

Point sur le secteur immobilier coté

I) Point sur le marché immobilier des bureaux en Ile de France au 3T2008 :
Confirmation du ralentissement immobilier

Evolution des loyers

| Loyers en €/m ² /an | 2007 | Sept. 2008 | Variation |
|--------------------------------------|------|------------|-----------|
| Loyers « prime » Paris QCA | 750 | 701 | - 6.5% |
| Loyers « prime » La Défense | 486 | 546 | +12.3% |
| Loyer moyen pondéré en Ile de France | 327 | 331 | +1.2% |

Source: CBRE (les loyers primes sont calculés sur la moyenne pondérée des 10 dernières transactions de plus de 500 m² les plus élevées observées sur les six derniers mois)

Sous l'effet du ralentissement économique, la demande placée a reculé de – 21% au cours des 8 premiers mois de l'année. Les transactions locatives sont principalement motivées par la recherche d'économies de coûts et la rationalisation des implantations.

Globalement, les loyers moyens se stabilisent en Ile de France, avec des disparités par secteur. Ainsi, on observe un fléchissement des loyers pour les meilleurs immeubles à Paris alors qu'à la Défense, les loyers ont fortement progressé.

Evolution du taux de vacance du marché des bureaux en Ile de France

| | Taux de vacance | | |
|---------------------------------|-----------------|---------|-----------|
| | Sept-07 | Sept-08 | Variation |
| Paris | 2,9% | 2,8% | - 0,1% |
| La Défense | 3,5% | 2,8% | - 0,7% |
| Croissant Ouest hors La Défense | 7,0% | 7,2% | + 0,2% |
| 1ère couronne Nord | 11,9% | 8,2% | - 3,7% |
| 1ère couronne Est | 4,6% | 3,8% | - 0,8% |
| 1ère couronne Sud | 10,4% | 9,3% | - 1,1% |
| 2ème couronne | 5,0% | 5,8% | + 0,8% |
| Moyenne IDF | 4,9% | 5,0% | + 0,1% |

Source: CBRE

Le taux de vacance moyen en Ile de France est stable sur 1 an, il se situe à 5% en moyenne et reste inférieur à 3% dans Paris intra-muros. Ces niveaux de taux de vacance sont historiquement bas et caractérisent un marché qui reste tendu malgré la baisse de la demande.

L'offre future de bureaux se stabilise à 2 Mm² à horizon 2011, avec un pic en 2009 de 1,2 Mm², soit 4% du parc au total. Ainsi, le taux de vacance moyen en Ile de France devrait augmenter en 2009 puis diminuer jusqu'en 2011 compte tenu du report ou de l'annulation de nombreux projets.

| | Taux de vacance début de période | Offre future | Croissance de l'emploi tertiaire | Taux de vacance de fin de période |
|-------|----------------------------------|--------------|----------------------------------|-----------------------------------|
| 2009e | 5,0% | + 2,0% | - 0,8% | 6,2% |
| 2010e | 6,2% | + 0,7% | - 0,8% | 6,1% |
| 2011e | 6,1% | + 0,5% | - 0,8% | 5,8% |

Source: CBRE, Acofi Gestion

Qu'en est-il de l'impact de la crise financière sur la valorisation des immeubles ?

Le marché de l'investissement a été fortement impacté par la crise financière, avec une baisse des volumes de plus de 50% sur le 1^{er} semestre. Cependant, cette baisse intervient après deux années records d'investissement, ainsi les volumes investis en 2008 en immeubles d'entreprises devraient être comparables à ceux de 2005.

Cette chute des volumes d'investissement a été accompagnée par une remontée des taux de capitalisation de l'ordre de + 85pb dans Paris et de + 100pb en périphérie depuis le début de l'année.

| Ile de France | Taux de capitalisation | | variation en point de base |
|-----------------|------------------------|--------|----------------------------|
| | Fin 2007 | 1s2008 | |
| QCA | 3,80% | 4,75% | +95 |
| La Défense | 4,25% | 5,25% | +100 |
| Croissant ouest | 4,50% | 5,30% | +80 |
| 1ère couronne | 5,00% | 5,60% | +60 |
| 2ème couronne | 5,50% | 6,00% | +50 |

Source : Atisreal

Et les foncières dans tout ça ?

Les foncières disposent principalement de deux leviers d'amortissement pour faire face à la remontée des taux de capitalisation :

- Une valorisation prudente de leur actif :

| Localisation du portefeuille | Foncières | Taux de capitalisation retenu par les expertises au 1S 2008 |
|------------------------------|-----------------|---|
| QCA | SFL | 5.4% |
| | Eurosic | 5.8% |
| | Unibail-Rodamco | 5.9% |
| Périphérie | SFPI | 7.4% |
| | Silic | 6.3% |

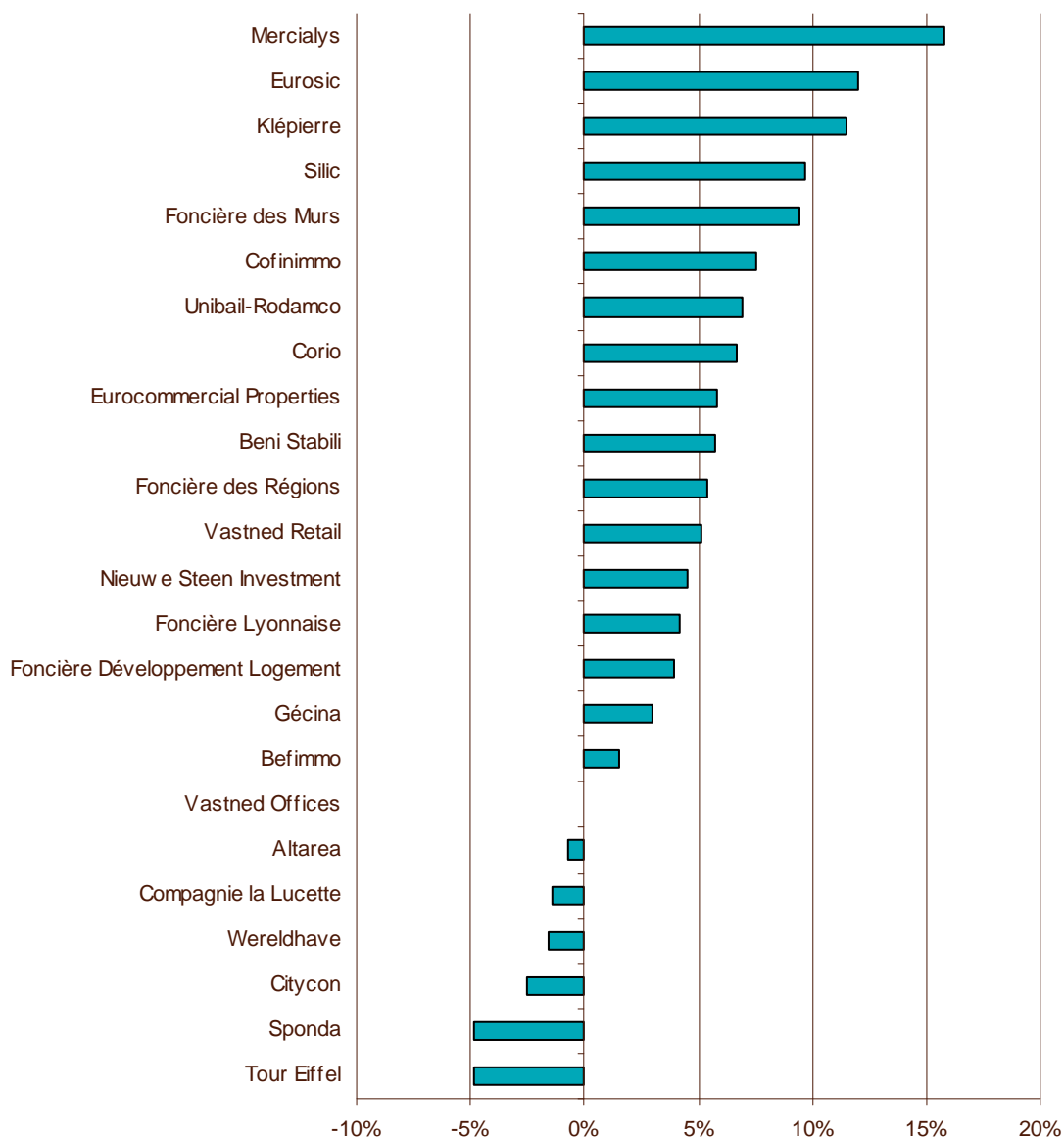
Source : Sociétés

- Une hausse des loyers en portefeuille, pour rappel le dernier ICC paru du 1T2008 (indice sur lequel les baux sont indexés) fait état d'une hausse de + 8%.

2) Point sur les publications des résultats des foncières au 1^{er} semestre 2008

Des cash flows en progression

Taux de croissance du cash flow par action au 1er semestre 2008 sur 1 an glissant

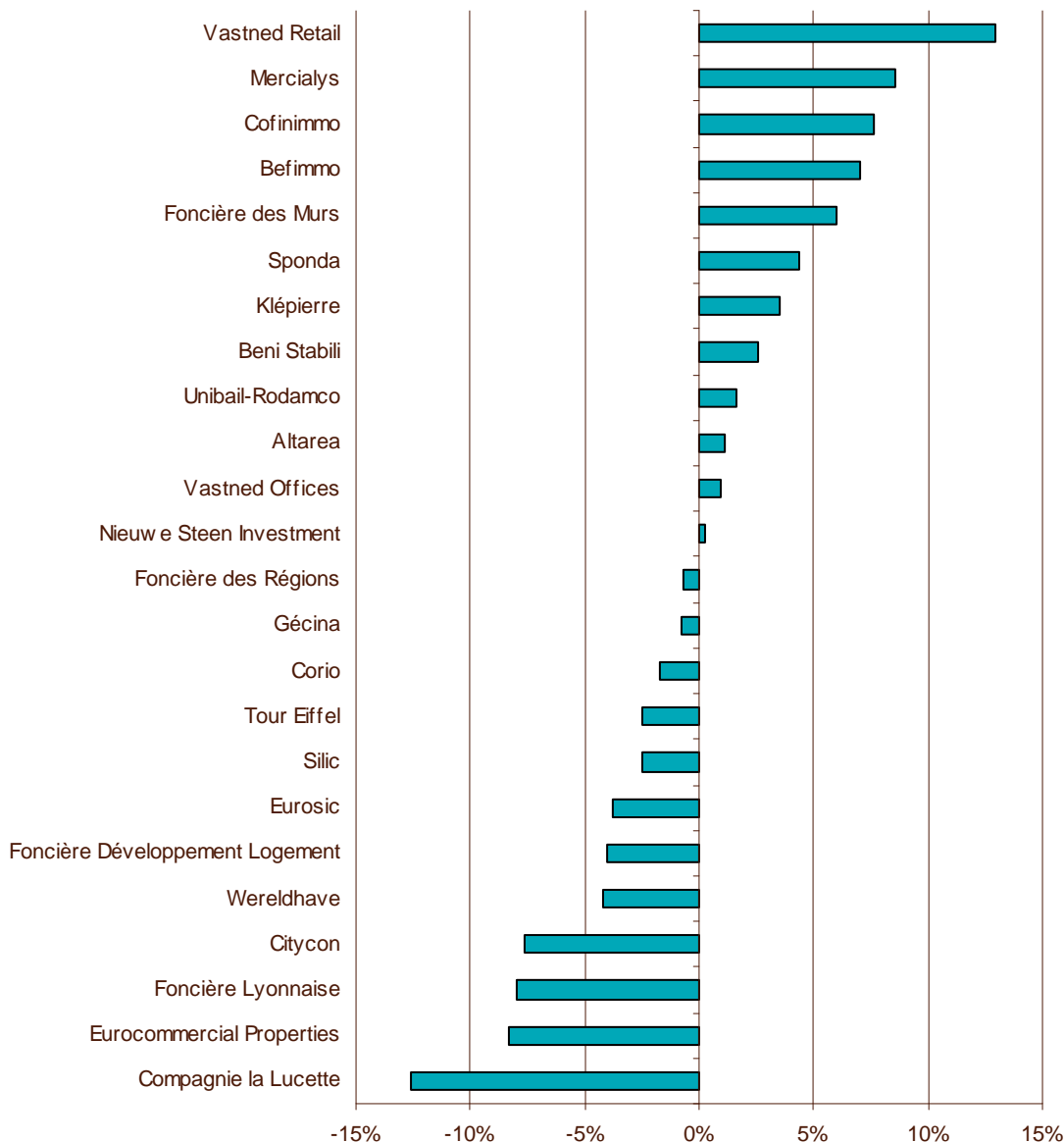


Source : Sociétés

Le cash flow par action progresse en moyenne de +4% pour les foncières de la zone Euro. Cette progression provient à la fois de l'indexation qui reste soutenue et de la dynamique de croissance des loyers sur le segment des centres commerciaux, qui recèlent encore un potentiel de réversion.

Evolution des actifs nets réévalués

Taux de croissance de l'ANR par action au 1er semestre 2008
sur 6 mois



Source : Sociétés

Compte tenu de la remontée des taux de rendement observée au 1^{er} semestre, les taux de rendement retenus par les experts pour l'évaluation des patrimoines des foncières ont globalement été revus à la hausse. Cette remontée des taux de rendement a été néanmoins compensée par l'indexation des loyers.

Au final, les actifs nets réévalués (ANR) sont donc en moyenne stables au 1^{er} semestre pour les foncières cotées de la zone Euro.

Les actifs nets réévalués publiés par les foncières reflètent des progressions divergentes des taux de rendement compris entre 0 et + 50pb. Les foncières de centres commerciaux qui développent des actifs ont vu leur ANR progresser au cours des 6 premiers mois, en revanche, les foncières exposées sur les bureaux avec peu de développement ont été plus durement touchées.

Au cours du 2^{ème} semestre, la remontée des taux de rendement devrait se poursuivre au gré de l'évolution du marché immobilier.

Des foncières de centres commerciaux qui résistent malgré le ralentissement de la consommation

La consommation des ménages a ralenti au 1^{er} semestre 2008 en Europe. Les foncières de centres commerciaux qui ont une exposition européenne affichent des progressions des chiffres d'affaires de leurs galeries commerciales de +1,2% en moyenne de janvier à mai 2008. Ces performances reflètent la gestion active de ces centres commerciaux (sélection d'enseignes dynamiques et organisation d'évènements de communication) qui permettent d'attirer le consommateur, même en période de ralentissement.

Les potentiels de réversion existants dans les portefeuilles les plus anciens ont permis aux foncières d'accroître les loyers au-delà de l'inflation, avec une progression moyenne des loyers à périmètre constant de + 5%.

Le taux d'effort actuel (loyer sur chiffres d'affaires) qui s'établit à 9% en moyenne devrait permettre aux commerçants de faire face au tassement temporaire de la consommation.

| | Croissance des chiffres d'affaires des galeries de janvier à mai 2008 | Croissance des loyers à périmètre constant au 1 ^{er} semestre 2008 | Taux d'effort |
|---------------------------|---|---|---------------|
| Klépierre | +1.1% | +5.2% | 10.2% |
| Unibail-Rodamco | +1.5% | +7.9% | 11.1% |
| Eurocommercial Properties | +0.6% | +4.8% | 8.9% |
| Altarea | +1.5% | +2.1% | 7.5% |

Source : Sociétés

Les foncières et la crise financière

Les foncières, qui ont recours à l'endettement, sont particulièrement sensibles à l'évolution des conditions de crédit suite à la crise financière qui a débuté en 2007.

Évolution de l'endettement des foncières du portefeuille Compagnie Immobilière ACOFI au premier semestre 2008*

| | Coût moyen de la dette | Taux de couverture | Durée moyenne de la dette (en année) | Loan To Value** |
|---------|------------------------|--------------------|--------------------------------------|-----------------|
| 2007 | 4.38 % | 75.2 % | 5.2 | 38.5% |
| S1 2008 | 4.46 % | 81.5 % | 5.1 | 41.5% |

*Echantillon : 75% du portefeuille

Sources : Sociétés, ACOFI

** endettement net sur patrimoine

Les financements, dont le coût a augmenté depuis un an, sont plus difficiles à obtenir. Dans ce nouveau contexte, les foncières revoient leurs programmes d'investissements pour ne garder que les investissements générant un rendement suffisant. Par ailleurs, elles cèdent des actifs matures pour augmenter leur capacité d'autofinancement.

Nous sommes particulièrement attentifs à ces problématiques de financement dans la sélection des foncières détenues en portefeuille. Ainsi, le taux d'endettement moyen des foncières détenues dans la Sicav Compagnie Immobilière ACOFI est de 42% présentant un taux de couverture de 82%.

Conclusion :

La crise financière et le ralentissement économique mondial ont entraîné une baisse des volumes sur le marché locatif et sur le marché de l'investissement.

Le taux de vacance historiquement bas sur le marché de bureaux en Ile de France va permettre d'absorber l'offre nouvelle si la demande de m² de bureaux devait continuer à baisser et ce sans trop peser sur les loyers.

Sur le marché des centres commerciaux, la consommation des ménages qui montre des signes de faiblesse renforce les besoins de gestion active et de rénovation des centres commerciaux pour accroître leur attractivité dans un environnement qui va devenir plus concurrentiel.

Les résultats des foncières au 1^{er} semestre sont en ligne avec les prévisions. En effet, la durée des baux ainsi que l'effet portefeuille protègent les résultats des aléas conjoncturels.

Les foncières s'adaptent à cet environnement plus difficile en limitant le recours à l'endettement et en étant plus sélectives sur les projets d'investissement.

Amal ABOULKHOUATEM

Paul REUGE

ACOFI

Relations investisseurs

Institutionnels : Valérie SALOMON LIEVIN v.salomon@acofi.com Tél. +33 (1) 53 76 99 75

Multi-gestion et gestion privée : Mounir MARZOUKI m.marzouki@acofi.com Tél. +33 (1) 53 76 99 93

CGPI et plateformes : Pascale SANCHEZ p.sanchez@acofi.com Tél. +33 (4) 42 37 19 87

Francis PONTHEUX f.ponthieux@acofi.com Tél. 33 (4) 42 37 19 84