

COMMUNICATION FINANCIÈRE DES FONCIÈRES EN EUROPE

Au 31 décembre 2014





SOMMAIRE

INTRODUCTION

1. POSITIONNEMENT DES FONCIÈRES DU PANEL ET UTILISATION DES INDICATEURS CLÉS DE PERFORMANCE

2. COMMUNICATION AUTOUR DU PATRIMOINE

3. STRATÉGIES DE FINANCEMENT

CONCLUSION

INTRODUCTION

Le mur de mots ci-dessous a été construit à partir des communiqués de presse sur les résultats 2014 des foncières françaises du panel. La taille du mot est fonction du nombre d'occurrences relevées dans les communiqués de presse.



Ce mur de mots constitue une vision synthétique des événements de marché survenus en 2014. L'équilibre entre les acquisitions, les investissements et les cessions, les opérations d'ampleur réalisées sur les centres commerciaux (Beaugrenelle, Carrefour ou encore la fusion Klépierre – Corio) ont alimenté les communications du secteur.

Les baisses de taux ont affecté les valeurs d'actifs, mais ont aussi entraîné la poursuite des refinancements. L'activité sur le marché obligataire a également été très soutenue.

Notre étude a été orientée afin de constater la communication qui a été faite de ces événements.

Par ailleurs, l'orientation positive du marché se retrouve dans les notions de croissance ou de développement. Nous avons donc aussi souhaité analyser les communications et les attentes du marché autour des notions de *pipeline* et plus généralement de perspectives.

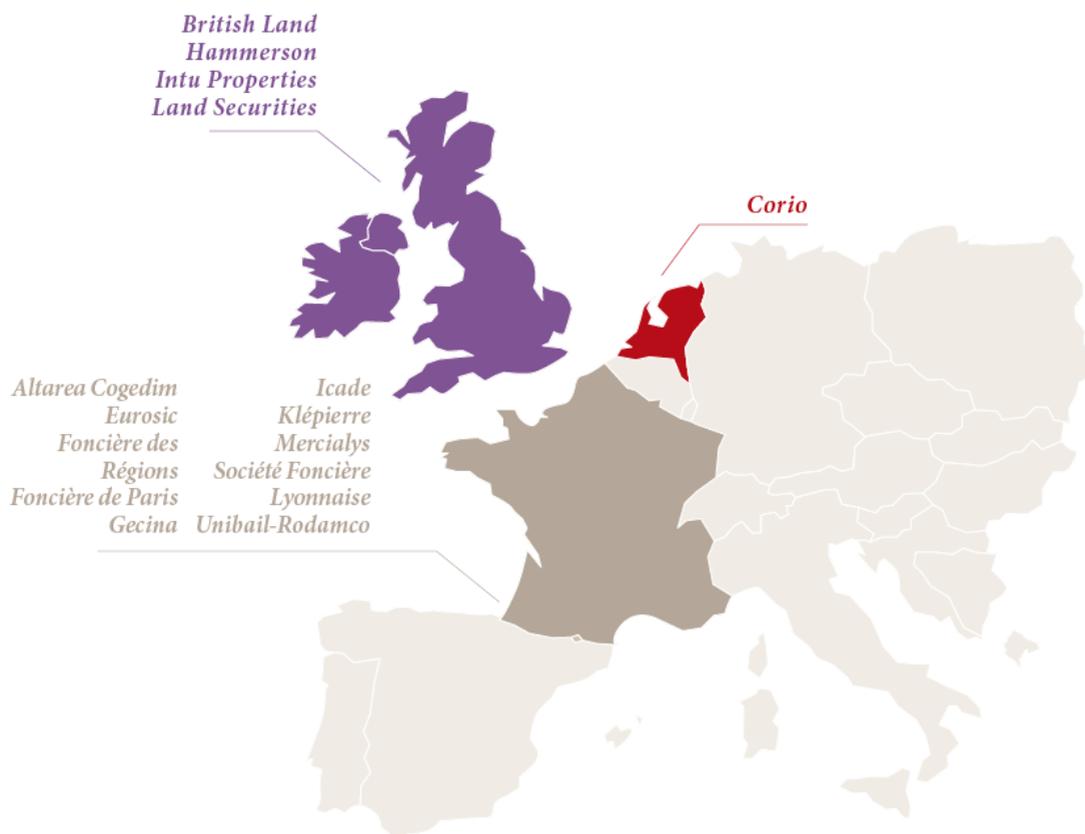
En vous souhaitant une excellente lecture.

Champ de l'étude

L'objectif de cette étude est d'effectuer une analyse de l'information financière d'un panel de foncières cotées en Europe. Pour cette cinquième édition, nous avons porté une attention particulière au positionnement des foncières et à leur utilisation d'indicateurs clés de référence. Nous avons également analysé leur communication autour du patrimoine et de leurs stratégies de financement.

Constitution du panel

Notre étude porte sur les rapports annuels et communiqués de presse de quinze foncières européennes cotées, dont les 10 premières françaises :



L'intégration à ce panel européen de foncières anglaises et néerlandaise permet la comparaison des pratiques sur des marchés différents.

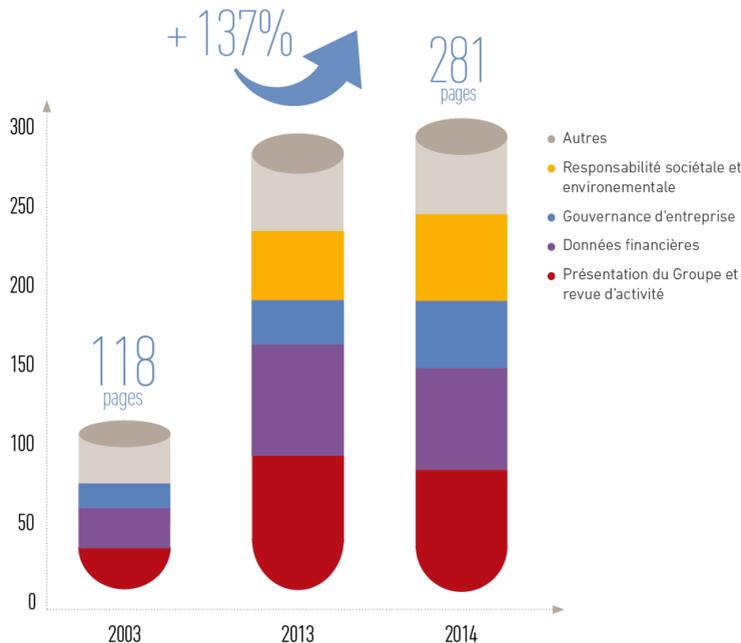
Données-clés de ce panel



Volumétrie moyenne et structure des rapports annuels des foncières

Le volume moyen des rapports annuels est en forte hausse depuis 2003. Cette hausse de volume ne porte pas nécessairement sur la partie financière. Ce sont plutôt les volets relatifs aux informations sur la responsabilité sociétale et environnementale, d'une part, et sur la gouvernance et l'activité de l'entité d'autre part, qui sont renforcés.

Par ailleurs, un réel soin est apporté aujourd'hui à l'esthétique et à l'attractivité de ce document, qui, au-delà d'un document financier réglementaire, devient un véritable outil de communication permettant de véhiculer les grands axes de stratégie.

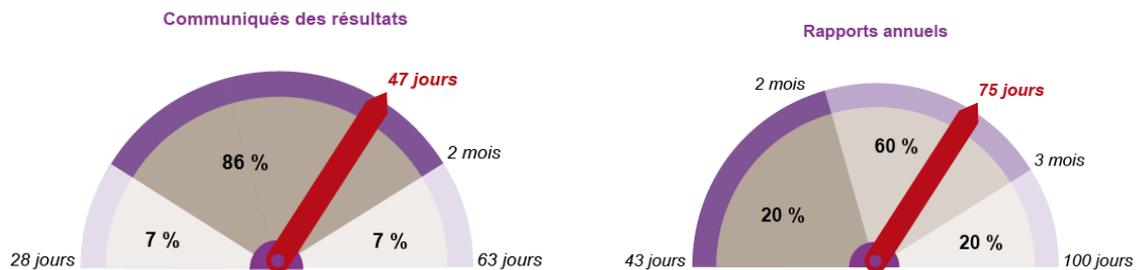


Délais de publication en 2014

Les quinze foncières ont publié leur **communiqué de presse** sur leurs résultats annuels au cours des 3 premiers mois suivant la clôture, entre 28 et 63 jours, avec un délai moyen de 47 jours.

Il existe une plus grande hétérogénéité sur le délai de publication du **rapport annuel**, avec un délai moyen de 75 jours.

Ces délais moyens et fourchettes sont très similaires à ceux des sociétés de l'indice STOXX Europe 50 (44 jours pour le communiqué de presse et 75 jours pour les rapports annuels).



Limites de l'étude

Notre étude n'a vocation ni à couvrir l'exhaustivité des problématiques liées à l'information financière des foncières cotées, ni à délivrer une opinion sur la qualité de l'information financière publiée par les sociétés étudiées.

Le contenu de cette étude et les opinions qui y sont exprimées n'engagent que Mazars.



1. POSITIONNEMENT DES FONCIÈRES DU PANEL ET INDICATEURS CLÉS DE PERFORMANCE

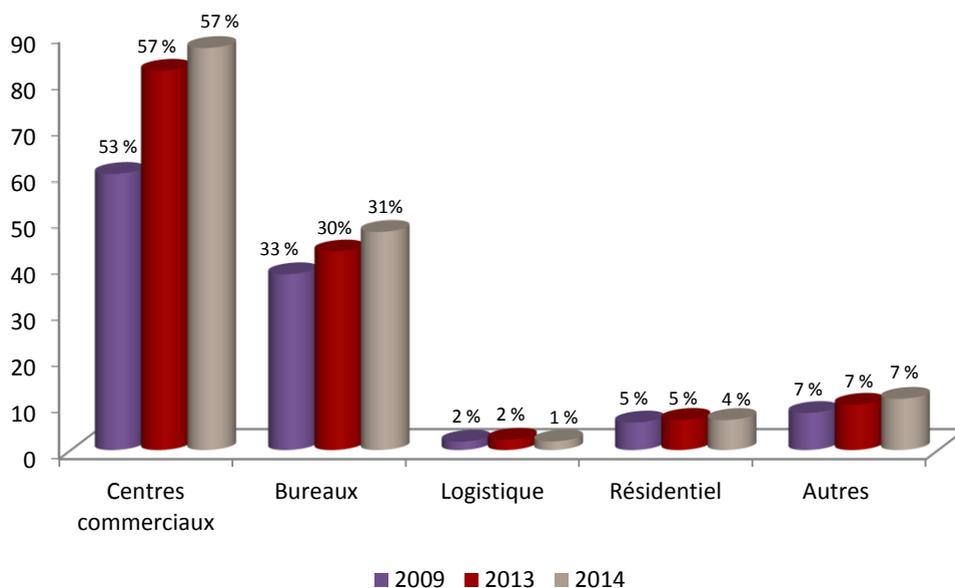
- 1.1. POSITIONNEMENT SECTORIEL ET GÉOGRAPHIQUE
- 1.2. ÉVOLUTION DES CAPITALISATIONS BOURSIÈRES
- 1.3. STRUCTURE DE L'ACTIONNARIAT / DISTRIBUTION DE DIVIDENDES
- 1.4. DÉCOTE / SURCOTE DE L'ACTION SUR ANR
- 1.5. SUIVI DES INDICATEURS EPRA
- 1.6. ACTUALITÉS IFRS
- 1.7. OBJECTIFS OU PERSPECTIVES DÉFINIS DANS LES COMMUNIQUÉS DE PRESSE ANNUELS

1.1. Positionnement sectoriel et géographique

Évolution de la valeur du patrimoine par secteur

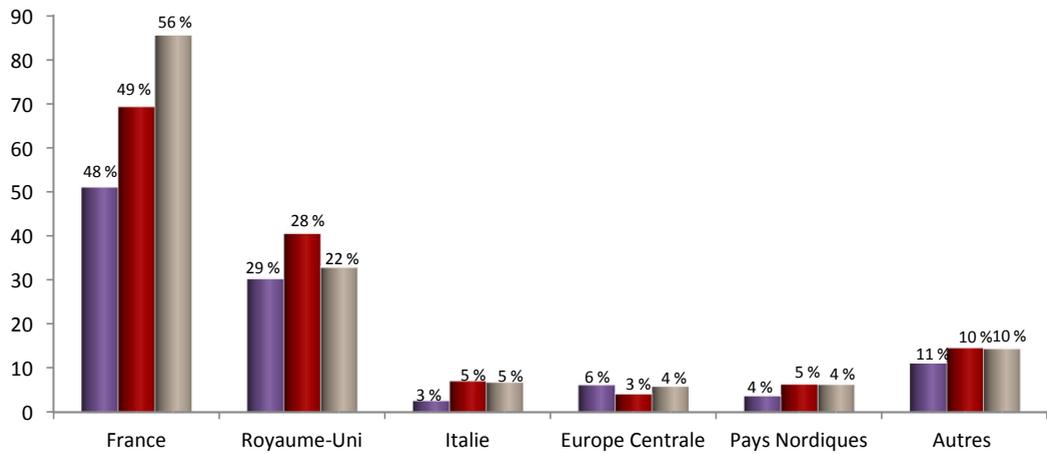
Le graphique ci-dessous présente l'évolution de la valeur du patrimoine par secteur depuis 2009, année de 1^{ère} application de la norme IFRS 8 visant à harmoniser l'information sectorielle dans la communication financière.

Juste valeur en Mds €



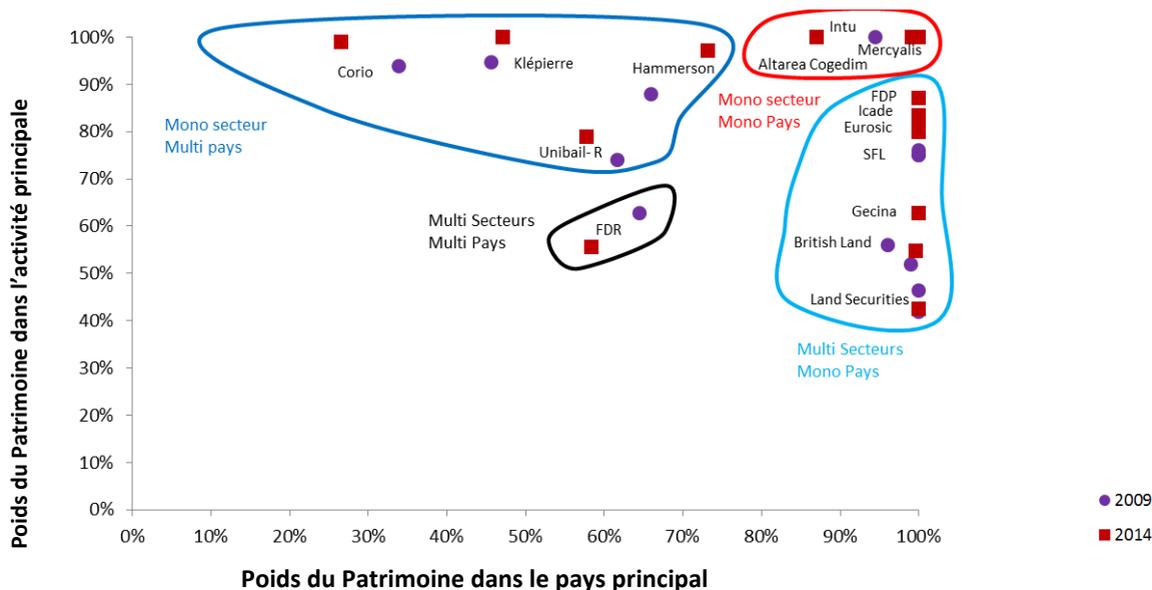
Le portefeuille du panel est majoritairement investi dans les centres commerciaux et les bureaux. La part des deux secteurs est relativement stable depuis 2009, représentant 88% du patrimoine en juste valeur (JV) au 31 décembre 2014.

Juste valeur en Mds €



En lien avec la composition de notre panel constitué de 10 foncières françaises et 4 foncières anglaises, plus de 80% du patrimoine en juste valeur est situé en France ou au Royaume-Uni.

Évolution du positionnement géographique et sectoriel



Le positionnement géographique et sectoriel a dans l'ensemble la même structure depuis 2009.

Quatre profils de foncières se dégagent, avec par exemple :

- Le profil Mono-Secteur, Mono-Pays dont font partie Altarea-Cogedim ou Mercyalis.
- Le profil Mono-Secteur, Multi-Pays comme Klépierre, Unibail ou Hammerson qui détiennent des centres commerciaux dans plusieurs pays.

➔ **Les foncières dont le cœur de métier est les centres commerciaux développent davantage une stratégie de *pure-player* que les foncières orientées sur le bureau.**

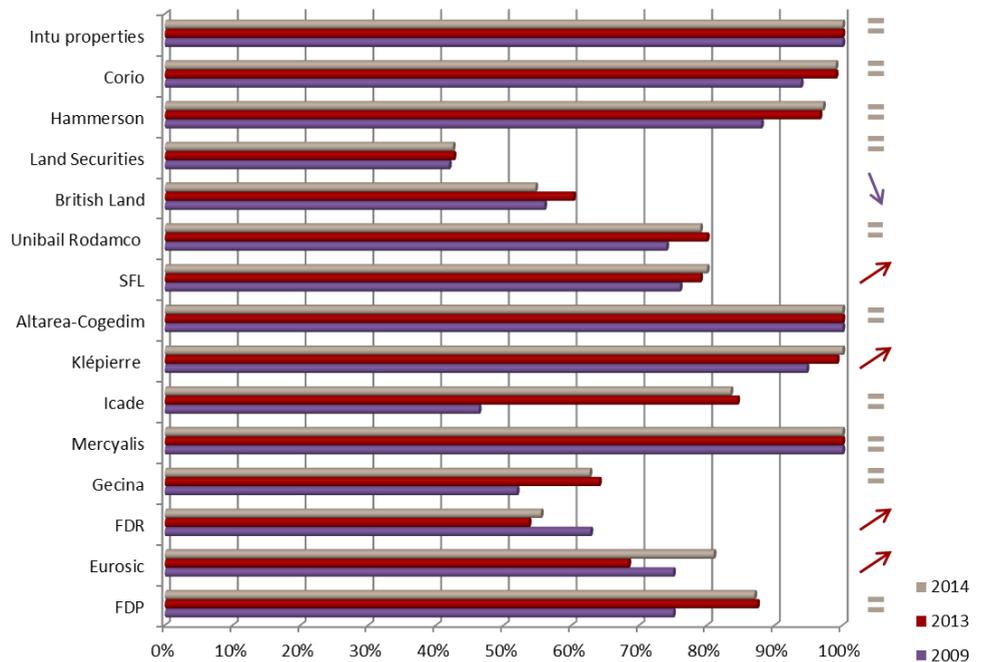
- Le profil Multi-Secteurs, Mono-Pays, comme British Land ou Land Securities largement implantés dans leur pays sur plusieurs secteurs.
- Le profil Multi-Secteurs, Multi-Pays, représenté par Foncière des Régions.

Créée en 1879, SFL est la plus ancienne foncière française. Elle est aujourd'hui une Société d'Investissement Immobilier Cotée (SIIC), leader sur le segment « prime » de l'immobilier tertiaire parisien. Avec un patrimoine de près de 4,5 milliards d'euros, implanté dans le cœur de Paris à 93 %, notre stratégie de « pure player » consiste à acheter des actifs pour renforcer notre leadership et les valoriser tout au long de leur détention pour proposer des espaces de travail performants, développant une valeur d'usage pour nos clients, doublés d'un service sans faille. Notre portefeuille de clients regroupe des

Extrait du Document de référence 2014 – SFL

Poids de l'activité principale

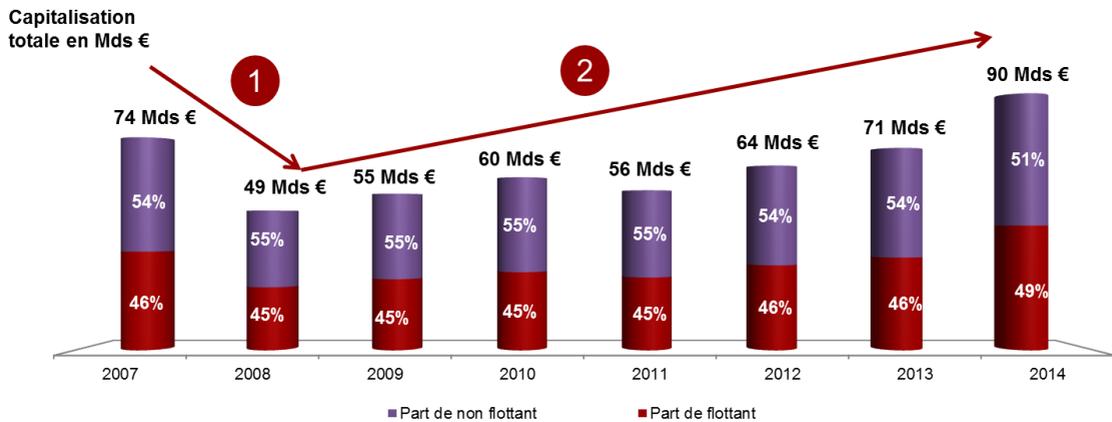
Evolution du poids de l'activité principale



Dans notre précédente étude, nous avons identifié un recentrage global des foncières sur les actifs « Prime » ou « Core ». Cette année, cette tendance se confirme avec un poids de l'activité principale stable ou plus important que sur l'exercice précédent.

1.2. Évolution des capitalisations boursières

Deux phases sont clairement identifiables dans l'évolution des capitalisations boursières du panel.



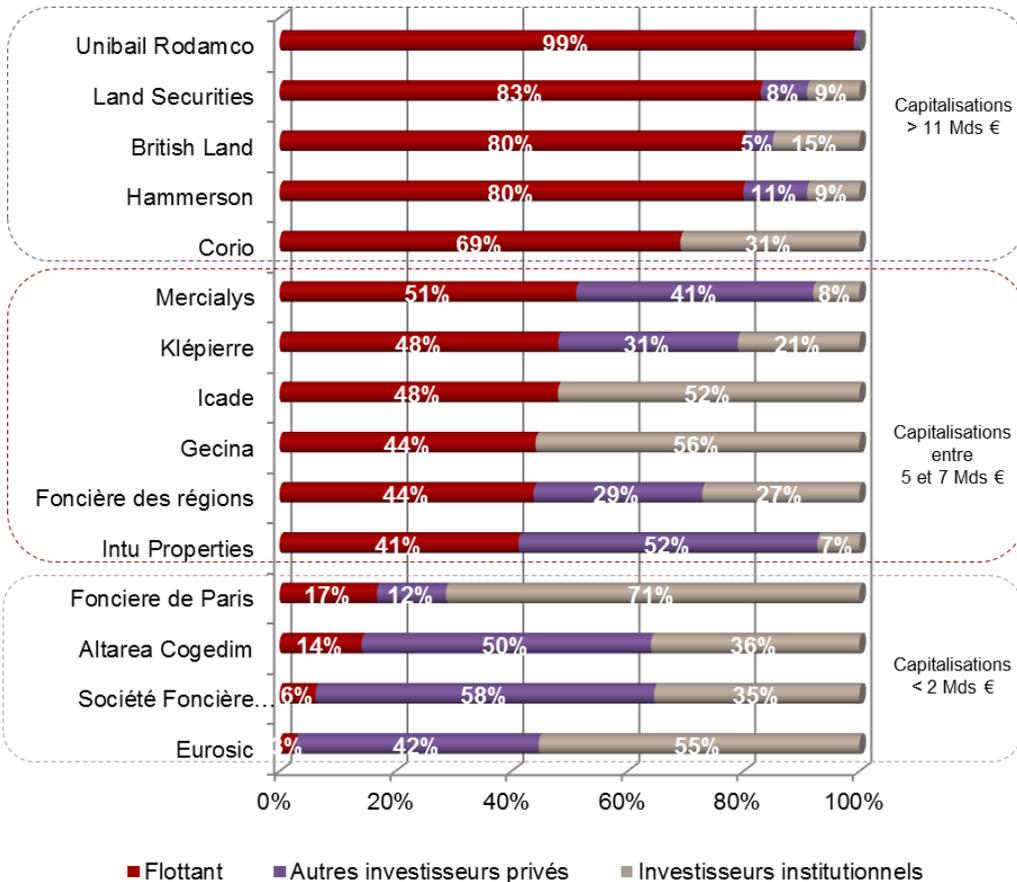
La crise financière de 2007 a provoqué un effondrement des capitalisations boursières du panel, le point le plus bas étant atteint en 2008. Cette année-là, des foncières comme Corio, Foncière des Régions ou Klépierre ont vu leurs capitalisations boursières baisser de plus d'un milliard d'euros.

Depuis, excepté un recul en 2011 lié à la crise des dettes souveraines, les capitalisations boursières progressent et atteignent 90 milliards d'euros fin 2014, soit + 80% par rapport à 2008 et une capitalisation totale supérieure à son niveau d'avant crise.

En moyenne, la part du flottant atteint 49%. Néanmoins les structures d'actionariat sont très différentes d'une foncière à l'autre.

1.3. Structure de l'actionnariat et distribution de dividendes

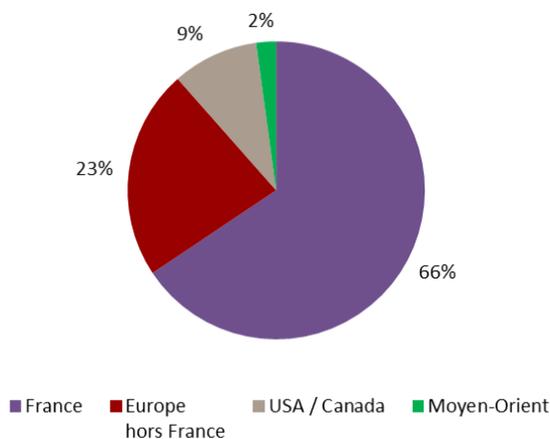
Structure de l'actionnariat



Trois structures d'actionnariat se dégagent nettement :

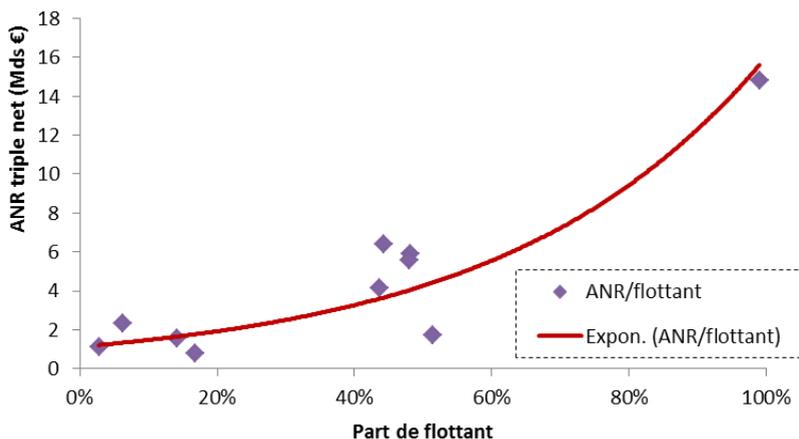
- le flottant sur le premier Groupe est supérieur à 70% ;
- entre 40 et 50% pour le deuxième Groupe soit 20 points de moins par rapport au premier Groupe ;
- enfin, les capitalisations inférieures à 2 milliards d'euros présentent une part de flottant inférieur à 20%.

Répartition géographique d'un scope de l'actionnariat des foncières françaises du panel



L'actionnariat identifiable des foncières françaises est majoritairement européen, à 2/3 français.

Corrélation entre l'ANR et le niveau de flottant

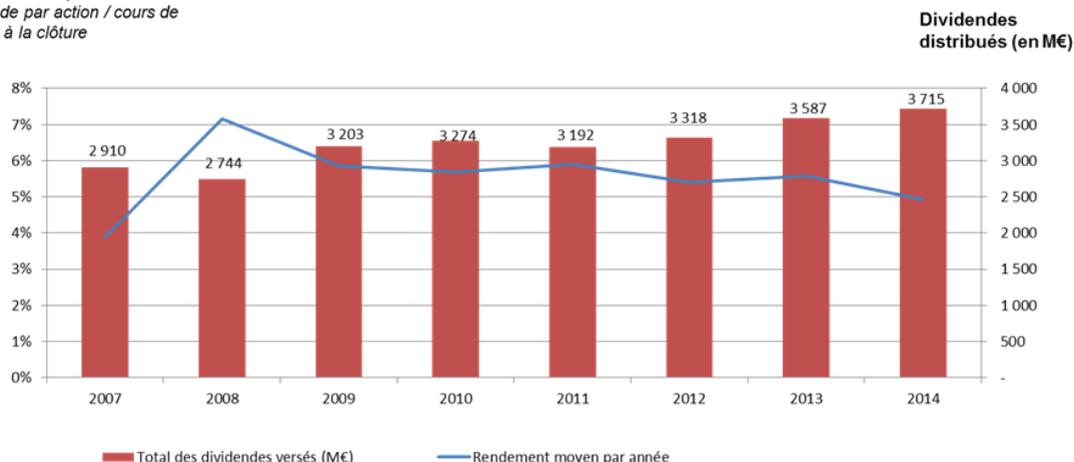


En lien avec le graphique précédent, il existe une corrélation entre l'Actif Net Réévalué (ANR) et le niveau de flottant. Toutes ces foncières françaises cotées bénéficient du régime SIIC (Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées) et se servent du marché comme un véritable outil de financement.

Dividendes distribués et rendement des actions

Rendement moyen des actions:

*moyenne sur le panel des ratios
dividende par action / cours de
l'action à la clôture*



Le montant cumulé des dividendes distribués depuis 2007 varie entre 2,7 et 3,7 milliards d'euros et est en constante augmentation depuis 2011.

Le rendement moyen des actions, calculé comme étant le dividende versé sur le cours de bourse à la clôture, est compris entre 5 et 6% depuis 2009.

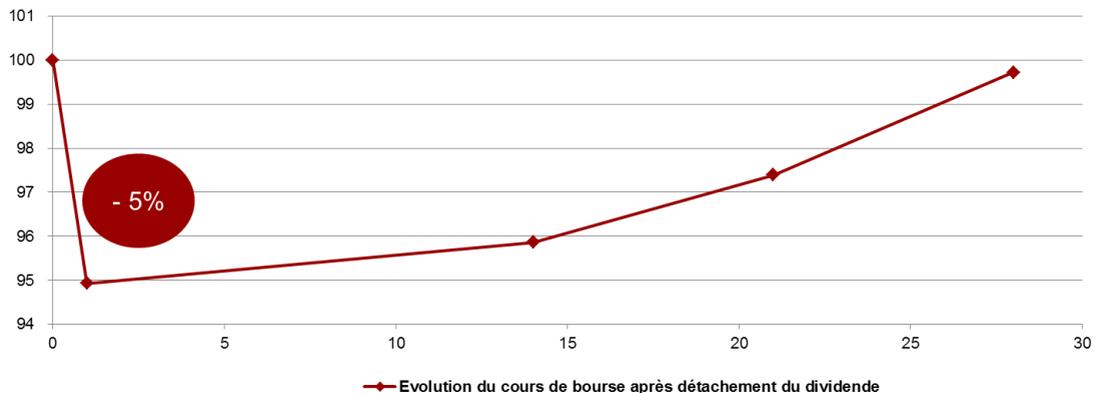
Ces foncières étant toutes des REIT (Real Estate Investment Trust), SIIC en France, elles ont de lourdes obligations distributives. Malgré une hausse des dividendes versés en 2015 de plus de 4%, le décrochage du rendement en 2014 s'explique par la performance boursière des foncières du panel.

Les foncières utilisent le dividende comme un signal en maintenant un montant indépendamment de la performance boursière.

Délais de reconstitution du cours de bourse

Cours de bourse en base 100 au jour du détachement

Dividendes distribués sur 2014 au titre des résultats 2013



Le versement du dividende est immédiatement répercuté sur le cours de l'action de la foncière. Un recul de 5% au lendemain du détachement du dividende est à noter.

Bien que le délai de reconstitution des cours de bourse soit hétérogène sur le panel, le délai moyen s'élève cependant à un mois, délai plus rapide ou mécanique en comparaison à d'autres secteurs d'activité. Le cours de bourse de foncières tel que Corio ou Unibail-Rodamco a déjà dépassé son niveau d'avant détachement trois semaines après le versement du dividende.

Réaction de Benoît FAURE-JARROSSON, Analyste financier chez Invest Securities

Le délai de reconstitution du cours de bourse vous paraît-il plus bref que dans d'autres secteurs ?

« En effet, le phénomène est souvent plus marqué chez les foncières car leur rendement est plus élevé que dans les autres secteurs et les modèles de valorisation négligent souvent le dividende couru.

A noter cependant que le phénomène est moins net en 2015, en lien avec un rendement plus faible et un printemps marqué par une tension sur les taux d'intérêt.»

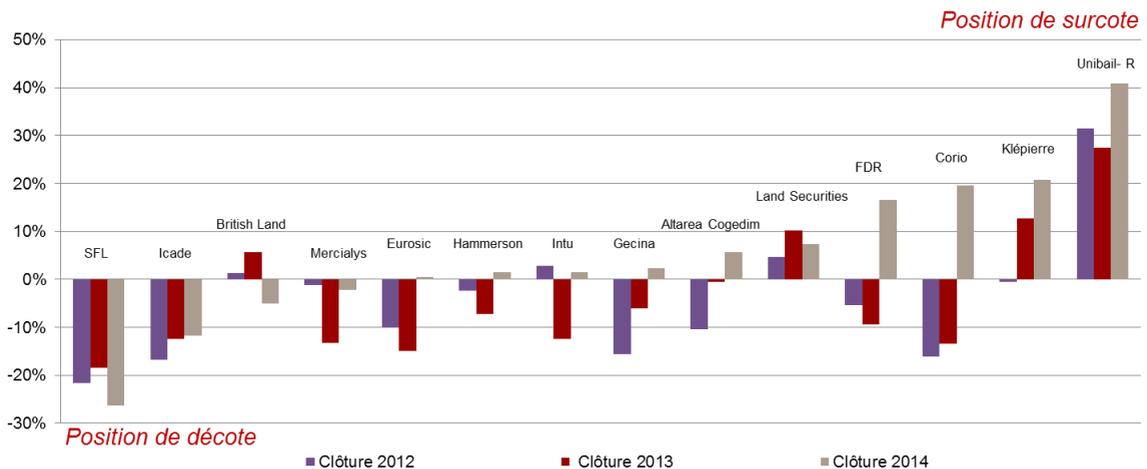
Matinale Mazars - Communication financière des foncières en Europe – 2 juin 2015

1.4. Décote / Surcote de l'action sur ANR



À fin 2008, les niveaux de décotes ont atteint un minimum à -32%. En 2014, le panel repasse en situation de surcote pour la première fois depuis 2006.

Au 31 décembre 2014, onze foncières sont en situation de surcote :



- Unibail-Rodamco atteint une surcote de 41%. Cette performance traduit notamment la liquidité du titre et le portefeuille de projets en développement qui atteint 8 milliards d'euros à la clôture 2014.
- À noter que nous voyons bien l'effet de l'offre Klépierre sur le cours des actions Corio, celui-ci étant 20% supérieur à son ANR à fin 2014 alors que la foncière était en situation de décote à fin 2013.

Réaction de Benoît FAURE-JARROSSON, Analyste financier chez Invest Securities

L'ANR est-il un indicateur en retard par rapport au marché immobilier ?

« Les experts observent la réalité avant de l'annoncer, ainsi on note mécaniquement un effet de retard.

Par ailleurs, il est intéressant d'observer les données collectées par IPD, à savoir les données d'expertise et l'étalonnage des ventes par rapport à ces expertises. Cette base de données montre qu'une expertise est juste à 10% près.

Cet écart est à relativiser par la loi des grands nombres : les écarts positifs et négatifs se compensant en partie et sur la masse des transactions d'une année, on arrive autour de 2 à 3 %. Cet écart est également proportionnel à la vitesse du marché, avec un écart plus important lorsque le marché varie très vite, ainsi qu'un écart négatif lorsque le marché descend, un écart positif lorsque le marché monte, ce qui confirme un aspect retard de l'expertise.

Pour ce qui de 2013, on dispose du chiffre de 7% d'écart sur les expertises corrigé de l'effet prorata temporis. La prime boursière sur l'ANR s'explique en partie par l'effet retard de l'ANR, mais ce facteur n'est pas le seul, comme le met en évidence le cas extrême d'Unibail, présentant une prime de 10 milliard d'euros au-delà de son ANR ne pouvant pas être expliquée par un pipeline de 8 milliards d'euros, recelant une marge potentielle de quelques milliards ».

Matinale Mazars - Communication financière des foncières en Europe – 2 juin 2015

1.5. Suivi des indicateurs EPRA (European Public Real Estate Association)

Suivi des recommandations EPRA

		Eurosis	Foncière de Paris	INTU	Alarea Cogedim	Meridians	British Land	Corio	Foncière des Régions	Cecina	Hammerson	Isade	Klépierre	Lama Securities	Société Foncière Lyonnaise	Unibail / Rodamco	TOTAL 2014	TOTAL 2013	EVOLUTION
Compte de résultat	EPRA earnings	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	87%	87%	=
	EPRA earnings par action	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	87%	87%	=
	Ratio de coûts EPRA (yc coût de la vacance)	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	80%	67%	↗
	Ratio de coûts EPRA (hors coût de la vacance)	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	80%	67%	↗
ANR	ANR (EPRA NAV)	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	93%	93%	=
	ANR (EPRA NAV) par action	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	93%	93%	=
	ANR triple net (EPRA NNAV)	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	93%	93%	=
	ANR triple net (EPRA NNAV) par action	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	93%	93%	=
Patrimoine	Taux de vacance EPRA fin de période	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	87%	87%	=
	Taux de rendement EPRA Net Initial Yield	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	80%	80%	=
	Taux de rendement EPRA "topped-up" Net Initial Yield	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	80%	80%	=

Les indicateurs EPRA visent à favoriser la transparence et la comparabilité des comptes des foncières cotées en Europe. Le principal constat est que les foncières de notre panel communiquent sur ces indicateurs, avec par exemple la communication sur les ratios de coûts introduits par l'EPRA en juillet 2013. Par ailleurs, 13 des 15 foncières du panel communiquent sur le Résultat Net Récurrent en 2014.

Revenus locatifs à périmètres constant

Dans ses recommandations de décembre 2014, l'EPRA a préconisé la communication d'une justification des loyers à périmètre constant, c'est-à-dire hors effet d'acquisitions / cessions.

Cette évolution pourrait s'expliquer par plusieurs effets :

- l'indexation des loyers ;
- la variation du taux de vacance qui traduit les prises à bail ou les congés donnés ;
- la variation du taux de charges récupérables ;
- la renégociation des baux avec locataire en place ou nouveau locataire.

14 foncières sur 15 du panel communiquent sur l'évolution des loyers à périmètre constant et quasiment toutes rationalisent cette variation à partir des éléments préconisés par l'EPRA. 6 foncières communiquent sur la ventilation géographique.

Tenant sales

Change in tenant sales (like-for-like*, retail portfolio %)	FY 2014	FY 2013
Portfolio average	0.1	-1.2
The Netherlands	NA	NA
France	-1.1	-2.3
Italy	-1.2	0.6
Germany	-1.5	-1.0
Spain / Portugal	-0.7	-7.5
Turkey	6.9	1.5

* The like-for-like change in tenant sales compares sales growth of stores that have been consistently in operation during comparable periods

Extrait du Document de référence 2014 – Corio

1.6. Actualités IFRS¹

IFRIC² 21

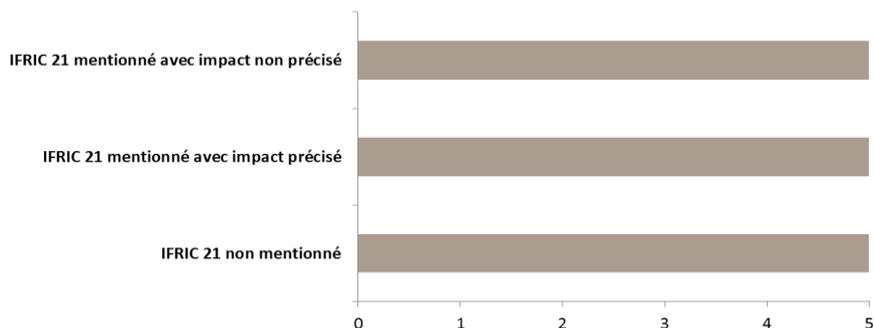
L'interprétation IFRIC 21 relative à la comptabilisation des taxes est entrée en application en 2015 suite à son adoption par l'Union Européenne en juin 2014. Le fait générateur de comptabilisation du passif est l'élément tel qu'identifié par la législation, qui déclenche le paiement de la taxe.

Ainsi, les comptes intermédiaires 2015, c'est-à-dire trimestriels et semestriels, seront affectés par cette interprétation. À titre d'exemple, IFRIC 21 concerne directement les taxes telles que :

- la taxe foncière. Celle-ci étant due au 1^{er} janvier N, 100% de la taxe est comptabilisée dans les comptes au 31 mars N ;
- la CVAE (Cotisation sur la Valeur Ajoutée) : si elle n'a pas été analysée par l'entité comme un impôt sur le résultat au sens d'IAS 12 (*International Accounting Standards*), la contribution est étalée sur N au fur et à mesure de la création de la valeur ajoutée, mais uniquement lorsque le seuil a été atteint.

Comme tout changement de méthode, cette interprétation est d'application rétrospective.

Les communications de notre panel sur IFRIC 21 à la clôture 2014 sont hétérogènes, avec 1 foncière sur 3 ne mentionnant pas la norme :



Lors de la présentation des résultats du premier trimestre 2015, une seule foncière a communiqué sur les impacts d'IFRIC 21.

¹ International Financial Reporting Standards

² International Financial Reporting Interpretations Committee

IFRS 15 / IFRS 9

Les normes IFRS 15 et IFRS 9 sont pour le moment non applicables avec une adoption par l'Union Européenne attendue pour fin 2015.

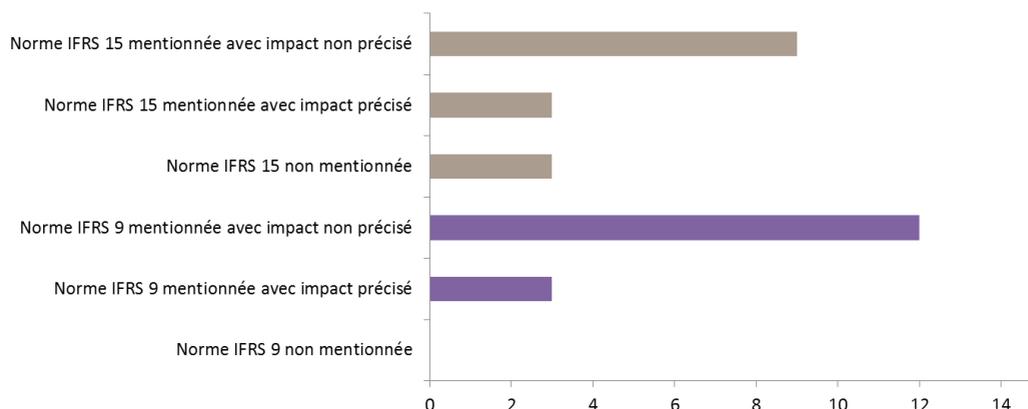
Pour rappel, IFRS 15 est la norme sur le chiffre d'affaires qui remplacera rétrospectivement le 1^{er} janvier 2017 les normes IAS 11 – Contrats de construction et IAS 18 – Produits des activités ordinaires. Cette norme n'aura a priori que peu d'effets sur les comptes des foncières.

IFRS 9 sera la nouvelle norme qui traitera des instruments financiers et remplacera IAS 39 au 1^{er} janvier 2018, sous réserve de l'adoption du texte par l'Union Européenne, qui a été publiée par l'IASB en juillet 2014. L'objectif de cette norme étant d'améliorer l'information des investisseurs, les informations en annexe seront renforcées. Les banques seront les principales concernées par cette norme, car elles devront revoir le mode de classement et d'évaluation comptable de l'ensemble de leurs actifs financiers.

Publications Mazars :

- « IFRS 15 Panorama des nouveaux principes de reconnaissance du chiffre d'affaires »
www.mazars.fr/etudeIFRS15
- « Implémentation de la norme IFRS 9 : panorama de l'état d'avancement des banques françaises et premiers enjeux identifiés »
www.mazars.fr/etudeIFRS9

Au 31 décembre 2014, les foncières de notre panel ont majoritairement communiqué sur ces 2 normes, en ne précisant pas l'impact attendu :



1.7. Objectifs ou perspectives définis dans les communiqués de presse annuels

		Foncière de Paris	Altarea Cogedim	Société Foncière Lyonnaise	Eurosic	Mercialys	Klépierre	Corio	Foncière des Régions	Gecina	Unibail Rodamco	Icade	Hammerson	Land Securities	British Land	INTU	TOTAL 2014	TOTAL 2013	EVOLUTION
LTV	Donnée chiffrée								•		•						7%	7%	=
	Tendance								•								7%	0%	↗
RNR*	Donnée chiffrée				•	•											7%	7%	=
	Tendance				•		•	•	•	•							33%	27%	=
Cessions	Donnée chiffrée								•	•							13%	13%	=
	Tendance						•										7%	0%	↗
Loyers	Donnée chiffrée				•												7%	7%	=
	Tendance									•							7%	13%	↘

* RNR, CFNC ou FFO

Cette analyse de la communication des objectifs à venir a été menée à partir des communiqués de presse publiés à l'occasion de l'annonce des résultats annuels 2014.

Le contenu reste très hétérogène, les foncières européennes non françaises communiquent peu d'informations précises sur leurs perspectives, tandis que les foncières françaises communiquent plutôt sur des tendances que sur des données chiffrées.

60% des foncières communiquent sur le Résultat Net Récurrent contre 50% l'année dernière.



2. COMMUNICATION FINANCIÈRE AUTOUR DU PATRIMOINE

2.1. ÉVALUATION DES IMMEUBLES DE PLACEMENT

2.2. TABLEAU DE VARIATION DES IMMEUBLES DE PLACEMENT

2.3. ACTIFS EN VENTE

2.4. ACTIFS EN DÉVELOPPEMENT

2.5. CONCENTRATION DES LOCATAIRES

2.6. DURÉE RÉSIDUELLE MOYENNE DES BAUX

2.1. Évaluation des immeubles de placement

La communication autour des actifs des foncières est primordiale. Dans notre précédente étude, nous avons concentré nos analyses sur le thème de la dette et des couvertures. Le recentrage des débats autour du patrimoine des foncières s'explique par une conjoncture économique actuelle favorable, avec des taux d'intérêts très attractifs.

2.1.1. Option de comptabilisation retenue

	Gecina	Icade	Klépierre	Unibail Rodanco	Foncière des régions	Altiarea Cogedim	Mercivalys	Société Foncière Lyonnaise	Eurosic	Foncière de Paris	British Land	Intu Properties	Hammerston	Land Securities	Corio
IAS 40															
Juste valeur
Coût amorti

Selon IAS 40, les immeubles de placement peuvent être comptabilisés selon deux méthodes : la méthode de la juste valeur ou la méthode du coût amorti.

L'EPRA recommande aux foncières de valoriser leurs immeubles de placement à la juste valeur, et de justifier l'application du modèle du coût amorti.

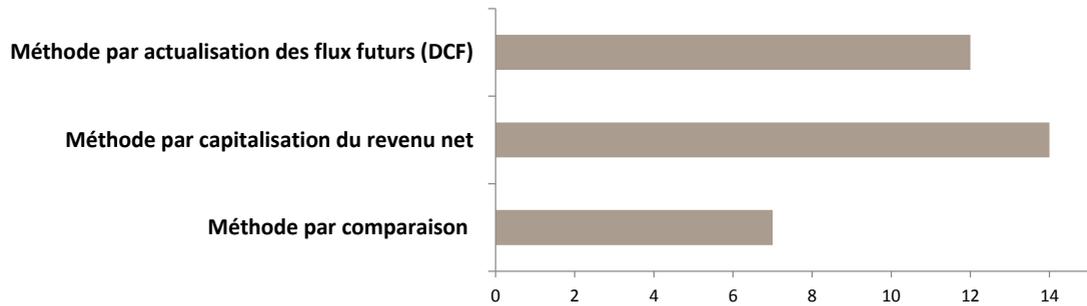
L'étude met en évidence que seules 4 foncières du panel ont opté pour le choix du coût amorti.

Sur 2014, Eurosic a opéré un changement de méthode, en optant pour la mise à la juste valeur de ses immeubles.

Publication Mazars :

IFRS 13 « Évaluation de la juste valeur » - L'essentiel de la norme en 40 questions/réponses
www.mazars.fr/etudeIFRS13

2.1.2. Méthode de valorisation utilisée



Toutes les foncières du panel communiquent de manière satisfaisante sur les méthodes de valorisation utilisées par leurs experts immobiliers.

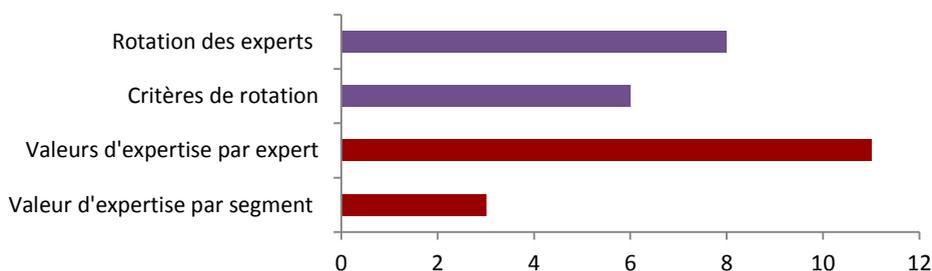
Parmi celles qui utilisent plusieurs méthodes, 2 foncières sur 12 donnent des informations sur la méthode utilisée pour la juste valeur retenue (méthode préférentielle, moyenne arithmétique de plusieurs méthodes, etc.), qui peut être différente selon le secteur d'activité.

2.1.3. Communication sur les experts

6 foncières communiquent sur les critères de rotation des experts parmi les 8 foncières qui communiquent sur ce critère. Seules 3 foncières communiquent sur la valeur d'expertise par type d'actifs.

Les critères de rotation utilisés par les foncières sont hétérogènes. En effet, les experts sont renouvelés :

- pour une **part du patrimoine** tous les ans (10% par exemple) ;
- pour **chaque actif** sur une période donnée (rotation comprise entre 3 et 7 ans) ;
- selon un **nombre de mandats** consécutifs autorisés pour le client.



Chez une foncière sur deux, un seul expert valorise plus de 50% du Patrimoine.

Exemple d'information fournie sur les experts mandatés :

Les immeubles de la société sont évalués chaque semestre par des experts indépendants dont la compétence est reconnue en matière immobilière. Les expertises effectuées répondent aux normes professionnelles nationales de la Charte de l'Expertise en Evaluation Immobilière élaborée sous l'égide de l'I.F.E.I et du rapport COB de février 2002. Ces expertises répondent également aux normes professionnelles européennes TEGOVA et aux principes de « The Royal Institution of Chartered Surveyors » (RICS). Les évaluations des actifs du patrimoine permettant d'approcher les valeurs vénales sont réalisées par CBRE Valuation, DTZ Eurexi, Crédit Foncier Expertises et Euroflemming. Les experts utilisent la méthode par le revenu (capitalisation des revenus de l'immeuble), la méthode par comparaison (comparaison avec les références du marché) et la méthode par l'actualisation des flux ; un recouplement de ces méthodes pouvant être pratiqué.

Extrait du Document de référence 2014 – Foncière de Paris

2.1.4. Information sur les honoraires des experts

	Cecina	Icade	Klépierre	Unibail Rodamco	Foncière des régions	Allarea Cogedim	Marcialys	Société Foncière Lyonnaise	Eurosic	Foncière de Paris	British Land	Intu Properties	Hammerson	Land Securities	Corio
Budget déterminé avant la campagne			•	•				•	•		•				
Budget indépendant de la valeur du patrimoine	•	•	•	•		•						•			•
Budget forfaitaire par actif étudié	•	•	•	•		•									
Honoraires des experts			•	•		•		•					•		
Honoraires par expert			•					•							
Aucun critère indiqué							•			•					

L'EPRA recommande :

- l'utilisation de cabinets externes au moins une fois par an ;
- la communication des noms des experts mandatés ;
- la base de rémunération des experts (ne devant pas être corrélée au type d'actif évalué) ;
- la communication des honoraires des experts (autre que ceux versés au titre des évaluations annuelles) ;
- la mise en évidence des experts pour lesquels les honoraires versés représentent plus de 10% de leur chiffre d'affaires.

Ces recommandations sont globalement suivies par les foncières du panel puisque toutes ont recours à des cabinets externes au moins deux fois par an, et dont les noms sont communiqués dans leur intégralité.

Divers exemples de présentation et d'exhaustivité de l'information transmise sur les honoraires des experts :

Les honoraires d'expertise immobilière sont facturés à Icade sur la base d'une rémunération forfaitaire tenant compte des spécificités des immeubles (nombre de lots, nombre de mètres carrés, nombre de baux en cours, etc.) et indépendante de la valeur des actifs.

Extrait du Document de référence 2014 – Icade

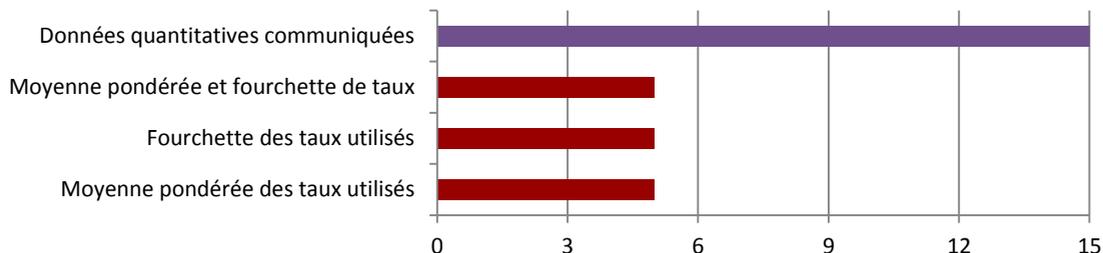
Honoraires des experts immobiliers

Les honoraires des experts immobiliers sont calculés sous forme d'un forfait par actif qui tient compte de la surface, de l'état locatif et de la localisation de l'actif.

Exercice 2014 Honoraires d'expertises (en €)	CBRE	CATELLA	DTZ	QUADRAL	TOTAL
Eurosic	37 050	28 400	13 450	-	78 900
Filiales intégrées globalement	41 347	35 600	132 977	205 440	415 364
Total	78 397	64 000	146 427	205 440	494 264

Extrait du Document de référence 2014 – Eurosic

2.1.5. IFRS 13 : Données quantitatives non observables



Les foncières du panel ont toutes choisi de classer la juste valeur de leurs immeubles de placement au niveau 3, notamment du fait de certains paramètres non observables utilisés par les experts immobiliers (taux de rendement, taux d'actualisation, certaines valeurs locatives de marché).

La qualité de l'information reste toutefois très hétérogène.

Centres commerciaux 31/12/2014		Taux de rendement	Taux d'actualisation ⁽¹⁾	Taux de capitalisation ⁽²⁾
France-Belgique	Max.	9,0 %	11,0 %	9,6 %
	Min.	4,3 %	5,8 %	4,7 %
	Moy. pondérée	5,3 %	6,8 %	5,5 %
Ibérie (Espagne, Portugal)	Max.	10,5 %	12,5 %	10,7 %
	Min.	5,8 %	6,5 %	5,9 %
	Moy. pondérée	6,9 %	7,7 %	6,7 %
Europe centrale (Hongrie, Pologne, République tchèque)	Max.	11,4 %	12,8 %	11,6 %
	Min.	5,7 %	7,0 %	5,7 %
	Moy. pondérée	6,9 %	8,0 %	6,9 %
Scandinavie (Norvège, Suède, Danemark)	Max.	6,8 %	16,2 %	6,8 %
	Min.	5,0 %	7,3 %	5,0 %
	Moy. pondérée	5,4 %	8,1 %	5,4 %
Italie	Max.	13,3 %	16,0 %	13,3 %
	Min.	5,8 %	6,9 %	5,8 %
	Moy. pondérée	6,4 %	7,4 %	6,5 %
Autres pays (Grèce, Slovaquie)	Max.	10,8 %	14,3 %	10,8 %
	Min.	9,3 %	10,6 %	9,3 %
	Moy. pondérée	9,9 %	11,4 %	9,9 %

⁽¹⁾ Taux utilisé pour actualiser les flux futurs de trésorerie.

⁽²⁾ Taux utilisé pour capitaliser les revenus en année de sortie pour calculer la valeur de sortie de l'actif.

Extrait du Document de référence 2014 – Klépierre

2.1.6. IFRS 13 : Tests de sensibilité



Scénarii de tests de sensibilité des valeurs d'expertises aux variations des taux de rendement (en bps)

Scénario 1	+25	+50	+500	+50	+50	+25	+50*	+25
Scénario 2	-25	-50	-500	-50		-25	-50*	
Scénario 3		+100		+100				
Scénario 4		+150						

* Variation combinée à une variation des loyers de +/- 10 %

Les tests de sensibilité aux paramètres utilisés doivent être menés afin de mieux appréhender la volatilité sur les valeurs d'expertise obtenues.

Ainsi, huit foncières réalisent des tests de sensibilité des valeurs d'expertises aux variations des taux de rendement. Le nombre de scénarii de stress restent toutefois très différents d'une foncière à l'autre. L'Autorité des Marchés Financiers (AMF) recommande également de soumettre à des tests de sensibilité les paramètres « valeur locative » ainsi que « taux d'occupation ».

Pour les foncières au coût amorti, 1 foncière sur 2 présente les résultats de son test de sensibilité.

Ainsi dans l'hypothèse de loyers d'expertise annuels de 161 millions d'euros et d'un taux de capitalisation de 5,6 % :

- l'incidence d'une diminution de 0,5 % de ce taux et la variation à la hausse de 10 % des loyers d'expertise aurait un impact de + 602,3 millions d'euros ;
- l'incidence d'une diminution de 0,5 % de ce taux et la variation à la baisse de 10 % des loyers d'expertise aurait un impact de - 33,3 millions d'euros ;

- l'incidence d'une augmentation de 0,5 % de ce taux et la variation à la hausse de 10 % des loyers d'expertise aurait un impact de + 27,9 millions d'euros ;
- l'incidence d'une augmentation de 0,5 % de ce taux et la variation à la baisse de 10 % des loyers d'expertise aurait un impact de - 503,3 millions d'euros.

Les honoraires comptabilisés à Mercialis au titre des travaux d'expertises détaillés cidessus s'élèvent à 165 milliers d'euros au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2014.

Extrait du Document de référence 2014 – Mercialis

2.2. Tableau de variation des immeubles de placement

La communication du panel est complète en matière de variation des immeubles de placement. Néanmoins, l'EPRA préconise une différenciation au niveau du poste « augmentation » en ventilant les différents types d'entrées suivants :

- les acquisitions ;
- les dépenses ;
- le groupement d'entreprises.

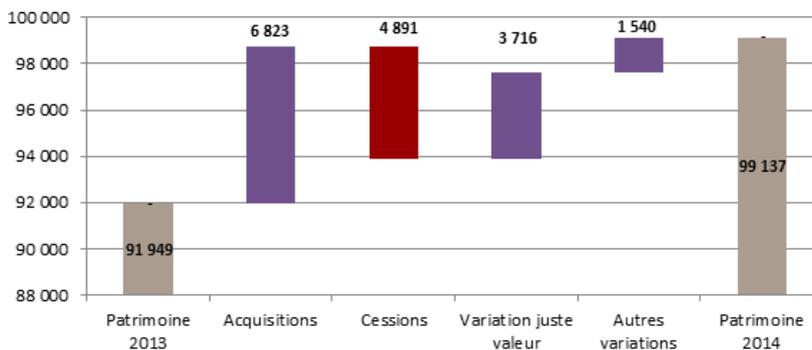
Le détail des augmentations n'est pas systématiquement fourni par les foncières du panel :

	Gecina	Icade	Klépierre	Unibail Rodamco	Foncière des régions	Altablea Cogedim	Mercialys	Société Foncière Lyonnaise	Eurosic	Foncière de Paris	British Land	Intu Properties	Hammerson	Land Securities	Corio
Augmentations	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Acquisitions	•														
Dépenses			•					•		•		•	•	•	•
Groupements d'entreprises		•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Sorties	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Amortissements	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Dépréciations															
Transferts de juste valeur	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Transferts de catégorie	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•

2.2.1. Foncières ayant opté pour le modèle de la juste valeur

Le tableau de valorisation suivant présente la variation de valeur du patrimoine au cours de l'exercice 2014 des foncières ayant opté pour le modèle de la juste valeur :

Juste valeur en millions d'euros



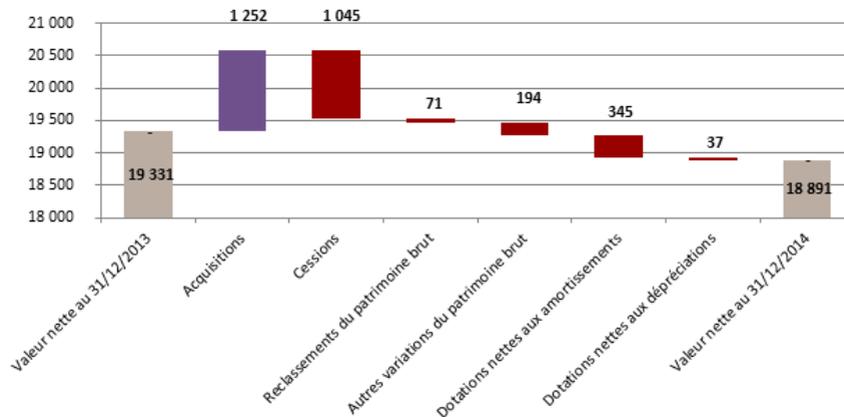
Le portefeuille des foncières est majoritairement pondéré par des actifs *prime* du fait de leur politique de recentrage, ce qui laisse naturellement apparaître une variation positive de la juste valeur des immeubles de placement (+4%). Cette hausse de juste valeur s'explique aussi mécaniquement par la baisse des taux d'intérêt. À titre d'exemple, l'Obligation Assimilable du Trésor (OAT) 10 ans est passé de 2,5% en 2013 à 0,9% en 2014.

Les autres variations concernent principalement les capex.

Les foncières à la juste valeur sont en position d'investisseurs nets en 2014, avec des acquisitions d'actifs pour un montant de 6,8 milliards d'euros. Deux des onze foncières ayant opté pour la juste valeur sont en position nette de désinvestissement en 2014.

2.2.2. Foncières ayant opté pour le modèle du coût amorti

VNC en millions d'euros



Les foncières suivant le modèle du coût amorti sont également en situation d'investissements nets sur 2014. On observe également des dotations nettes aux dépréciations ce qui montre la difficulté rencontrée par les foncières sur des actifs dits « secondaires ». Paradoxalement, le modèle du coût amorti « force » les foncières ayant opté pour ce modèle à faire un focus sur leurs actifs plus sensibles. 50% du panel est en position nette de désinvestissement en 2014.

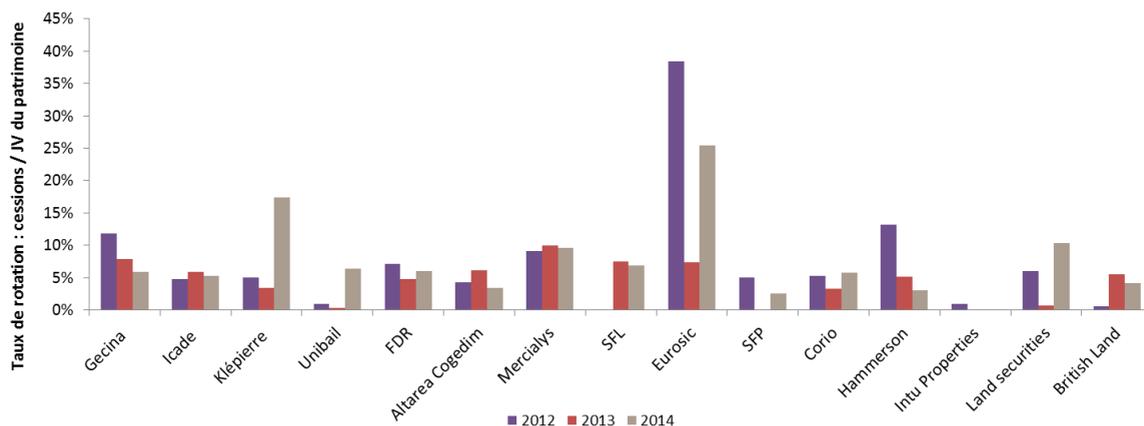
2.3. Actifs en vente

2.3.1. Faits générateur du classement selon IFRS 5

	Gecina	Icade	Klépierre	Unibail Rodamco	Foncière des régions	Altea Cogedim	Mercialys	Société Foncière Lyonnaise	Intu Properties	Hammerson	Corio	British Land	Land Securities	Foncière de Paris	Eurosic
Promesse de vente	•		•		•	•								•	•
Mandat de vente			•				•								
Décision du comité de direction	•	•			•	•	•							•	
Non précisé				•				•	•	•	•	•			

Seules les foncières françaises isolent au bilan les immeubles en arbitrage sur une ligne spécifique. Les critères de classification restent hétérogènes au sein du panel. Les foncières anglaises, quant à elles, semblent réserver l'application de cette norme aux activités abandonnées.

2.3.2. Taux de rotation des actifs sur les trois derniers exercices



Sur le panel, le taux de rotation s'élève en moyenne à 7% en 2014 contre 3% en 2013. Le marché des investissements a été marqué par des transactions de plus de 500 millions d'euros, avec notamment la cession de Beaugrenelle par Gecina ou la cession de centres commerciaux Klépierre et Unibail-Rodamco.

1.9. Actifs non courants détenus en vue de la vente et activités abandonnées

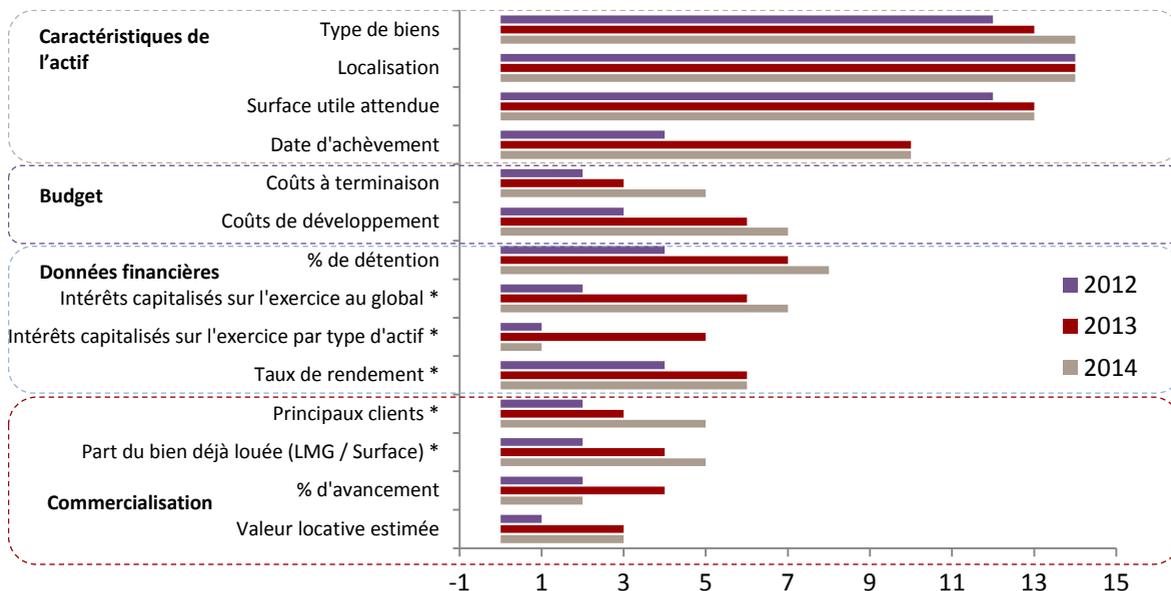
Conformément à la norme IFRS 5, un actif non courant est classé en « actif détenu en vue de la vente » si sa valeur comptable est recouvrée principalement par le biais d'une transaction de vente plutôt que par l'utilisation continue.

Tel est le cas si l'actif est disponible en vue de la vente immédiate dans son état actuel sous réserve uniquement des conditions qui sont habituelles et coutumières pour la vente de tels actifs et si sa vente est hautement probable.

Extrait du Document de référence 2014 – Altarea-Cogedim

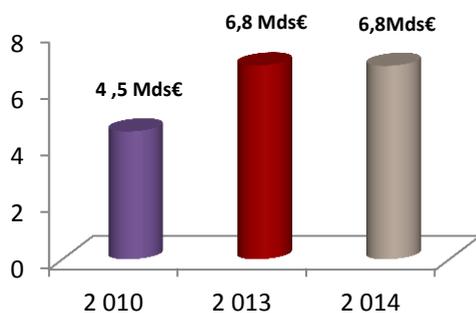
2.4. Actifs en développement

Au regard des recommandations de l'EPRA, le niveau d'information sur les actifs en développement reste hétérogène.



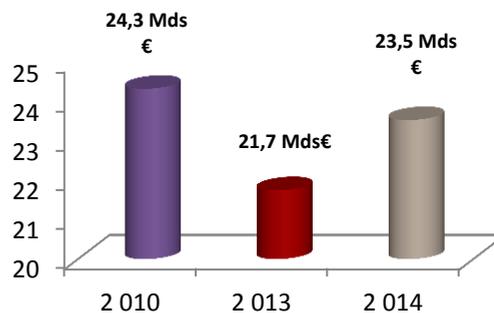
On observe une décroissance sur la communication des critères EPRA à mesure que ceux-ci deviennent de plus en plus stratégiques. Cependant, ces indicateurs restent très prisés des investisseurs afin d'appréhender l'évolution de l'ANR des foncières.

Actifs en développement



Panel: 12 foncières

Pipeline*



** Engagements à terminaison non comptabilisés à date
Panel: 9 foncières*

Les actifs en développement constituent les immobilisations engagées à date, tandis que le pipeline représente les montants non-encore engagés.

En 2014, 11 foncières sur 15 communiquent sur le montant global de leur pipeline, mais le niveau de communication reste très hétérogène d'une foncière à l'autre, notamment en ce qui concerne le niveau de sécurisation du pipeline.

Exemple de communication sur le pipeline :

DEVELOPMENT PIPELINE

Development pipeline financial summary

Table 98

	Cumulative movements on the development programme to 31 March 2014						Total scheme details ¹				Valuation surplus for the year ended 31 March 2014 ² £m
	Market value at start of scheme £m	Capital expenditure incurred to date £m	Capitalised interest to date £m	Valuation surplus to date ³ £m	Disposals, SIC ² rent and other adjustments £m	Market value at 31 March 2014 £m	Estimated total capital expenditure ⁴ £m	Estimated total capitalised interest £m	Estimated total development cost ⁵ £m	Net income/ ERV ⁶ £m	
Developments let and transferred or sold											
Shopping centres and shops	97.5	304.5	22.6	142.2	18.8	585.6	300.8	22.6	420.9	34.1	16.4
Retail warehouses and food stores	15.5	38.6	1.3	15.1	(22.5)	48.0	35.5	1.3	39.3	2.6	8.8
London Portfolio	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	113.0	343.1	23.9	157.3	(3.7)	633.6	336.3	23.9	460.2	36.7	25.2
Developments after practical completion, approved or in progress											
Shopping centres and shops	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Retail warehouses and food stores	18.0	9.2	0.2	9.1	-	36.5	20.8	0.4	39.2	2.7	4.8
London Portfolio	551.4	485.9	31.9	496.6	(85.2)	1,480.6	919.8	70.8	1,542.0	136.7	277.9
	569.4	495.1	32.1	505.7	(85.2)	1,517.1	940.6	71.2	1,581.2	139.4	282.7

Extrait du Document de référence 2014 – Land Securities

2.2.3. Un portefeuille de projets de développement sécurisé et flexible

Le tableau ci-dessous présente l'évolution du portefeuille de développement depuis le 31 décembre 2013 par catégorie d'engagement :

(Mdt)	2014	2013
Projets « engagés » ⁽¹⁾	2,1	2,2
Projets « contrôlés » ⁽²⁾	4,3	3,7
Projets « exclusifs » ⁽³⁾	1,5	1,1
TOTAL PROJETS DE DÉVELOPPEMENT CONSOLIDÉS	8,0	6,9

Des écarts dans les sommes peuvent exister du fait des arrondis.

(1) Projets « engagés » : projets en construction, pour lesquels Unibail-Rodamco est propriétaire du foncier ou des droits à construire et pour lesquels toutes les autorisations administratives et tous les permis ont été obtenus.

(2) Projets « contrôlés » : projets pour lesquels les études sont très avancées et Unibail-Rodamco contrôle le foncier ou des droits à construire, mais où toutes les autorisations administratives n'ont pas encore été obtenues.

(3) Projets « exclusifs » : projets pour lesquels Unibail-Rodamco détient l'exclusivité mais pour lesquels les négociations pour les droits à construire ou la définition du projet sont toujours en cours.

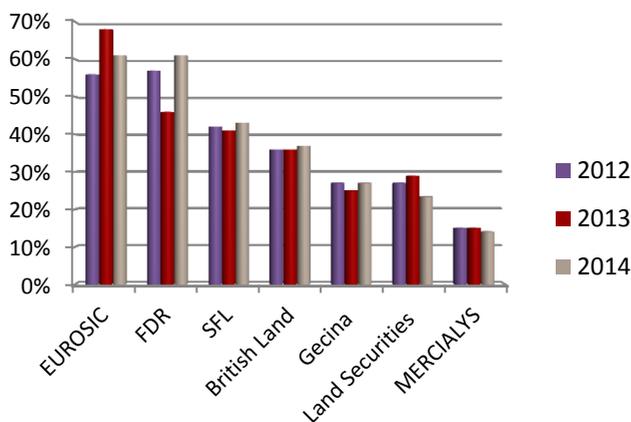
Extrait du Document de référence 2014 – Unibail-Rodamco

2.5. Concentration des locataires

	Corio	Hammerson	Klépierre	Unibail R.	FDR	British Land	Gecina	Icade	Land Securities	SFL	Intu Properties	Mercialis	Atarea	Cogedim	Eurosic	Foncière de Paris
Part des loyers des 10 premiers locataires	NC	NC	NC	NC	61%	37%	27%	44%	23%	43%	NC	14%	NC	64%	NC	NC
Nb de clients représentant plus de 5% des loyers	NC	NC	NC	NC	4	3	1	NC	0	NC	NC	NC	NC	NC	NC	NC
Liste nominative des principaux locataires	NC	NC	NC	NC	Top 17	Top 10	Top 20	NC	Top 12	NC	NC	NC	NC	Top 10	Top 20*	NC

* non nominatif

Part des loyers des 10 premiers



60% des foncières communiquent sur la part des loyers que représentent leurs principaux locataires.

Il s'agit principalement de foncières orientées bureaux (moins de locataires, induisant plus de dépendance).

1/3 des foncières fournissent la liste nominative des principaux locataires, notamment les centres commerciaux (enseignes renommées, etc.)

Le poids des 10 principaux clients varie de manière importante selon la typologie de la foncière ce qui traduit une réelle diversité en terme de stratégie.

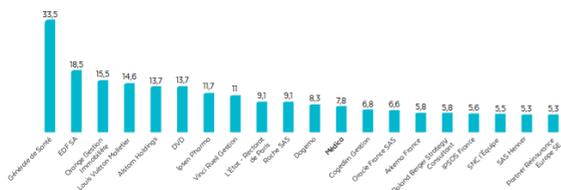
La qualité de l'information transmise est satisfaisante.

Ci-dessous, deux exemples de communication sur la concentration des locataires :

Les 20 premiers locataires de Gecina représentent, en 2014, 38 % des revenus locatifs annualisés de l'ensemble du Groupe.

Les 10 premiers locataires représentent pour leur part 27 % des revenus locatifs annualisés de l'ensemble du Groupe.

LOYER DES PRINCIPAUX LOCATAIRES (EN MILLIONS D'EUROS)



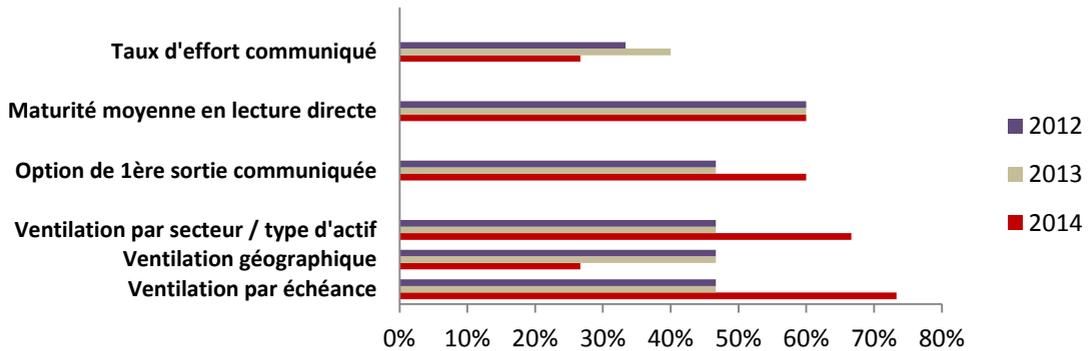
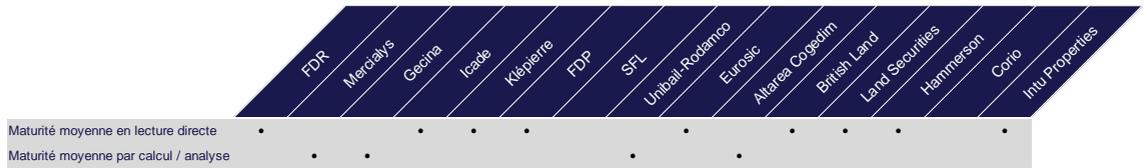
Extrait du Document de référence 2014 – Gecina

HIGH-QUALITY OCCUPIERS TOP 10

	% Rent
Tesco	7.7
Sainsbury's	6.0
Debenhams	5.8
UBS	3.2
Home Retail Group	2.7
Kingfisher (B&Q)	2.7
HM Government	2.5
Next plc	2.4
Virgin Active	2.0
Arcadia Group	2.0

Extrait du Document de référence 2014 – British Land

2.6. Durée résiduelle moyenne des baux



Estimated retailer sales in our centres were up 3.1 per cent in the second half of 2014 giving a year-on-year increase of 2.5 per cent. The ratio of rents to estimated sales for standard units reduced in the year to 12.5 per cent, continuing the trend of the previous few years.

Extrait du Document de référence 2014 – Intu Properties

Communication de foncières sur la durée résiduelle moyenne des baux :

1.5.2.1. Échéancier des loyers annualisés : 7,9 années de durée résiduelle des baux (5,8 années fermes) pour les activités tertiaires

(M€) ⁽¹⁾	Par date de 1 ^{re} option de sortie de bail	En % du total	Par date de fin de bail	En % du total
2015	31,6	8%	21,9	5%
2016	29,4	7%	2,6	1%
2017	39,7	9%	25,9	6%
2018	43,7	10%	30,0	7%
2019	47,1	11%	45,0	11%
2020	30,0	7%	30,0	7%
2021	76,1	18%	37,0	9%
2022	33,9	8%	37,8	9%
2023	35,6	8%	45,4	11%
2024	6,7	2%	9,2	2%
Au-delà	46,2	11%	135,2	32%
TOTAL	419,9	100%	419,9	100%

⁽¹⁾ Hors Résidentiel et Logistique.

Extrait du Document de référence 2014 – Foncière des Régions

Table Fig 84
Lease expiries and breaks as at 31 December 2014

Proportionally consolidated excluding premium outlets	Rents passing that expire/break in			ERV of leases that expire/break in			Weighted average unexpired lease term	
	2015 £m	2016 £m	2017 £m	2015 £m	2016 £m	2017 £m	to break years	to expiry years
Notes	1	1	1	2	2	2		
United Kingdom								
Shopping centres	21.8	7.9	8.9	26.9	7.5	9.1	6.5	8.2
Retail parks	7.7	1.0	2.0	8.1	1.1	1.9	8.8	9.8
Other	3.4	0.7	0.9	4.2	0.6	0.9	7.0	8.3
Total	32.9	9.6	11.8	39.2	9.2	11.9	7.4	8.8
France	13.8	4.4	5.5	14.9	4.4	5.8	3.8	6.4
Total investment portfolio	46.7	14.0	17.3	54.1	13.6	17.7	6.3	8.1

Extrait du Document de référence 2014 – Hammerson

Réaction de Benoît FAURE-JARROSSON, Analyste financier chez Invest Securities

L'information sur le patrimoine est dense et complexe. De quelle manière appréhendez-vous l'ensemble de cette masse de données dans le cadre de vos analyses ?

« Il s'agit avant tout de regarder vers l'avenir. En ce sens, les indicateurs possédant les meilleures marges d'amélioration sont les taux de rendement et de vacance, qui pour l'heure sont présentés par les foncières sous leur meilleur jour (taux de rendement calculés uniquement sur les immeubles occupés, taux de vacances ne prenant pas en compte les restructurations). Nous sommes donc prudents sur ces critères pour lesquels des zones d'ombre planent encore, car ceux-ci rendent la communication très hétérogène. »

Matinale Mazars - Communication financière des foncières en Europe – 2 juin 2015



3. STRATÉGIES DE FINANCEMENT

3.1. LEVÉES DE FINANCEMENT

3.2. STRUCTURE DE L'ENDETTEMENT

3.3. ANALYSE DES SPREADS DES ÉMISSIONS OBLIGATAIRES

3.4. ÉVOLUTION DU RATIO LTV

3.5. COÛT MOYEN DE LA DETTE

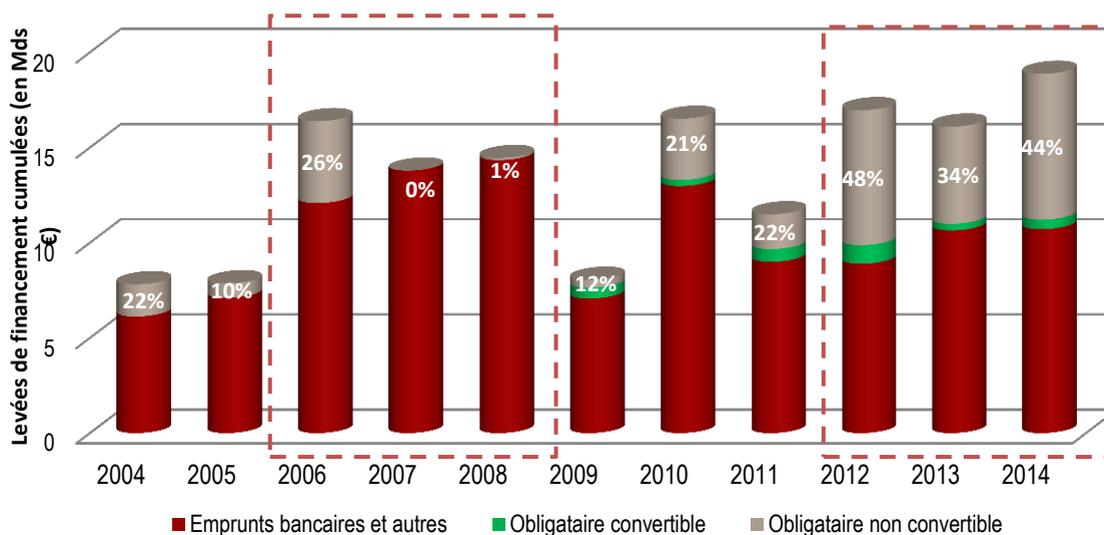
3.6. TAUX DE COUVERTURE MOYEN

3.7. COMMUNICATION SUR LES DÉRIVÉS DE COUVERTURE

Si le thème du financement occupe une partie moindre dans la communication financière en 2014, il n'en reste pas moins que le contexte de taux bas a favorisé un nombre important d'émissions d'emprunts au cours de l'exercice. L'analyse historique du financement des foncières de notre étude conserve cette année encore son aspect incontournable.

3.1. Levées de financement

Les niveaux d'émissions en 2014 sont restés élevés, s'inscrivant dans la continuité de la tendance des exercices 2012 et 2013.

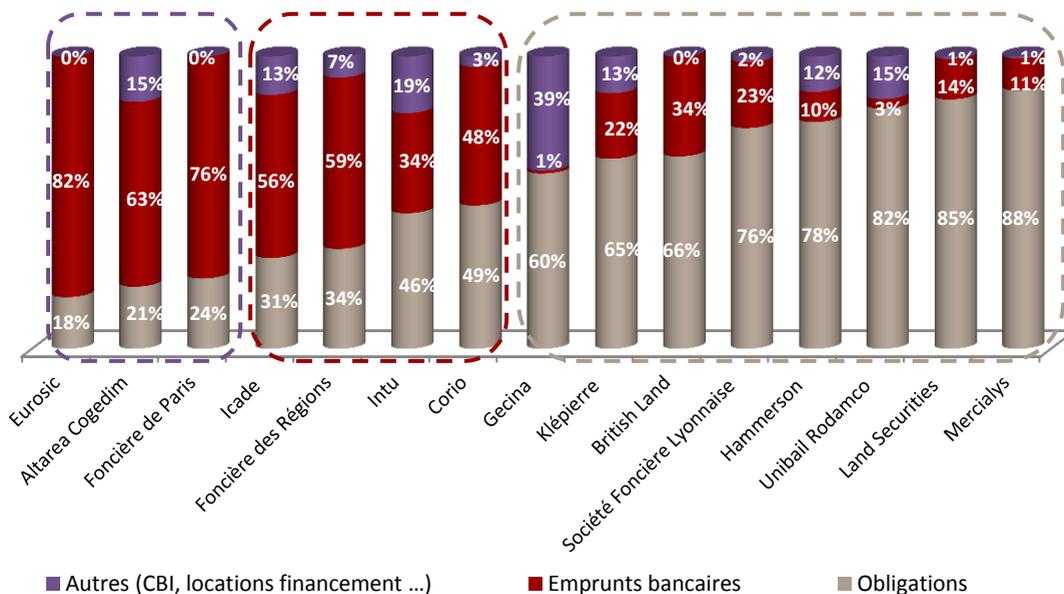


On observe deux grandes périodes de levées de financement s'étalant sur 7 ans, soit la durée d'émission classique d'une foncière. Ainsi, les émissions sur ces trois dernières années (+50% entre 2013 et 2014 pour les dettes obligataires) ont été réalisées sous l'impulsion d'un effet d'opportunité, induit par le contexte de taux bas, combiné à un besoin structurel de refinancement.

3.2. Structure de l'endettement

Structure de l'endettement des foncières

La composition du portefeuille de dette des foncières reste conditionnée par leur accès aux sources de financement. On distingue ainsi 3 groupes de foncières :



- Part obligataire > 60%
- Part obligataire entre 30% et 50%
- Part obligataire < à 30%

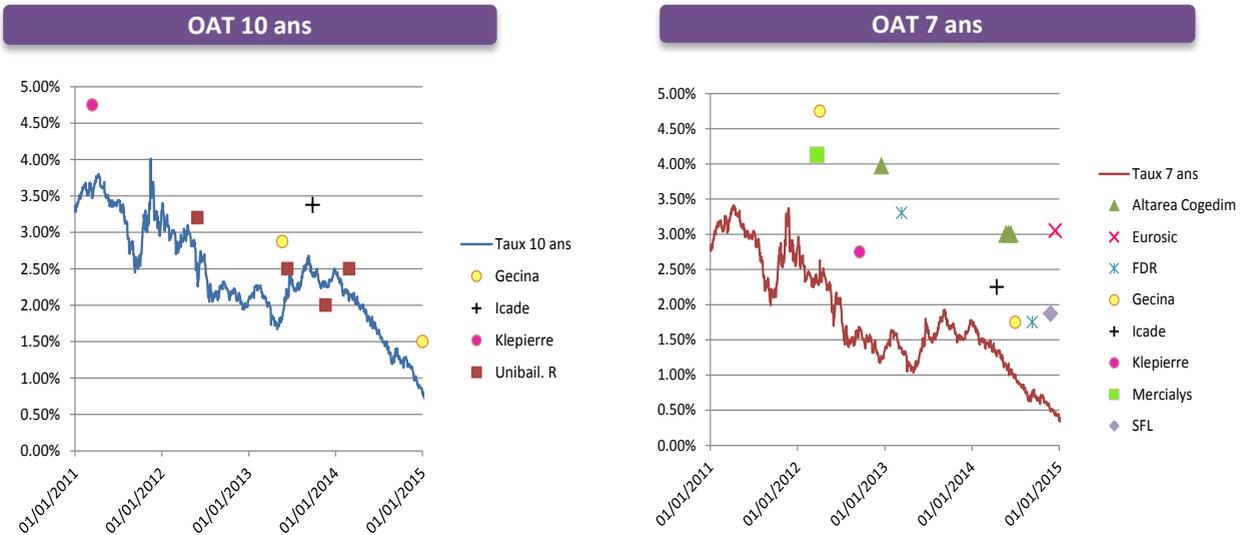


L'accès des foncières au marché de l'emprunt est directement corrélé par leur capitalisation boursière, ainsi que par le patrimoine dont elles disposent (cause naturelle du besoin de financement).

De manière générale, les foncières dont la part obligataire n'excède pas 30% ont une capitalisation boursière inférieure à 2 Mds€. De même que celles dont la part est comprise entre 30% et 50% ont une capitalisation boursière inférieure à 5 Mds€.

Mercialys et SFL font toutefois figures d'exception, avec un accès très confortable au marché malgré des capitalisations boursières de l'ordre de 1,7 Mds€.

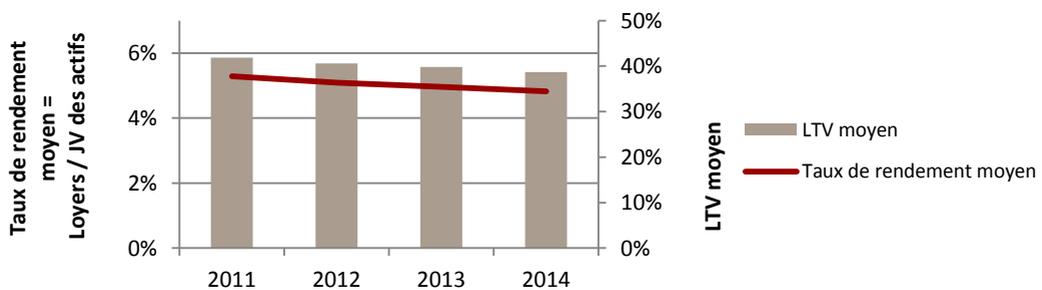
3.3. Analyse des spreads des émissions obligataires



Dans un contexte de taux bas, ce sont les foncières les mieux notées qui ont bénéficié d'une baisse des spreads. Sur les dernières émissions à 7 ou 10 ans, on note un écartement des spreads en fonction des notations.

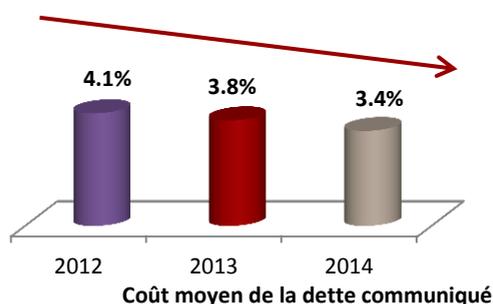
3.4. Évolution du ratio LTV

L'ensemble des foncières du panel communique de manière satisfaisante sur le ratio LTV (Loan To Value).



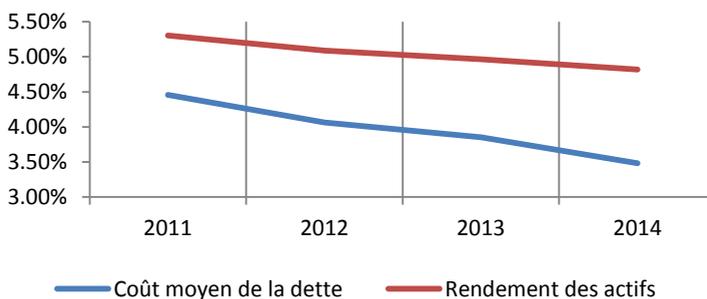
On observe une décroissance du ratio LTV, accompagnée d'une décroissance du taux de rendement des actifs. Les foncières ont profité de ce contexte de taux bas pour abaisser le taux de la dette et recharger un effet de levier dans leur bilan, puisque la diminution du ratio est inférieure à l'augmentation de la valeur des actifs.

3.5. Coût moyen de la dette



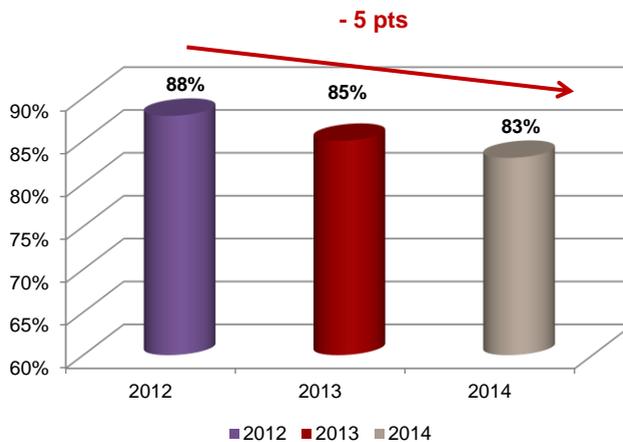
La baisse des taux pratiquée sur le marché a mécaniquement entraîné une diminution du coût de la dette de **l'ensemble** foncières.

De plus, les foncières anglaises enregistrent un coût de la dette plus important que les foncières françaises. En effet, celles-ci ont recours à des financements beaucoup plus long terme que les foncières françaises, avec des maturités pouvant aller jusqu'à 30 ans.



Cette baisse du coût de la dette a toutefois été suivie d'une baisse continue du taux de rendement des actifs. Ainsi, les conditions plus favorables du marché ont avant tout permis aux foncières de conserver leurs marges.

3.6. Taux moyen de couverture



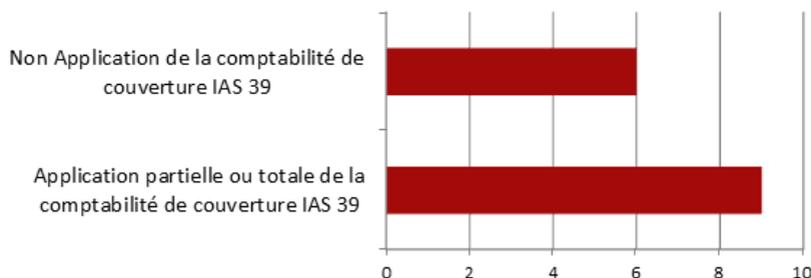
Les récentes émissions d'emprunt ayant été réalisées à taux fixe, on observe de ce fait une baisse du taux de couverture depuis 2012.

Le comportement des acteurs du marché reste toutefois très nuancé :

- la baisse du taux global de couverture a pu s'opérer suite à d'importantes émissions à taux fixes réalisées par seulement 3 foncières ;
- 8 foncières ont bel et bien réaugmenté leur taux de couverture, notamment pour figer les niveaux relativement faibles atteints par des emprunts à taux variables.

Les taux de couverture des foncières restent cependant très élevés, oscillant entre 65% et 97%.

3.7. Communication sur les dérivés de couverture



La stratégie de macrocouverture des foncières ne permet pas d'adosser un instrument de couverture avec un actif spécifique.

Toutefois, la comptabilité de couverture est appliquée (au moins partiellement) sur 9 des 15 foncières du panel. Cette application partielle ne permet pas de cerner quels sont les éléments faisant l'objet de couverture.

Réaction de Benoît FAURE-JARROSSON, Analyste financier chez Invest Securities

Comment jugez-vous la qualité de l'information des foncières autour de leur politique de couverture ?

« Les foncières indiquent bien un taux de couverture, mais sa signification est souvent délicate à appréhender, tant en termes de durée que d'efficacité de couverture et de nature du produit dérivé souscrit.

De plus, la baisse des taux engage les foncières à se délester de leurs instruments de couverture. Les frais de résiliation n'impactent pas le résultat récurrent alors que les bénéfices engendrés par la baisse des taux sont bien visibles. Cette asymétrie perturbe l'interprétation de l'information communiquée ».

Matinale Mazars - Communication financière des foncières en Europe – 2 juin 2015

CONCLUSION

Si nous constatons une continuité dans le processus de standardisation de la communication des foncières du panel, certains thèmes restent encore sujets à interprétation. À cet effet, les libertés laissées aux acteurs du marché de l'immobilier obligent les investisseurs à appréhender l'ensemble de ces données avec recul.

Les conditions favorables de marché ont permis, cette année encore, un ajustement à la hausse des valeurs d'actifs et un abaissement du coût de la dette des foncières résultant d'une restructuration progressive de leur financement. L'emprunt obligataire poursuit son essor au sein des portefeuilles de dettes, permettant un accès aux liquidités plus sécurisé. À cet effet, les foncières ont pu opérer un recentrage de leur patrimoine autour de core-assets.

Les augmentations de valeur d'actifs et l'économie liée à la baisse du coût de la dette se traduisent dans une situation de surcote sur ANR pour de nombreuses foncières. Il reste toutefois difficile de se prononcer sur l'ampleur de ces effets et sur leur délai de réalisation.

Enfin, la faiblesse de la communication sur les opérations en pipeline ne permet pas de valoriser cet élément directement. Cette attente légitime sera peut être satisfaite en 2015, lorsque les opérations de refinancement seront achevées ?



Retrouvez la version
électronique sur notre site web
en flashant ce QR code



Mazars est présent sur les 5 continents.

CONTACTS

Mazars

Secteur Immobilier

Baptiste Kalasz

Associé, Responsable de la filière « Foncières » au sein du Secteur Immobilier

baptiste.kalasz@mazars.fr

Tél. : (+33) (0) 1 49 97 67 75

Pierre-Henry Pouchelon

Manager

pierre-henry.pouchelon@mazars.fr

Tél. : (+33) (0) 1 49 97 68 06

Johan Rodriguez

Manager

johan.rodriguez@mazars.fr

Tél. : (+33) (0) 1 49 97 35 92

Mazars

61 rue Henri Regnault

92075 La Défense Cedex

Tél. : (+33) (0) 1 49 97 60 00

Fax : (+33) (0) 1 49 97 60 01

Plus d'informations sur www.mazars.fr