

COMMUNICATION FINANCIÈRE DES FONCIÈRES COTÉES

AU 31 DÉCEMBRE 2015



Etude | Baromètre | Avis d'experts | Note de synthèse | Newsletter

SOMMAIRE

INTRODUCTION

1. POSITIONNEMENT DES FONCIÈRES ET INDICATEURS-CLÉS DE PERFORMANCE

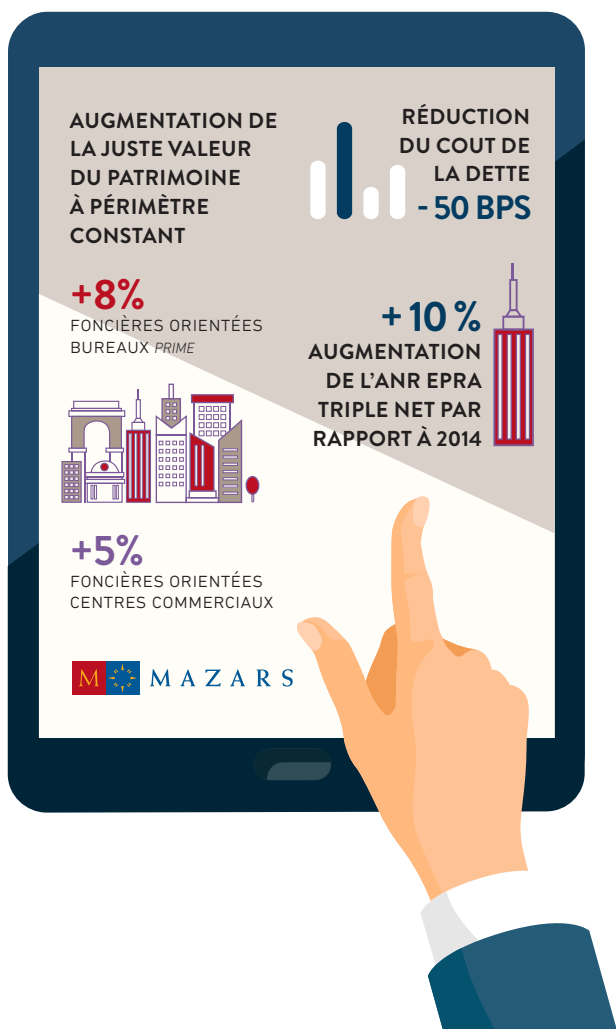
2. COMMUNICATION FINANCIÈRE AUTOUR DU PATRIMOINE

3. STRATÉGIES DE FINANCEMENT

CONCLUSION

MAZARS EST UNE ORGANISATION INTERNATIONALE, INTÉGRÉE ET INDÉPENDANTE, SPÉCIALISÉE DANS L'AUDIT, LE CONSEIL ET LES SERVICES COMPTABLES, FISCAUX ET JURIDIQUES. **AU 1^{ER} JANVIER 2016**, MAZARS FÉDÈRE LES EXPERTISES DE PLUS DE **17000 PROFESSIONNELS** ET SERT SES CLIENTS – GRANDS GROUPES INTERNATIONAUX, PME, INVESTISSEURS PRIVÉS ET ORGANISMES PUBLICS – DANS LES **77 PAYS** DE SON PARTNERSHIP INTÉGRÉ.

INTRODUCTION



2015 restera une année de très bonne performance financière pour les foncières cotées européennes qui ont pu pleinement bénéficier du contexte de taux bas pour abaisser le coût de leur endettement. Avec la stabilité actuelle des loyers, notamment dans l'immobilier de bureaux, l'amélioration du résultat financier constitue le principal levier pour l'obtention de résultats récurrents en croissance.

En 2014, la communication du secteur avait été alimentée par les investissements, les cessions et les opérations d'ampleur réalisées chez les foncières *retail*. Le marché de l'investissement immobilier en France avait alors connu une année record avec 24 milliards d'euros investis, niveau non atteint depuis les années 2006 et 2007.

2015 a connu la même dynamique avec plus de 23 milliards d'euros investis. Sur 2016, les spécialistes prédisent des montants investis qui devraient une nouvelle fois dépasser la barre des 20 milliards d'euros.

La compression des taux d'intérêt conduit mécaniquement à une augmentation de la juste valeur du patrimoine détenu.

Notre étude a pour but d'analyser la communication financière d'un échantillon de foncières cotées européennes dans cet environnement particulier. Les constats dressés seront enrichis des réactions de Laurent Ternisien, Senior Advisor à l'EPRA, qui a participé à la Matinale Immobilier du 2 juin dernier.

En vous souhaitant une excellente lecture.

CHAMP DE L'ÉTUDE

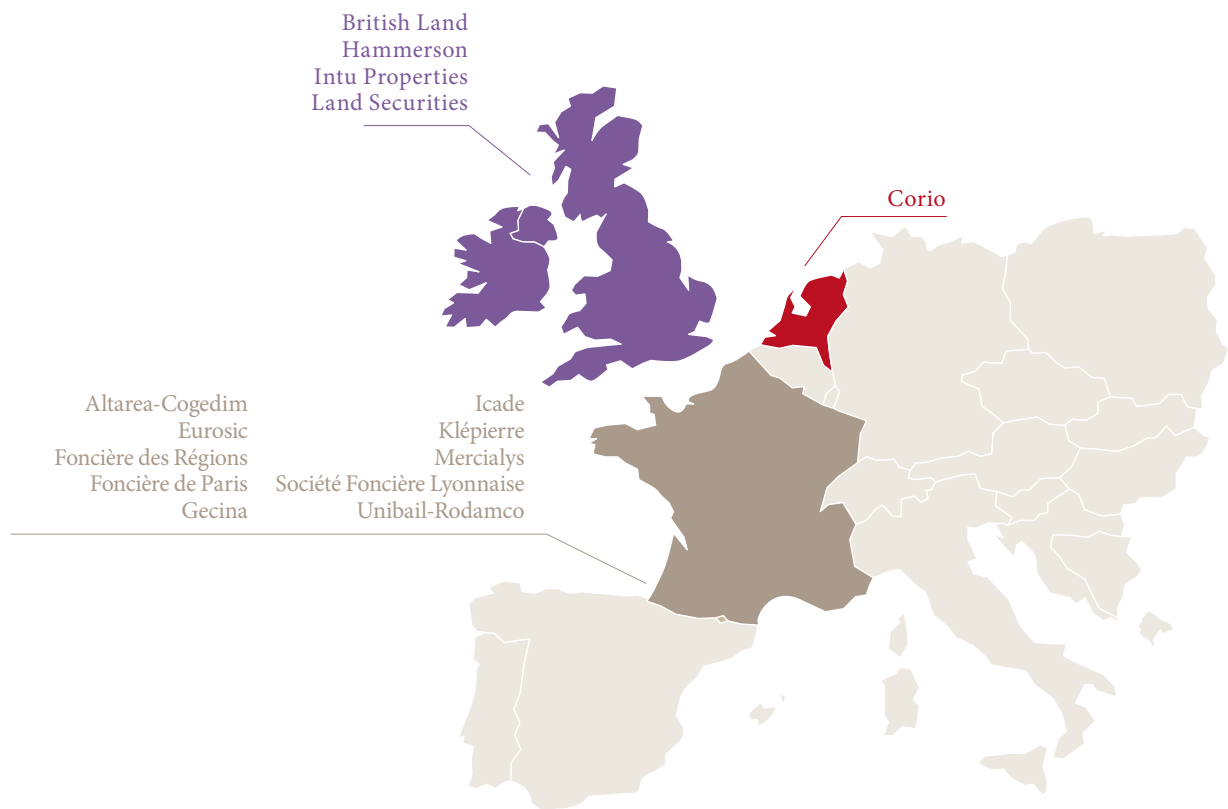
Dans la continuité de nos études précédentes, l'objectif de ce cahier est d'analyser l'information financière d'un panel européen de foncières cotées.

Pour cette 6^{ème} édition, nous avons analysé le positionnement d'un échantillon de foncières cotées et leur utilisation des indicateurs-clés de performance. Nous avons également étudié leur communication autour du patrimoine et des stratégies de financement.

Nous avons par ailleurs enrichi ce cahier technique d'un thème d'actualité : celui des enjeux autour de la reconnaissance des *goodwill* dans un contexte de concentration du marché des foncières cotées.

CONSTITUTION DU PANEL

Notre étude porte sur la communication financière de quinze foncières européennes cotées¹, dont les 10 premières françaises. Le panel est stable par rapport à notre édition précédente.



Notre étude se fonde sur les rapports annuels 2015 et communiqués de presse des sociétés du panel. Pour Land Securities et British Land, les résultats étudiés sont ceux du 31 mars 2015.

1 : À noter que Corio n'est présent que sur les données historiques.

DONNÉES-CLÉS DE CE PANEL

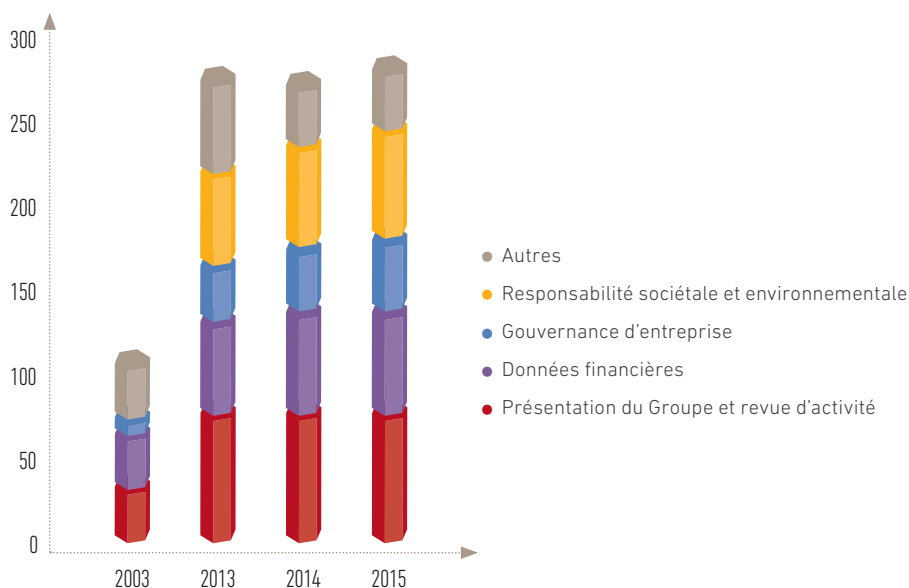


VOLUMÉTRIE MOYENNE ET STRUCTURE DES RAPPORTS ANNUELS DES FONCIÈRES

Après une forte hausse du volume des rapports annuels entre 2003 et 2013 (+137%), la tendance est à la stabilité avec un nombre moyen de 287 pages pour l'exercice 2015.

Le volume de la partie financière a plus que doublé entre 2003 et 2015. Les informations sur la Responsabilité Sociétale et Environnementale (RSE) représentent une part d'environ 20% en 2015. À noter enfin que les chapitres relatifs à l'activité du Groupe et à la gouvernance ont respectivement été multipliés par 2 et par 3 depuis 2003.

Avec la volumétrie et le contenu de ce document, c'est également toute la structure et la qualité visuelle de celui-ci qui ont été revues, passant d'un document financier réglementaire à un outil de communication permettant de véhiculer les grands axes de stratégie.



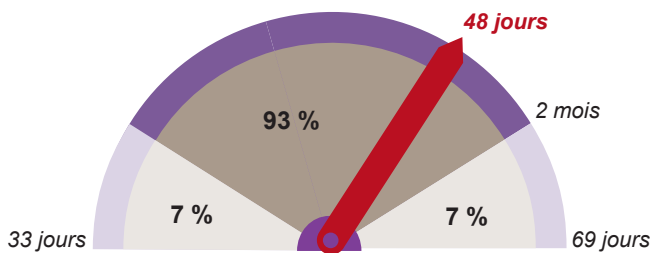
DÉLAIS DE PUBLICATION

Les quatorze foncières de notre panel ont publié leur communiqué de presse sur leurs résultats annuels dans un délai compris entre 33 et 69 jours, avec un délai moyen de 48 jours.

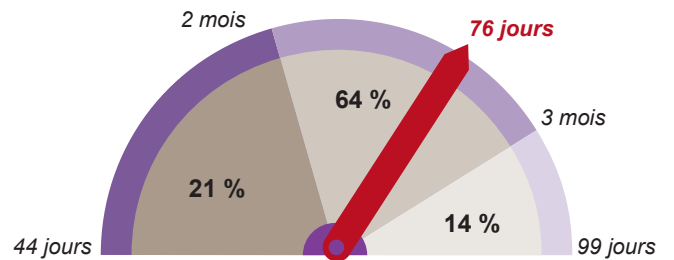
Le rapport annuel est lui publié dans un délai moyen de 76 jours avec de grandes disparités d'une foncière à l'autre.

Ces délais moyens restent très similaires à ceux des sociétés de l'indice STOXX Europe 50.

Délai de communication des résultats



Délai de publication de l'information réglementaire



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 ET INDICATEURS-CLÉS DE PERFORMANCE

- 1.1. Positionnement sectoriel et géographique
- 1.2. Évolution des capitalisations boursières
- 1.3. Structure de l'actionnariat et Distribution de dividendes
- 1.4. Décote / Surcote du cours de bourse par rapport à l'ANR
- 1.5. Actualités IFRS
- 1.6. Suivi des principaux indicateurs EPRA
- 1.7. Objectifs ou perspectives définis dans les communiqués de presse annuels

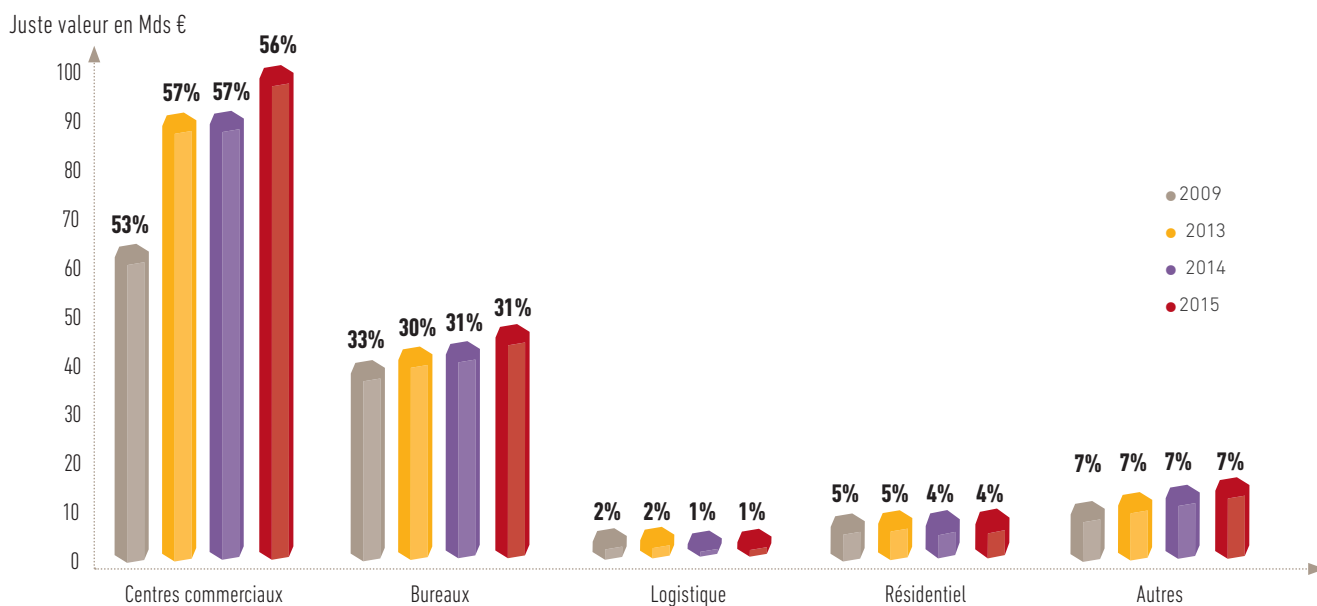


1.1. POSITIONNEMENT SECTORIEL ET GÉOGRAPHIQUE

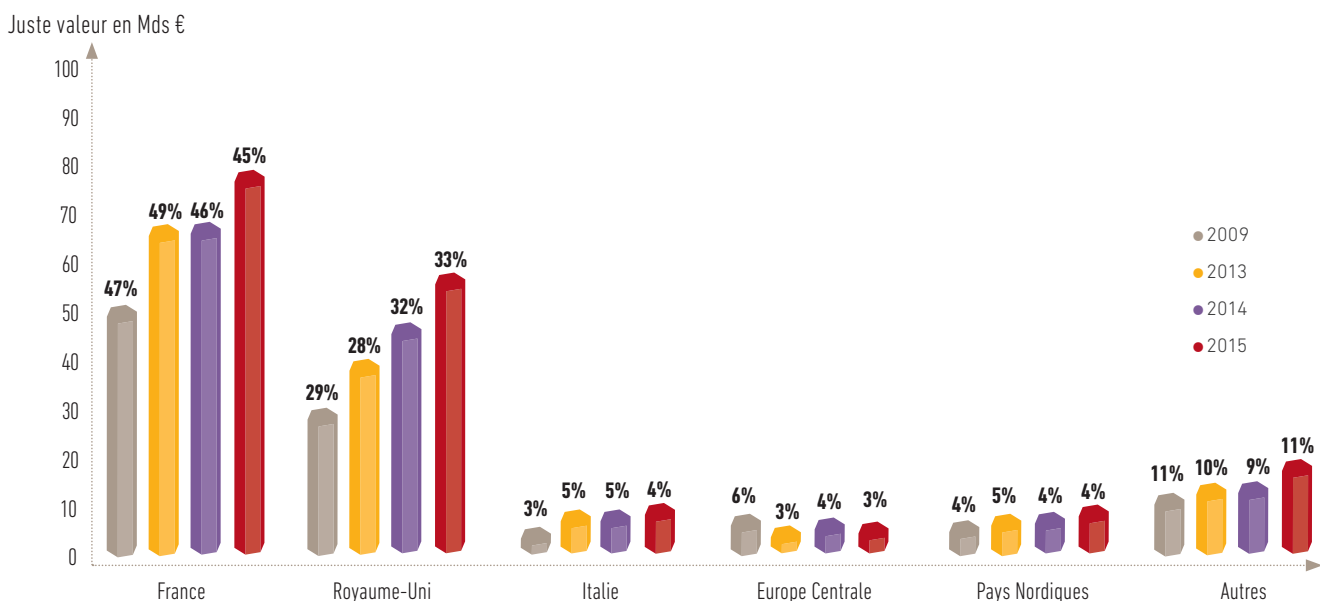
Évolution de la valeur du patrimoine par secteur

La norme IFRS² 8 « Secteurs opérationnels » vise à harmoniser l'information sectorielle fournie dans la communication financière. Une société doit ainsi fournir des informations qui permettent d'évaluer la nature et les effets financiers des activités auxquelles elle se livre et des environnements économiques dans lesquels elle opère.

Le graphique ci-dessous, présente l'évolution de la valeur du patrimoine par secteur depuis 2009, année de 1^{ère} application de la norme.



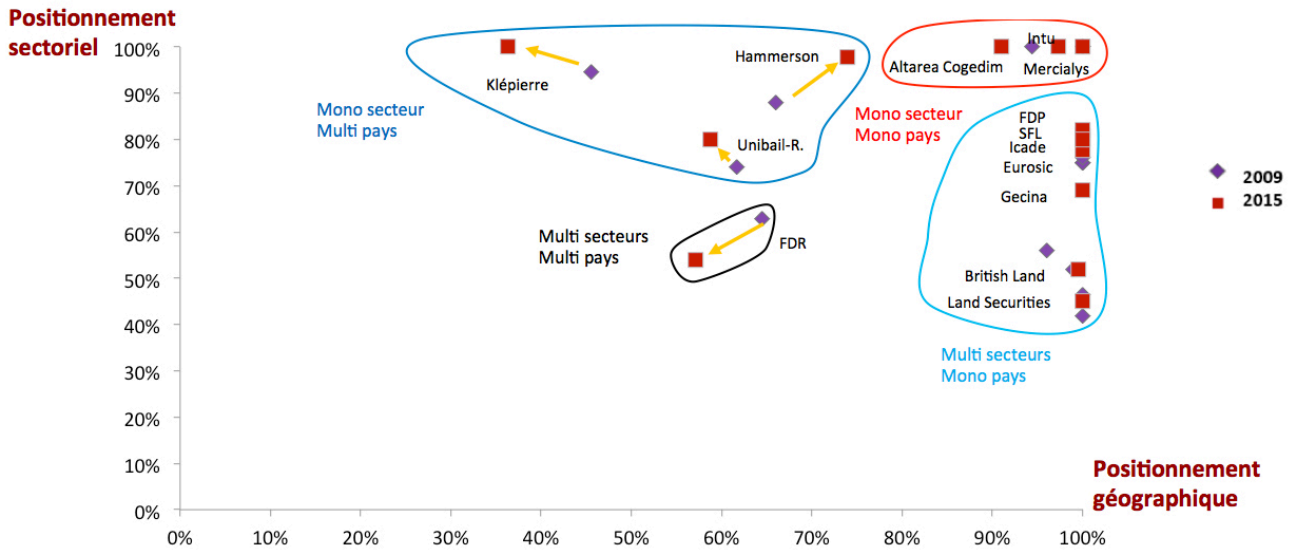
Le portefeuille du panel est majoritairement investi dans les centres commerciaux et les bureaux, avec une part de ces deux secteurs représentant 87% du patrimoine.



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

2 : International Financial Reporting Standards

Évolution du positionnement géographique et sectoriel



Ce graphique permet d'identifier le positionnement du panel suivant deux axes, un axe vertical représentant la prédominance d'un secteur et un axe horizontal représentant l'implantation au sein d'un pays ou d'une zone géographique.

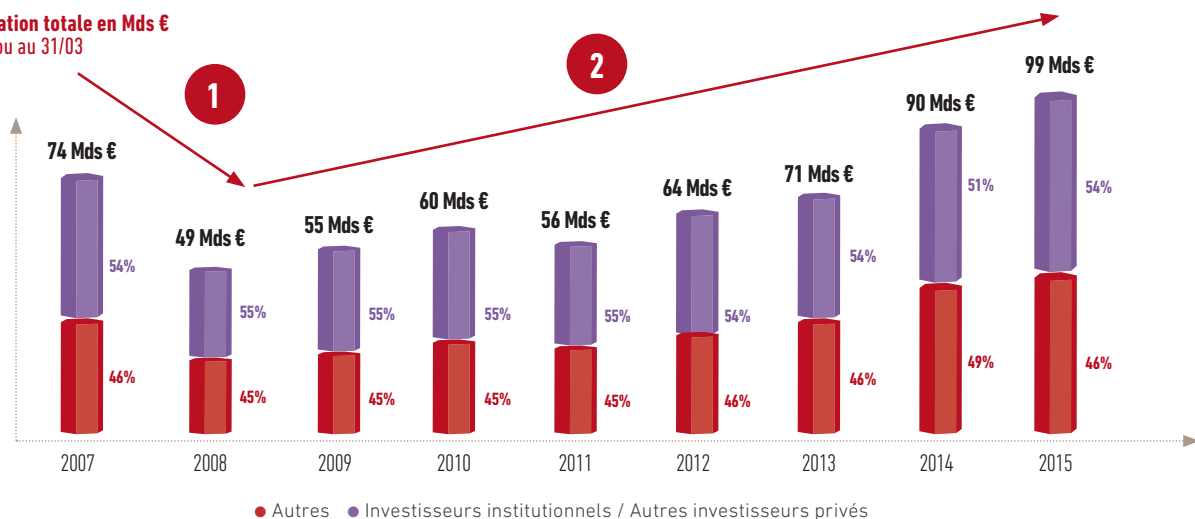
Quatre profils de foncières se dégagent, dont la composition est stable dans le temps :

- le profil **Mono-Secteur, Mono-Pays** dont font notamment partie Altarea-Cogedim, Mercialys et Intu ;
- le profil **Mono-Secteur, Multi-Pays** comme Klépierre, Unibail-Rodamco ou Hammerson qui détiennent des centres commerciaux dans plusieurs pays et qui ont davantage tendance à développer une stratégie de *pure player* ;
- 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.

1.2 ÉVOLUTION DES CAPITALISATIONS BOURSINIÈRES

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

Capitalisation totale en Mds €
Au 31/12 ou au 31/03

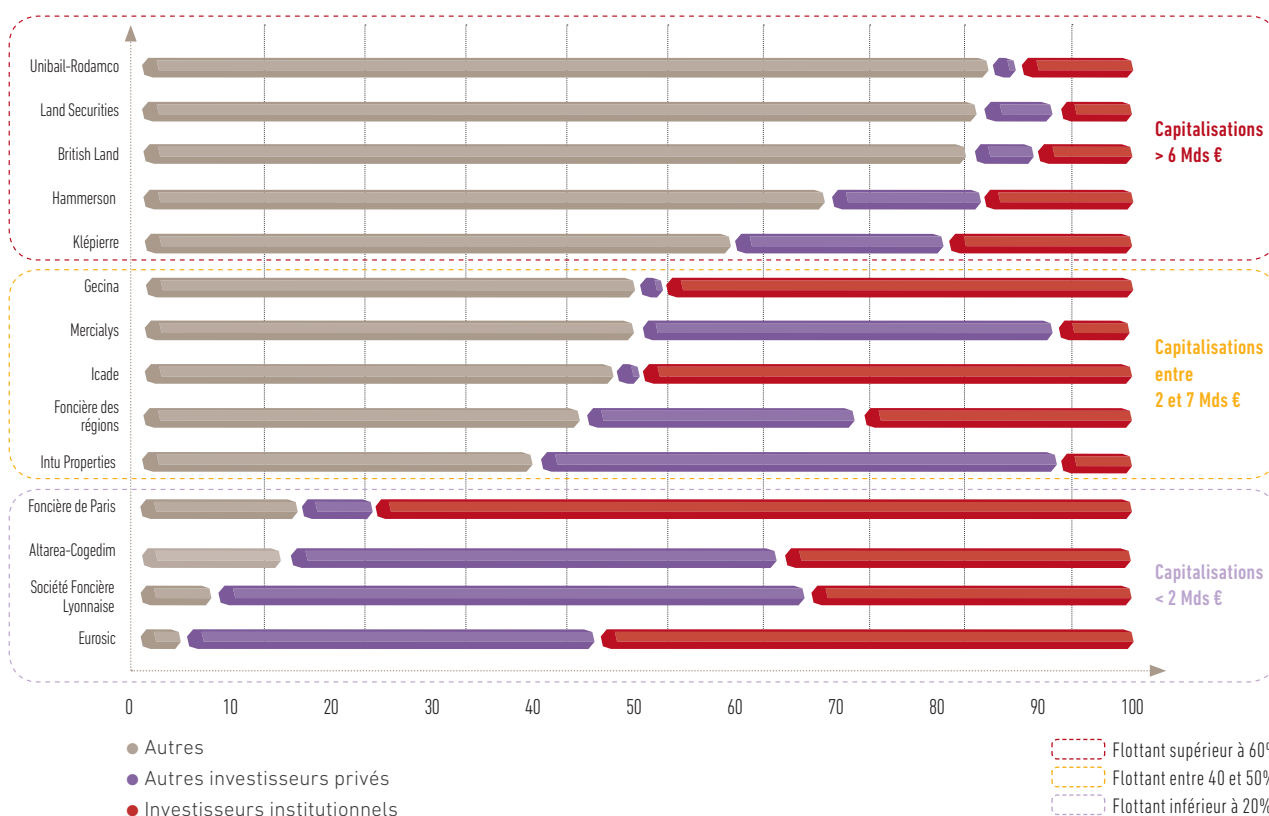


La 1^{ère} phase est marquée par la crise financière de 2007 provoquant un effondrement des capitalisations boursières du panel, avec un point bas atteint en 2008 à 49 milliards d'euros. Cette année-là, des foncières comme Corio, Foncière des régions ou encore Klépierre ont vu leur capitalisation boursière reculer de plus d'1 milliard d'euros.

La 2^{ème} phase voit une progression constante des capitalisations boursières, excepté un recul en 2011 lié à la crise des dettes souveraines, pour atteindre 99 milliards d'euros fin 2015, soit une hausse de 102% par rapport à 2008.

1.3 STRUCTURE DE L'ACTIONNARIAT ET DISTRIBUTION DE DIVIDENDES

Structure de l'actionnariat

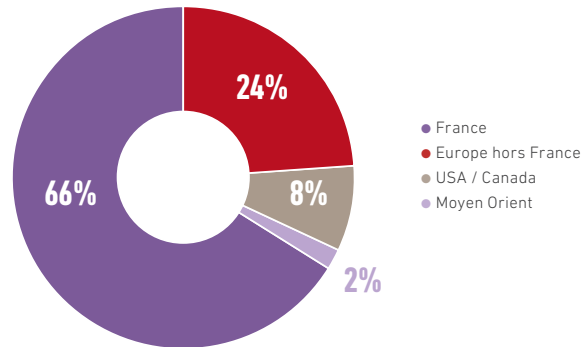


En moyenne, plus de la moitié du capital des foncières de notre panel est détenue par des investisseurs institutionnels ou d'autres investisseurs privés. Néanmoins, les structures d'actionnariat restent très différentes d'une foncière à l'autre. Trois structures se dégagent nettement :

- un flottant supérieur à 60%, comme pour Unibail-Rodamco ou Land Securities ;
- un flottant compris entre 40 et 50% pour des capitalisations allant de 2 à 7 milliards d'euros ;
- enfin, un flottant inférieur à 20% pour des foncières présentant une capitalisation boursière inférieure à 2 milliards d'euros.

Par ailleurs, il semble que les investisseurs institutionnels soient davantage séduits par l'investissement chez les foncières orientées Bureaux.

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



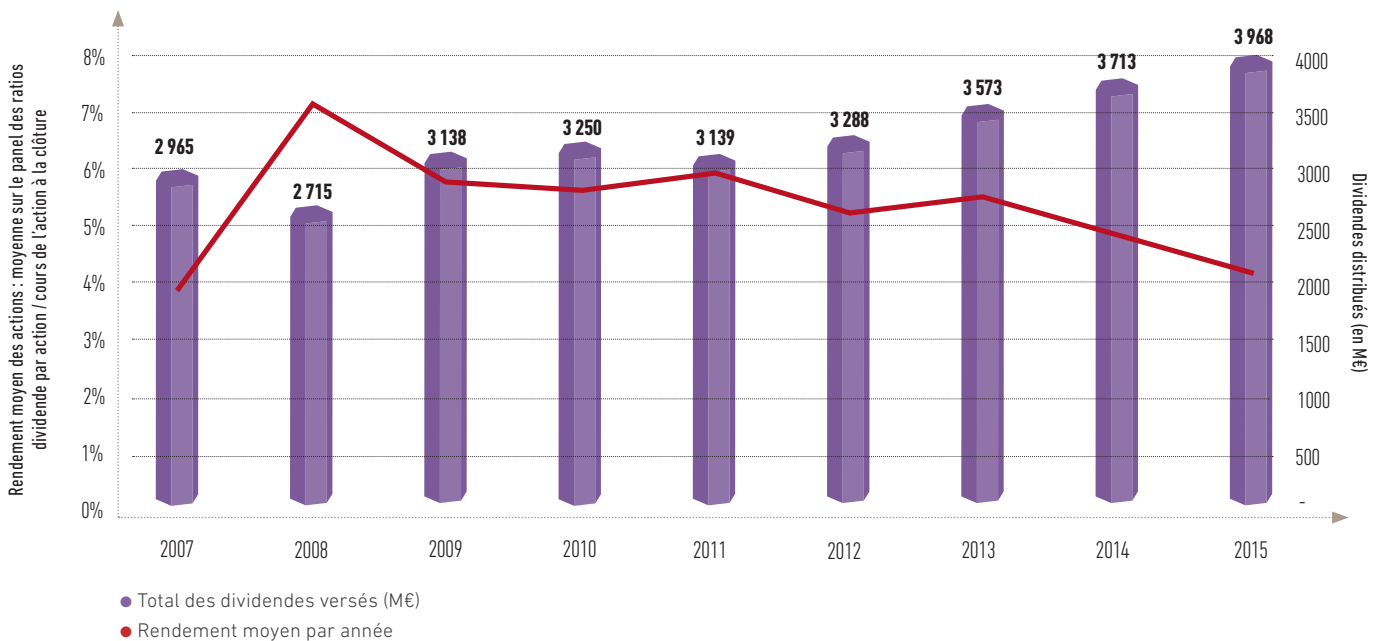
L'actionariat des foncières françaises du panel est majoritairement européen, à deux tiers français, soit un niveau stable par rapport à l'année précédente.

Dividendes distribués et rendement des actions

La distribution de dividendes est un point récurrent de la communication des foncières, qui sont toutes REIT (*Real Estate Investment Trust*), SIIC en France, ce qui induit de lourdes obligations distributives.

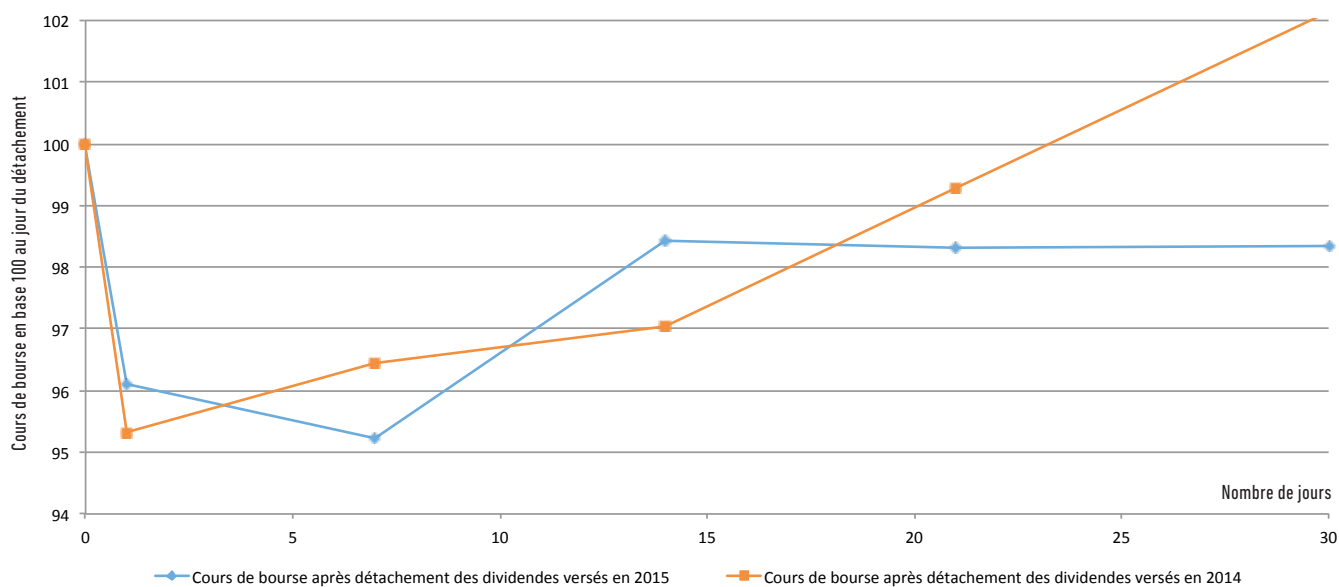
Le graphique ci-dessous présente le montant cumulé des dividendes distribués depuis 2007. Celui-ci varie entre 2,7 et 4 milliards d'euros en 2015 et est en constante augmentation depuis 2011.

Le rendement moyen des actions, compris entre 4 et 6% depuis 2009, calculé comme étant le dividende versé sur le cours de bourse à la clôture, est en baisse depuis 2013. Malgré une hausse des dividendes versés en 2016 de plus de 6%, le décrochage du rendement 2014 et 2015 s'explique par la performance boursière des foncières du panel.



Le rendement total pour l'actionnaire (dividende + variation des cours de bourse) atteint 13 % sur l'exercice 2015 contre 14% un an plus tôt.

Délais de reconstitution du cours de bourse



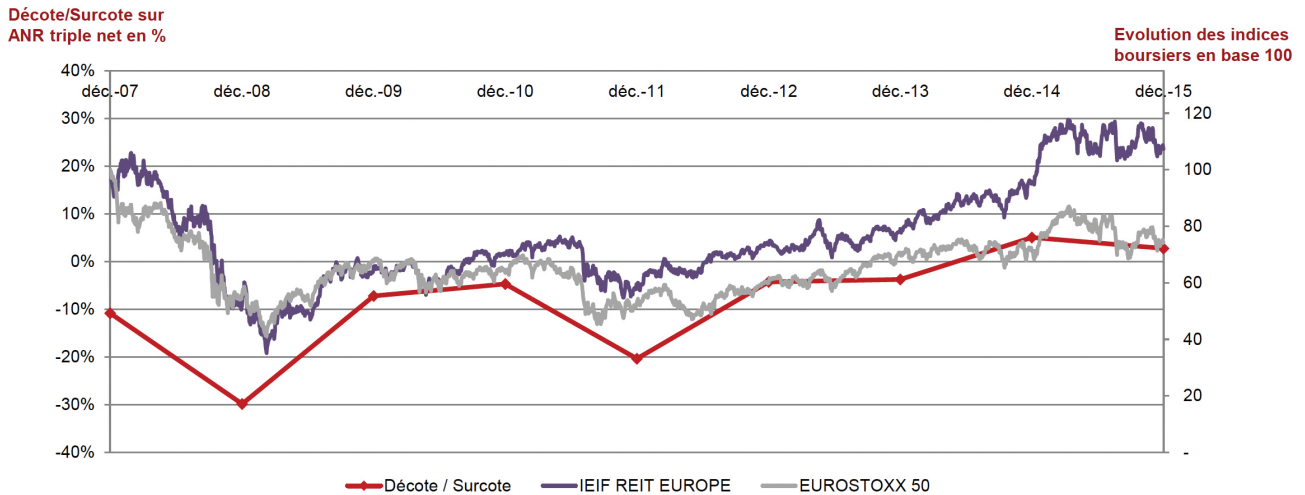
Le versement du dividende est immédiatement répercuté sur le cours de l'action de la foncière. Sur notre panel, c'est un recul de 4% qui est observé au lendemain du détachement du dividende contre un recul de 5% en 2014.

Contrairement à l'année dernière où le délai moyen de reconstitution du cours de bourse était inférieur à 4 semaines, le cours de bourse des foncières du panel n'a été que partiellement reconstitué suite au détachement des dividendes versés en 2015.

Néanmoins, ce délai de reconstitution reste très hétérogène d'une foncière à l'autre, des foncières comme Corio ou Unibail-Rodamco, par exemple, ayant reconstitué leur cours de bourse respectivement après 1 et 2 semaines post détachement de dividende.

1.4 DÉCOTE / SURCOTE DU COURS DE BOURSE PAR RAPPORT À L'ANR

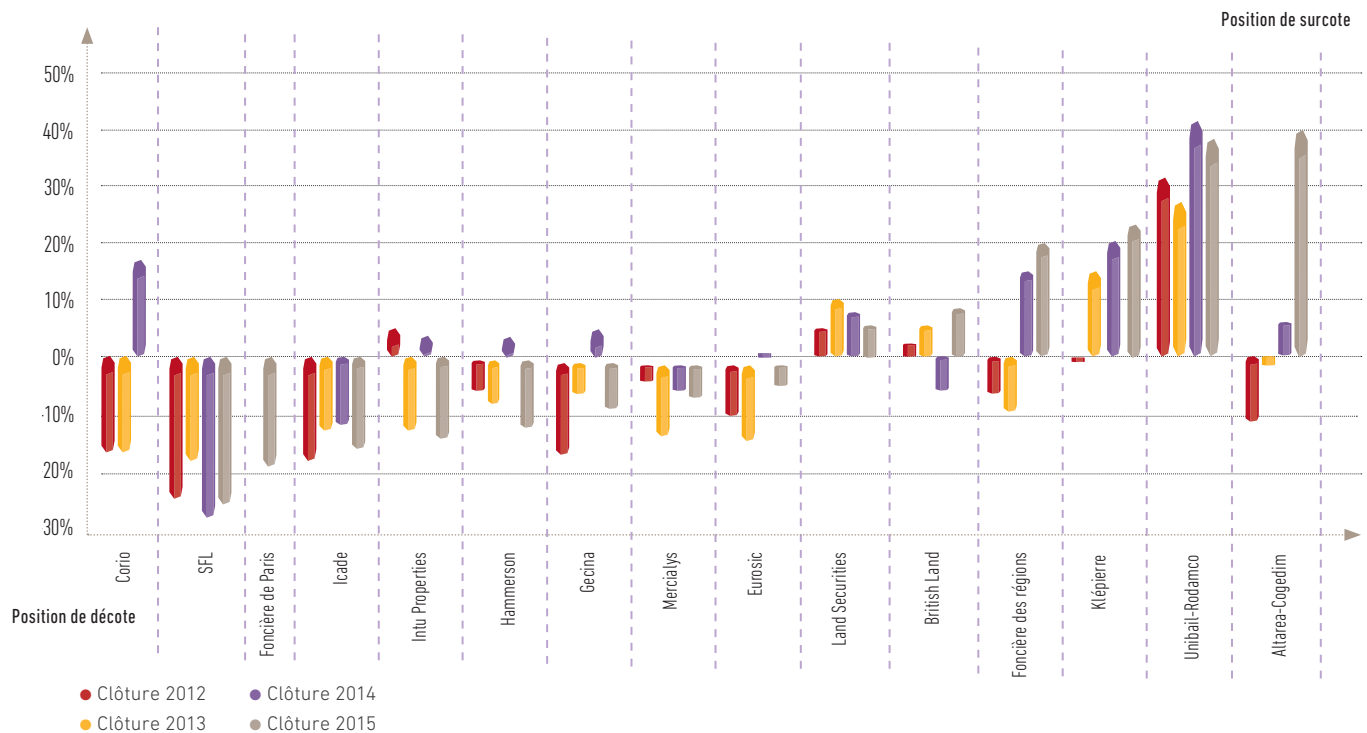
Le graphique ci-dessous présente l'évolution de cette décote / surcote moyenne du panel depuis 2007 :



À fin 2008, le niveau de décote a atteint un minimum à -30 %.

En 2014, le panel repasse en situation de surcote pour la première fois depuis 2006.

Cette situation de surcote est maintenue en 2015 à +3% avec cependant des niveaux très différents selon le type d'actifs exploités.



Au 31 décembre 2015, 6 foncières sont en situation de surcote contre 11 au 31 décembre 2014 :

- Altarea-Cogedim atteint une surcote de 40%, notamment grâce à un cours de bourse historiquement haut au 31 décembre 2015. La société a bénéficié de la forte croissance de ses activités, tant en promotion que sur l'activité foncière et annonce par ailleurs un *pipeline* tous produits confondus de 12 milliards d'euros à la clôture 2015.
- Unibail-Rodamco atteint une surcote de 38%. Cette performance traduit notamment la liquidité du titre et le portefeuille de projets en développement qui atteint 7 milliards d'euros à la clôture 2015 contre 8 milliards d'euros un an plus tôt.

1.5 ACTUALITÉS IFRS

IFRS 9 / IFRS 15 / IFRS 16

Ces trois normes n'étaient pas applicables à la clôture 2015.

La norme **IFRS 9**, adoptée en juillet 2014, traite des instruments financiers et remplacera IAS 39 au 1^{er} janvier 2018. Son objectif est de renforcer les informations en annexe afin d'améliorer l'information des investisseurs. Ce sont principalement les banques qui seront concernées par cette norme qui leur imposera de revoir le mode de classement et d'évaluation comptable de l'ensemble de leurs actifs financiers.

La norme **IFRS 15** relative à la reconnaissance des revenus remplacera le 1^{er} janvier 2018 les normes IAS 11 – Contrats de construction et IAS 18 – Produits des activités ordinaires. Cette norme n'aura que peu d'impact sur les comptes consolidés des foncières.

Enfin, la norme **IFRS 16**, publiée en janvier 2016, prévoit la comptabilisation au bilan pour le preneur de certains contrats de location selon un modèle unique. Elle tendra à effacer les différences de comptabilisation de contrat de location financement et contrat de location simple en considérant que la location opérationnelle est un mode de financement. Cette norme sera applicable obligatoirement pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2019, avec une application anticipée possible.

À noter que si côté bailleur, la nouvelle norme IFRS 16 ne modifiera pas significativement le mode de comptabilisation des contrats de location, des impacts non neutres sont attendus côté preneur.

Au 31 décembre 2015, les foncières de notre panel ont majoritairement communiqué sur les normes IFRS 15 et IFRS 9, sans préciser toutefois l'impact attendu.

Deux foncières de notre panel ont communiqué sur les trois normes IFRS précitées. Un exemple ci-dessous :

A number of standards have been issued but are not yet adopted by the EU and so are not available for early adoption. The most significant of these are IFRS 9 Financial Instruments along with related amendments to other IFRSs, IFRS 15 Revenue from Contracts with Customers and IFRS 16 Leases. Based on the Group's current circumstances, with the exception of IFRS 16 Leases issued in January 2016 for which the impact is still being assessed, these standards are not expected to have a material impact on the financial statements.

Extrait du document de référence 2015 – Intu Properties

Publications Mazars

- « **IFRS 15 : les 10 points clés pour les industriels du contrat long terme** »
<http://www.mazars.fr/etude-IFRS-15>
- « **Nouvelle norme IFRS 15 appliquée au secteur du BTP et de la promotion immobilière** »
<http://www.mazars.fr/IFRS-15-comptabilisation-du-chiffre-d-affaires>
- « **Panorama IFRS 16 : découvrez l'avenir de vos contrats de location** »
<http://www.mazars.fr/Etude-IFRS-16>

1.6 SUIVI DES PRINCIPAUX INDICATEURS EPRA

L'EPRA préconise de communiquer sur plusieurs indicateurs de performance qui 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 sont majoritairement réceptives et communiquent sur ces indicateurs.



En 2015, 100% des foncières de notre panel communiquent sur l'Actif Net Réévalué et 13 des 14 foncières du panel communiquent sur le Résultat Net Récurrent (RNR) en 2015.

		Altarea-Cogedim	British Land	Eurosic	Foncière de Paris	Foncière des régions	Gecina	Hammerson	Icade	Intu Properties	Klépierre	Land Securities	Mercialys	Société Foncière Lyonnaise	Unibaïl - Rodamco	TOTAL 2015	TOTAL 2014	TOTAL 2014 retraité Corio"	ÉVOLUTION
Compte de résultat	EPRA earnings		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	93%	87%	86%	↗
	EPRA earnings par action		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	93%	87%	86%	↗
	Ratio de coûts EPRA (yc coût de la vacance)		*	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	79%	80%	79%	=
	Ratio de coûts EPRA (hors coût de la vacance)		*	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	79%	80%	79%	=
ANR	ANR (EPRA NAV)	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	100%	93%	93%	↗
	ANR (EPRA NAV) par action	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	100%	93%	93%	↗
	ANR triple net (EPRA NNAV)	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	100%	93%	93%	↗
	ANR triple net (EPRA NNAV) par action	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	100%	93%	93%	↗
Patrimoine	Taux de vacance EPRA fin de période		*	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	86%	87%	86%	=
	Taux de rendement EPRA Net Initial Yield		*	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	79%	80%	79%	=
	Taux de rendement EPRA "topped-up" Net Initial Yield		*	*		*	*	*	*	*	*	*	*	*	*	86%	80%	79%	↗
		36%	100%	100%	55%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	73%	100%				

1.7 OBJECTIFS OU PERSPECTIVES DÉFINIS DANS LES COMMUNIQUÉS DE PRESSE ANNUELS

À partir des communiqués de presse publiés à l'occasion de l'annonce des résultats annuels 2015, nous avons analysé la communication des foncières de notre panel sur les objectifs à venir.

		Altarea-Cogedim	British Land	Eurosic	Foncière de Paris	Foncière des régions	Gecina	Hammerson	Icade	Intu Properties	Klépierre	Land Securities	Mercialys	Société Foncière Lyonnaise	Unibail-Rodamco	TOTAL 2015	TOTAL 2014	TOTAL 2014 retraité Corio	ÉVOLUTION
LTV	Donnée chiffrée						.		.							14%	7%	7%	↗
	Tendance		.													7%	7%	7%	=
RNR*	Donnée chiffrée	43%	7%	7%	↗
	Tendance			.		.										14%	33%	36%	↘
Cessions	Donnée chiffrée		.			.		.								21%	13%	14%	↗
	Tendance						.									7%	7%	7%	↗
Loyers	Donnée chiffrée			29%	7%	7%	↗
	Tendance		.				.				.					21%	7%	7%	↗

* RNR, CFNC ou FFO

Malgré un niveau de communication hétérogène, les foncières de notre panel communiquent sur des informations précises au sujet de leurs objectifs et perspectives avec des annonces de données chiffrées contre plutôt des tendances l'an dernier.



7 foncières sur 10 communiquent sur un objectif de RNR soit une de plus par rapport à 2014.

Commentaires de Laurent Ternisien, Senior Advisor, EPRA

« Afin d'améliorer la lecture du marché des foncières, nous avons commencé au sein de l'EPRA, et à travers le comité Reporting & Accounting, à travailler sur ces indicateurs clés / Best Practices en 1999. L'objectif est de renforcer la transparence, la comparabilité et la pertinence des résultats qui sont publiés par les foncières en Europe.

Nous sommes arrivés à définir six indicateurs, référencés dans cette étude, qui commencent à être bien utilisés dans les rapports financiers des foncières. Nous analysons chaque année les rapports financiers des sociétés foncières dans l'indice EPRA ou membres de l'EPRA, soit une centaine de sociétés en Europe.

Pour l'année 2014, 95% des sociétés en Europe publient au moins un des indicateurs, généralement la NAV. Des Awards, Gold, Silver et Bronze sont distribués selon un système de points, fonction du nombre d'indicateurs reportés, de la qualité du reporting financier ainsi que du suivi des recommandations plus générales répertoriées dans les Best Practices.

En 2014, sur ces sociétés, 60% d'entre elles obtiennent un Award, résultat d'une communication comportant au moins trois indicateurs EPRA. Entre les 95% des sociétés qui communiquent au moins sur un indicateur et les 60% qui ont un Award, du travail reste à faire afin que ces foncières continuent à communiquer sur ces indicateurs. Enfin, parmi ces 100 sociétés, 33 ont obtenu un Gold Award, reportant les six indicateurs et suivant les autres recommandations.

Ainsi, nous sommes dans une logique encourageante et démontrant une volonté de transparence. Nous avons des investisseurs qui sont très demandeurs en particulier pour des problèmes de comparabilité et une croissance assez forte en matière de communication sur ces indicateurs va continuer à être observée.

Si nous analysons la différence de communication entre les sociétés foncières en Europe, la France et le Royaume-Uni sont plutôt en avance sur le suivi des Best Practices. À l'inverse, des pays comme la Suède et l'Allemagne sont plutôt en retrait.

Pour l'avenir l'idée est la suivante, faisons une pause sur les indicateurs que nous avons analysés, continuons à les clarifier, et faisons en sorte qu'ils soient de plus en plus adoptés par les sociétés et utilisés par les investisseurs et les financeurs. L'objectif de l'EPRA est d'avoir au moins 90% des sociétés avec un Award dans les trois ans qui viennent.

Un deuxième sujet concerne la qualité de ces indicateurs. Un cadre légal autour de ces Best Practices doit être mis en place et ce, à partir d'un travail avec des auditeurs afin de faire en sorte qu'il y ait une vérification plus avancée de la qualité de ces indicateurs.

Dans un second temps, nous continuerons à enrichir ces indicateurs avec de nouvelles métriques. »

MATINALE IMMOBILIER – MAZARS – COMMUNICATION FINANCIÈRE DES FONCIÈRES EN EUROPE – 2 JUIN 2016

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



Dans un contexte actuel de risques géopolitiques soutenus, de fondamentaux macro-économiques incertains, d'un soutien massif à l'économie des banques centrales induisant des taux historiquement bas et une stabilité voire une baisse des loyers associée à des rendements bas, les valorisations immobilières sont de plus en plus scrutées par les investisseurs et les régulateurs.

La communication sur ces sujets est principalement effectuée par les directions immobilières des foncières.



Nous recommandons une plus grande implication des directions financières sur ces sujets, notamment dans le cadre de l'application d'IFRS 13 sur les tests de sensibilité.

2.1. ÉVALUATION DES IMMEUBLES DE PLACEMENT

Option de comptabilisation retenue (IAS 40)

	Altarea-Cogedim	British Land	Eurosic	Foncière de Paris	Foncière des régions	Gecina	Hammerson	Icade	Intu Properties	Klépierre	Land Securities	Mercialys	Société Foncière Lyonnaise	Unibail-Rodamco
Juste valeur	•	•	•		•	•	•		•		•		•	•
Coût amorti				•				•		•		•		

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

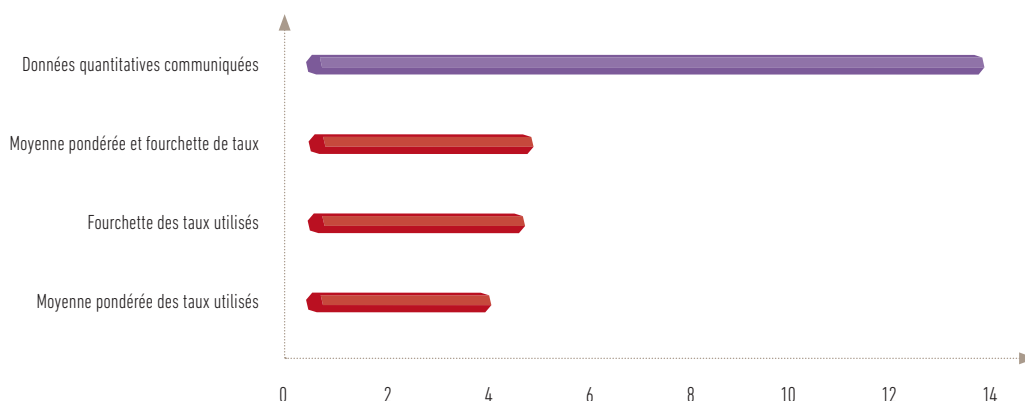
L'EPRA recommande aux foncières de valoriser leurs immeubles de placement à la juste valeur ou de justifier l'application du modèle du coût amorti.

10 foncières sur 14 ont opté pour le modèle de la juste valeur. Seule une foncière ayant opté pour le modèle du coût amorti justifie cette option.

Selon la norme IFRS 13, une hiérarchie à trois niveaux permet de classer les paramètres retenus dans le cadre des évaluations :

- **Niveau 1** : l'estimation est basée sur des cours (non ajustés) des marchés actifs pour des actifs ou passifs identiques et disponibles à la date d'évaluation ;
- **Niveau 2** : l'estimation est basée sur des données d'entrées observables directement ou indirectement sur un marché d'actif autres que les prix cotés du niveau 1 ;
- **Niveau 3** : ce niveau est basé sur des paramètres non observables sur un marché d'actif.

IFRS 13 : données quantitatives non observables



Toutes les foncières de notre panel ont retenu le niveau 3 de juste valeur, en lien avec l'utilisation de paramètres non observables par les experts immobiliers tels que certaines valeurs locatives de marché ou les taux de rendement, de capitalisation et d'actualisation.

À noter cependant que moins de 50% du panel communiquent sur les fourchettes de taux utilisés.



Nous recommandons aux émetteurs publiant uniquement des fourchettes de taux de s'orienter vers des moyennes pondérées, plus représentatives d'un portefeuille diversifié.

Secteur tertiaire	Taux de rendement	Taux d'actualisation du DCF	VLM (valeur locative de marché) En €/m ²
Paris QCA	3,00 % - 5,50 %	3,50 % - 6,25 %	390 - 780 €/m ²
Paris hors QCA	4,00 % - 7,50 %	4,50 % - 8,50 %	290 - 480 €/m ²
Paris	3,00 % - 7,50 %	3,50 % - 8,50 %	290 - 780 €/m²
1 ^{er} Couronne	4,00 % - 7,25 %	5,00 % - 7,75 %	240 - 550 €/m ²
2 ^e Couronne	7,00 % - 10,25 %	8,00 % - 10,25 %	60 - 200 €/m ²
Région Parisienne	4,00 % - 10,25 %	5,00 % - 10,25 %	60 - 550 €/m²
Province	6,15 % - 6,15 %	6,00 % - 6,00 %	260 - 260 €/m ²
TERCIAIRE	3,00 % - 10,25 %	3,50 % - 10,25 %	60 - 780 €/m²

Secteur résidentiel	Prix au m ² en vente par lot En €/m ²	Taux de rendement
Paris	5 530 - 9 290 €/m ²	3,90 % - 4,75 %
1 ^{er} Couronne	3 540 - 5 610 €/m ²	4,65 % - 5,65 %
RÉSIDENTIEL	3 540 - 9 290 €/m²	3,90 % - 5,65 %

Extrait du Document de référence 2015 – Gecina

IFRS 13 : tests de sensibilité

L'EPRA, dans l'« EPRA Position Paper on IFRS 13 » recommande de fournir l'analyse de la sensibilité aux paramètres utilisés. Par ailleurs, l'AMF recommande également de soumettre à des tests de sensibilité les principaux paramètres retenus par les experts immobiliers (taux de rendement, valeur locative, taux d'occupation. Cf. position-recommandation n° 2010-18).

	Altarea-Cogedim		Eurosic		Foncière des régions		Gecina		Klépierre		Land Securities		Mercialys		Unibail-Rodamco	
Scénarii de tests de sensibilité des valeurs d'expertise (VE) aux variations des taux de rendement (T)																
	Var. T	Var.VE	Var. T	Var.VE	Var. T	Var.VE	Var. T	Var.VE	Var. T	Var.VE	Var. T	Var.VE	Var. T	Var.VE	Var. T	Var.VE
Scénario 1	+25 bps	-4.4%	T*(1+5%)	-3%	+50 bps	-7%	+50 bps	-9%	+25 bps	-4.2%	+25 bps	-5.3%	+50 bps ⁽¹⁾	+0.6%	+25 bps	-5.2%
Scénario 2	-25 bps	+4.9%	T*(1-5%)	+2.4%	-50 bps	+8.5%					-25 bps	5.9%	+50 bps ⁽²⁾	-18.9%		
Scénario 3					+100 bps	-13%							-50 bps ⁽¹⁾	+22.7%		
Scénario 4													-50 bps ⁽²⁾	-0.8%		

(1) Variation combinée à une variation des loyers de +10 %

(2) Variation combinée à une variation des loyers de -10 %

Les tests de sensibilité aux paramètres utilisés sont menés afin de mieux appréhender la volatilité des valeurs d'expertise du patrimoine.

Toutes les foncières ne communiquent pas sur ce sujet, qui constitue pourtant une première réponse pour les investisseurs et régulateurs.

8 foncières réalisent des tests de sensibilité des valeurs d'expertises aux variations des taux de rendement. Le nombre de scénarii et le niveau de stress sont très différents d'une foncière à l'autre.

Pour ceux qui les pratiquent, et en l'absence d'obligation donnée par la norme, les tests pratiqués sont très hétérogènes et conduisent à des impacts limités sur les valorisations de l'ordre de +/-5% en fonction des scénarii.

Par ailleurs, les stress scénarii ne sont pas reliés à des indicateurs comme le ratio LTV. Cela illustrerait la capacité de résilience de la foncière en cas de baisse des valorisations.

Stress sur des loyers de 111 M€	Impact sur les loyers	Impact sur le taux de rendement locatif brut	Taux de rendement locatif brut	Impact sur le taux de rendement locatif net	Taux de rendement locatif net
-2%	-2,2 M€	-0,1%	4,3%	-0,1%	4,1%
-5%	-5,5 M€	-0,2%	4,2%	-0,2%	4,0%

Extrait du Document de référence 2015 – Foncière de Paris

Ainsi dans l'hypothèse de loyers d'expertise annuels de 189,7 millions d'euros et d'un taux de capitalisation de 5,4 %,

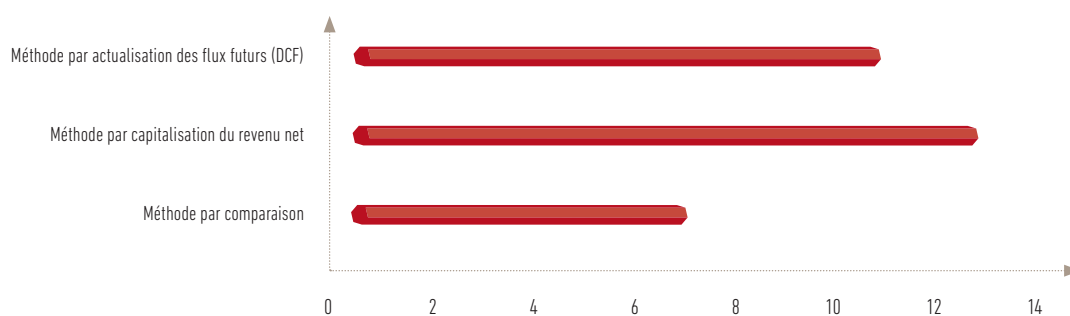
- l'incidence sur la juste valeur du patrimoine droit inclus d'une diminution de 0,5 % de ce taux et la variation à la hausse de 10 % des loyers d'expertise aurait un impact de + 755,3 millions d'euros ;
- l'incidence sur la juste valeur du patrimoine droit inclus d'une diminution de 0,5 % de ce taux et la variation à la baisse de 10% des loyers d'expertise aurait un impact de - 26,0 millions d'euros ;
- l'incidence sur la juste valeur du patrimoine droit inclus 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 + 21,6 millions d'euros ;
- l'incidence sur la juste valeur du patrimoine droit inclus 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 - 626,3 millions d'euros.

Les honoraires comptabilisés à Mercialys au titre des travaux d'expertises détaillés ci-dessus s'élèvent à 186 milliers d'euros au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2015.

Extrait du Document de référence 2015 – Mercialys

Méthode de valorisation utilisée

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



À noter que pour les foncières utilisant plusieurs méthodes, très peu communiquent sur la méthode utilisée pour calculer la juste valeur obtenue (méthode préférentielle, moyenne arithmétique ou autres) : sur les 11 foncières du panel qui utilisent plusieurs méthodes, seules 2 foncières précisent le moyen d'obtention de la juste valeur retenue.

Property valuations

The property portfolio, which is carried in the balance sheet at fair value, is valued six-monthly by professionally qualified external valuers and the Directors must ensure that they are satisfied that the valuation of the Group's properties is appropriate for the accounts. Investment properties, excluding properties held for development, are valued by adopting the 'investment method' of valuation. This approach involves applying market-derived capitalisation yields to current and market-derived future income streams with appropriate adjustments for income voids arising from vacancies or rent-free periods. These capitalisation yields and future income streams are derived from comparable property and leasing transactions and are considered to be the key inputs in the valuation. Other factors that are taken into account in the valuations include the tenure of the property, tenancy details and ground and structural conditions.

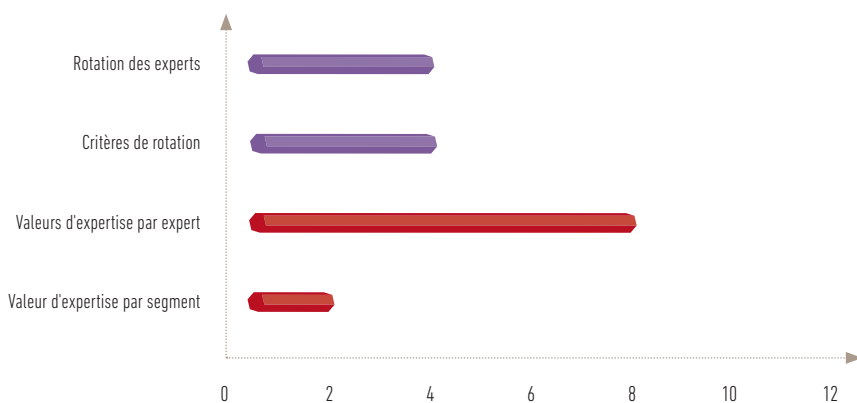
Extrait du document de référence 2015 – Hammerson

Communication autour des expertises immobilières

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 doit 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.

L'AMF et l'EPRA recommandent **une communication sur les experts**, notamment sur le délai de rotation et le niveau de rémunération.



4 foncières communiquent sur la fréquence de rotation des experts, en indiquant les critères retenus (vs 8 foncières l'an dernier).

Seules 2 foncières du panel communiquent sur la valeur d'expertise par type d'actifs.

Les critères de rotation des experts utilisés par les foncières sont hétérogènes. Au sein de notre panel, les principaux critères sont les suivants :

- Rotation pour une part donnée du patrimoine tous les ans ;
- Rotation au terme d'un nombre de mandat donné ;
- Rotation pour chaque actif sur une période donnée (entre 3 et 7 ans généralement).

Chez 4 foncières, un seul expert valorise plus de 50% du patrimoine.

Exemple d'information fournie sur les experts mandatés :

Le patrimoine du Groupe Eurosic a fait l'objet d'une expertise en valeur au 31 décembre 2015 menée par Catella Valuation, CBRE Valuation, DTZ Valuation France (Cushman & Wakefield) et Quadral Expertise.

Eurosic fait réaliser une évaluation de chacun de ses actifs à chaque arrêté comptable (semestriel et annuel). Eurosic ne procède pas à des évaluations en interne de ses actifs et les valeurs de marché retenues sont exclusivement celles définies par les experts. Ces évaluations sont menées de manière indépendante par des experts membres de l'AFREXIM (Association Française des Sociétés d'Expertise Immobilière), à l'exception de Quadral Expertise (portefeuille logements EDF). A ce titre, les experts effectuent leurs expertises dans le respect de la Charte de l'Expertise, le Red Book de la RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors) et les EVS (European Valuation Standards) de TEGoVA (European Group of Valuers' Associations).

Le principe de rotation des experts et des expertises est le suivant : changement d'expert pour chaque actif tous les 4 ans ; réalisation d'un rapport d'expertise détaillé tous les 2 ans avec pour chaque période intermédiaire la réalisation d'une actualisation de l'expertise. L'affectation des actifs par expert s'effectue notamment par zone géographique et par typologie d'actif.

Dans le cadre de ses évaluations, le Groupe Eurosic fournit aux experts l'ensemble des informations nécessaires à leurs travaux. A titre d'exemple et de façon non exhaustive les informations fournies sont les suivantes : titres de propriété, plans, états locatifs, baux, budgets de travaux, documents techniques, courriers significatifs. Ces éléments leur permettent d'affiner les hypothèses retenues.

Le principe général d'évaluation repose sur l'utilisation conjointe de 2 méthodes : la capitalisation des revenus qui consiste à appliquer un taux de rendement à un revenu, et la méthode des flux de trésorerie actualisés qui consiste à supposer la valeur du bien égale à la somme actualisée des flux attendus, y compris la revente du bien au bout de 10 ans.

Extrait du document de référence 2015 – Eurosic

Communication sur le montant des honoraires des experts :

	Altarea-Cogedim	British Land	Eurosic	Foncière de Paris	Foncière des régions	Gecina	Hammerson	Icade	Intu Properties	Klépierre	Land Securities	Mercialys	Société Foncière Lyonnaise	Unibail-Rodamco
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		•											•	

Bien que la communication sur les honoraires reste hétérogène, les recommandations EPRA sont globalement suivies par les foncières du panel puisque toutes ont recours à des cabinets externes deux fois par an.

Exemples d'information fournie sur les honoraires des experts :

Les missions confiées aux experts sont toutes effectuées selon les principes de la Charte de l'Expertise en Évaluation Immobilière, les recommandations AMF du 8 février 2010 et selon les normes de la RICS. La rémunération versée aux experts, arrêtée préalablement aux campagnes d'évaluation, est fixée sur base forfaitaire en fonction du nombre de lots et de la complexité des actifs évalués. Elle est entièrement indépendante de la valorisation des actifs.

En milliers d'€	Honoraires d'expertise
Cushman & Wakefield	511,8
CBRE	303,6
Jones Lang La Salle	270,7
BNP Paribas Real Estate	176,7
Savills	21,4
TOTAL	1284,2

Extrait du document de référence 2015 – Klépierre

Les honoraires d'expertise immobilière sont facturés à l'cade 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 2015 – Icade

2.2. TABLEAU DE VARIATION DES IMMEUBLES DE PLACEMENT

De manière identique à l'année précédente, 100% du panel communiquent un tableau de variation des immeubles de placement.

Bien que l'EPRA préconise une différenciation au niveau du poste « augmentation » en ventilant les différents types d'entrées suivant les acquisitions, les dépenses et le groupement d'entreprises, ce détail n'est pas systématiquement fourni par les foncières du panel :

ENTITÉS COMPTABILISANT LES IMMEUBLES DE PLACEMENT À LA JUSTE VALEUR

	Altarea-Cogedim	British Land	Eurosic	Foncière des régions	Gecina	Hammerson	Intu Properties	Land Securities	Société Foncière Lyonnaise	Unibail-Rodamco
Augmentations	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Acquisitions		•			•	•	•	•		•
Investissements			•							
Dépenses		•	•			•		•		•
Sorties	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Cessions	•	•	•	•	•	•	•	•		•
Dépréciations nettes/abandon de projet	•									
Actifs destinés à être cédés			•		•			•		
Variations de périmètre	•	•				•	•	•	•	•
Entrées		•				•	•	•		•
Sorties							•			
Autres variations	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Variations de juste valeur	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•
Reclassements et transferts de catégorie	•	•		•	•	•		•	•	•
Variations de change						•	•			•
Autres	•	•		•	•	•		•		•

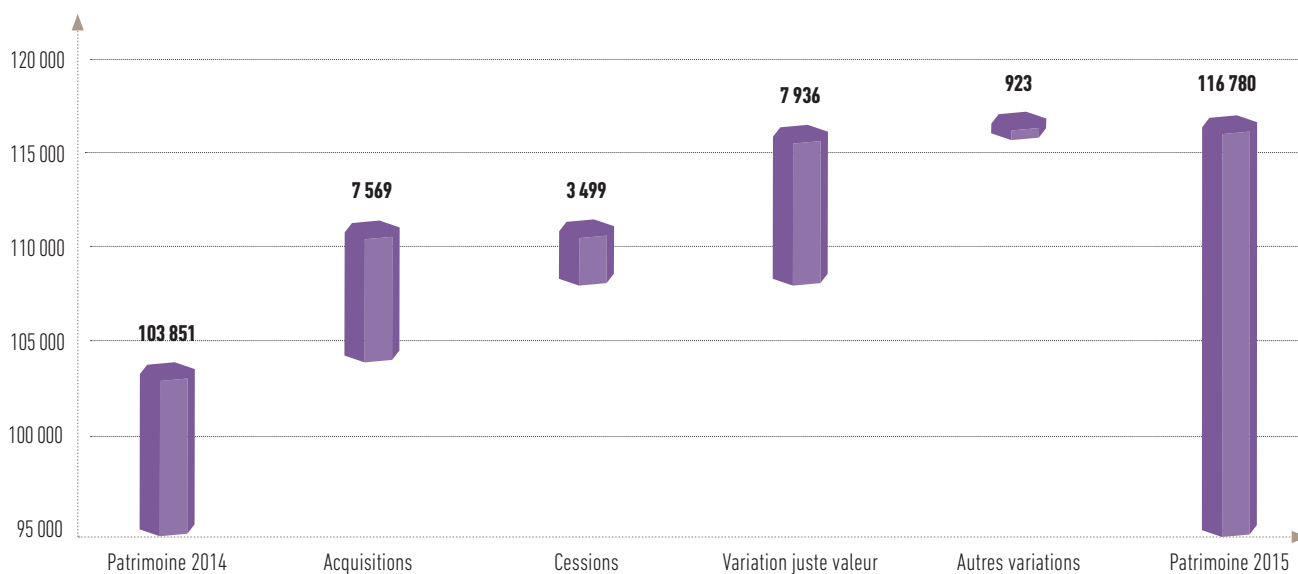
ENTITÉS COMPTABILISANT LES IMMEUBLES DE PLACEMENT AU COÛT AMORTI

	Foncière de Paris	Icade	KLépierre	Mercialys
Augmentations	•	•	•	•
Acquisitions et travaux		•		
Acquisitions, créations, apports			•	
Augmentations et autres acquisitions				•
Sorties	•	•	•	•
Cessions		•		
Cessions et mises hors services			•	
Variations de périmètre		•	•	
Amortissements	•	•	•	•
Dépréciations	•	•	•	
Autres variations	•	•	•	•
Variations du cours de change			•	
Impact IFRS 5				•
Transferts	•			
Autres		•	•	•

Les paramètres de cette communication dépendent de la méthode de valorisation des immeubles de placement choisie (Coût amorti ou juste valeur).

Foncières ayant opté pour le modèle de la juste valeur

La valeur du patrimoine des foncières ayant opté pour le modèle de la juste valeur passe de 103 851 M€ à 116 780 M€ à la clôture 2015 :



Nous observons une variation de la juste valeur des immeubles de placement à hauteur de 7,6% s'expliquant par une prépondérance des actifs prime dans le portefeuille des foncières du fait de leur politique de recentrage.

À noter que la baisse des taux d'intérêt est un autre élément justifiant la hausse de la juste valeur.

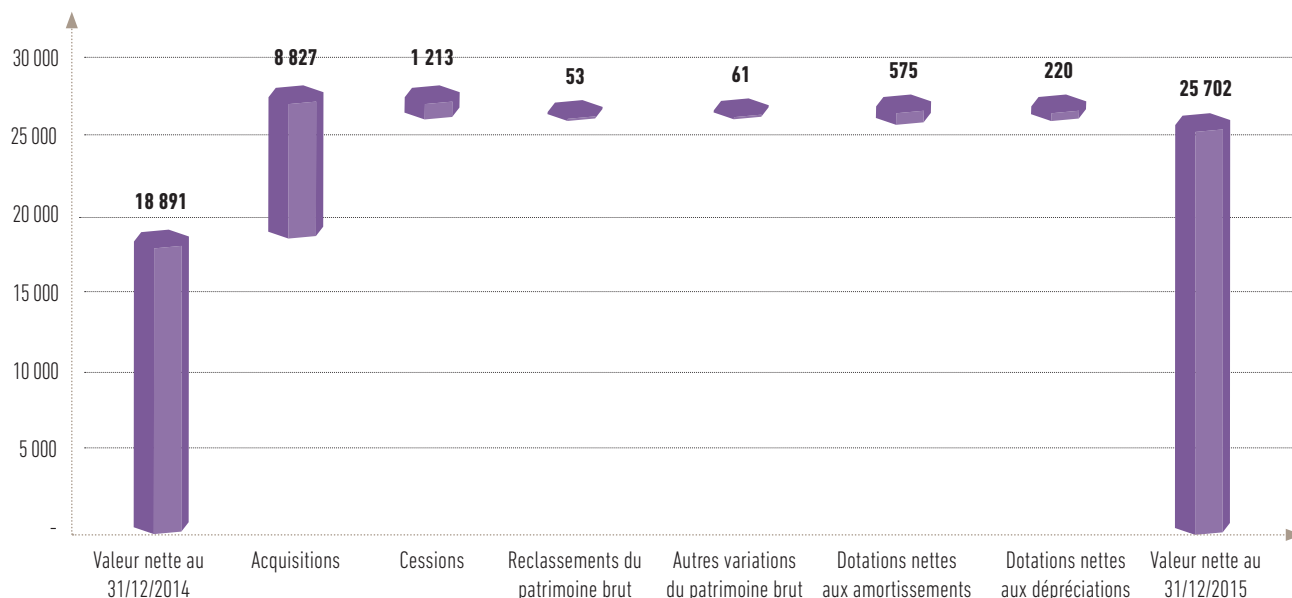
Le taux de l'Obligation Assimilable du Trésor (OAT) 10 ans est passé de 2,2% en 2013 à 1,7% en 2014 et a poursuivi sa baisse pour atteindre sur 2015 une valeur moyenne de 0,8%.

Les autres variations concernent principalement les acquisitions et cessions de l'exercice.

Toutes les foncières du panel sont en position d'investisseurs nets en 2015 avec un montant total des acquisitions d'actifs à 7,6 milliards d'euros.

Foncières ayant opté pour le modèle du coût amorti

La valeur du patrimoine des foncières ayant opté pour le modèle du coût amorti passe de 18 891 M€ à 25 702 M€ au 31 décembre 2015 :



Toutes les foncières ayant opté pour le modèle du coût historique sont en position d'investisseurs nets sur 2015, avec un montant total d'acquisition de 8,8 milliards d'euros.

Extrait de la note du HCSF sur une surévaluation potentielle de l'immobilier commercial en France

“ L'immobilier commercial français dans son ensemble pourrait présenter une surévaluation, dans une fourchette de 15%-20%, avec des chiffres proches de 30% pour certains segments tels que les bureaux parisiens.

Le niveau de prix élevé sur le segment de l'immobilier de bureau en Ile-de-France et en particulier sur le Quartier Central des Affaires (à mettre toutefois en regard du taux de vacance contenu sur ce segment géographique) doit parallèlement être surveillé avec attention, du fait de la place prépondérante de certains investisseurs (notamment les assureurs) sur ce segment, et des potentiels effets d'entraînement qu'il pourrait engendrer en cas de retournement.

Par ailleurs, le taux de vacance élevé des bureaux franciliens observé sur les dernières années alerte sur les risques potentiels liés à l'existence comme au développement d'une offre éloignée de la demande sur certains segments de marché (obsolescence rapide du parc, mutation de la demande en matière de qualité de bien et de localisation).

Dans ce cadre, le contexte actuel de forte demande, et de valorisation excessive, apparaît plus particulièrement propice à l'émergence d'un épisode d'emballement, pouvant pousser certains acteurs à réaliser des opérations à risque, tant en termes de viabilité du projet que de pratiques d'endettement.

Il convient par conséquent que les acteurs détenteurs et acquéreurs mènent une évaluation prudente de la valorisation de ces actifs et s'assurent de leur capacité à faire face à des tensions sur les prix ou la liquidité de ces biens en cas de retournement du cycle.

Dans le cadre de la réflexion menée au sein du HCSF, chacun des superviseurs microprudentiels examine dans son champ de compétences particulier l'effet sur la stabilité financière des évolutions en cours sur le marché de l'immobilier commercial. Un examen des pratiques de financement sera conduit en complément, notamment à partir des prochains résultats de l'enquête menée par l'ACPR à ce sujet. ”

Commentaires de Laurent Ternisien, Senior Advisor, EPRA

“ Il faut saluer la qualité du travail entrepris même si l'on peut être amené à relativiser certaines conclusions, en particulier sur le sujet de la sur-évaluation. Cela a permis à l'ensemble de la place de travailler à apporter une réponse cohérente en précisant certains points méthodologiques et en remettant la France dans le contexte international. En particulier, cette analyse des valeurs a été faite, d'une certaine manière, en valeur absolue sans prendre en compte le contexte économique actuel, notamment au sujet de la baisse des taux et donc le niveau de la « prime de risque ».

Pour autant, il est très important de bénéficier d'indicateurs permettant de comprendre s'il y a surchauffe dans les marchés, et de manière générique, tout ce qui est lié à l'analyse du risque devient extrêmement important. On identifie une volonté de l'ensemble de la place de mieux comprendre non seulement la performance, mais également de mettre en relief ce rapport Performance / Risques. Ainsi, des éléments permettant de quantifier et d'analyser les risques tels que les tests de sensibilité sont importants. Il s'agit d'un premier pas d'une démarche qui va continuer à progresser et à s'harmoniser. ”

MATINALE IMMOBILIER – MAZARS – COMMUNICATION FINANCIÈRE DES FONCIÈRES EN EUROPE – 2 JUIN 2016

2.3. ACTIFS EN VENTE

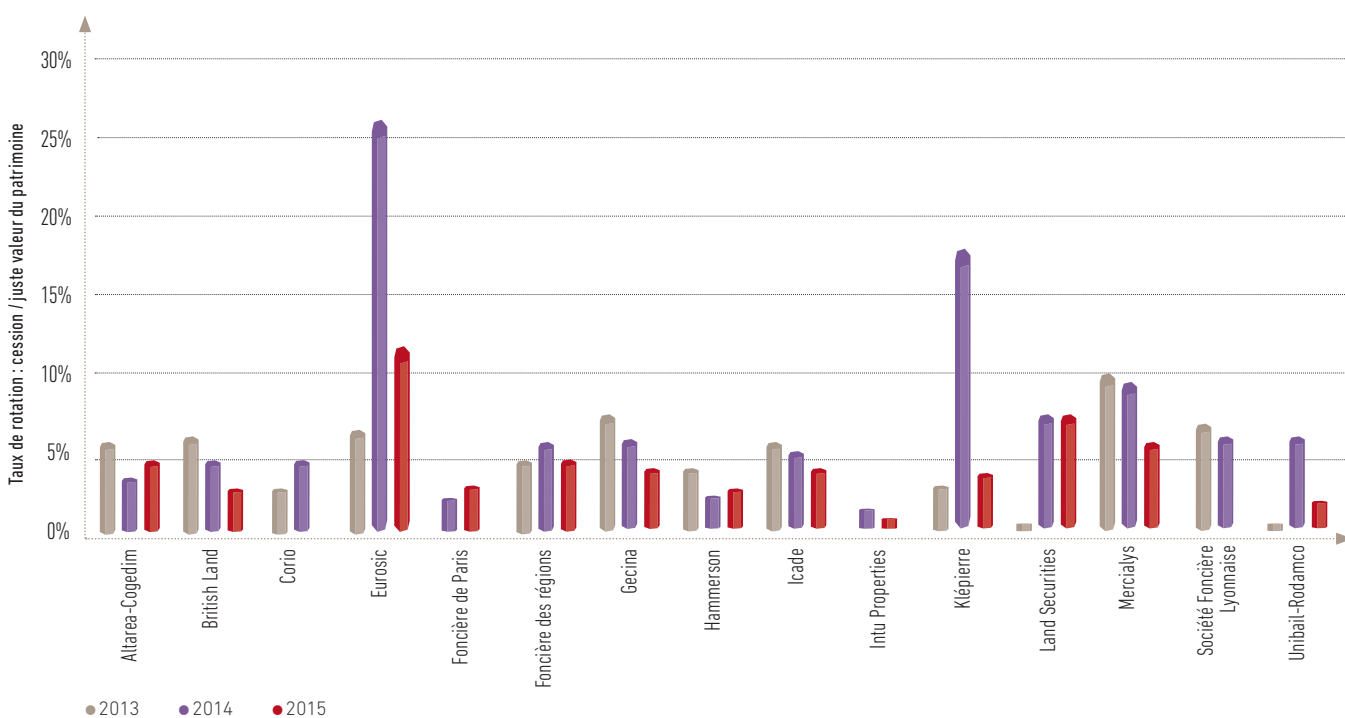
Faits générateurs du classement selon IFRS 5

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

La communication sur IFRS 5 ainsi que sur les critères de classification reste très hétérogène au sein du panel.

À noter que la foncière anglaise Land Securities applique désormais la norme IFRS 5.

Taux de rotation des actifs sur les trois derniers exercices



Sur le panel, le taux de rotation s'élève en moyenne à 4% en 2015 contre 7% en 2014.

Les transactions sur le marché des investissements en 2015 ont été moins importantes qu'en 2014. La valeur des cessions sur l'ensemble du panel est passée de 10 milliards d'euros en 2014 à 6 milliards d'euros en 2015.

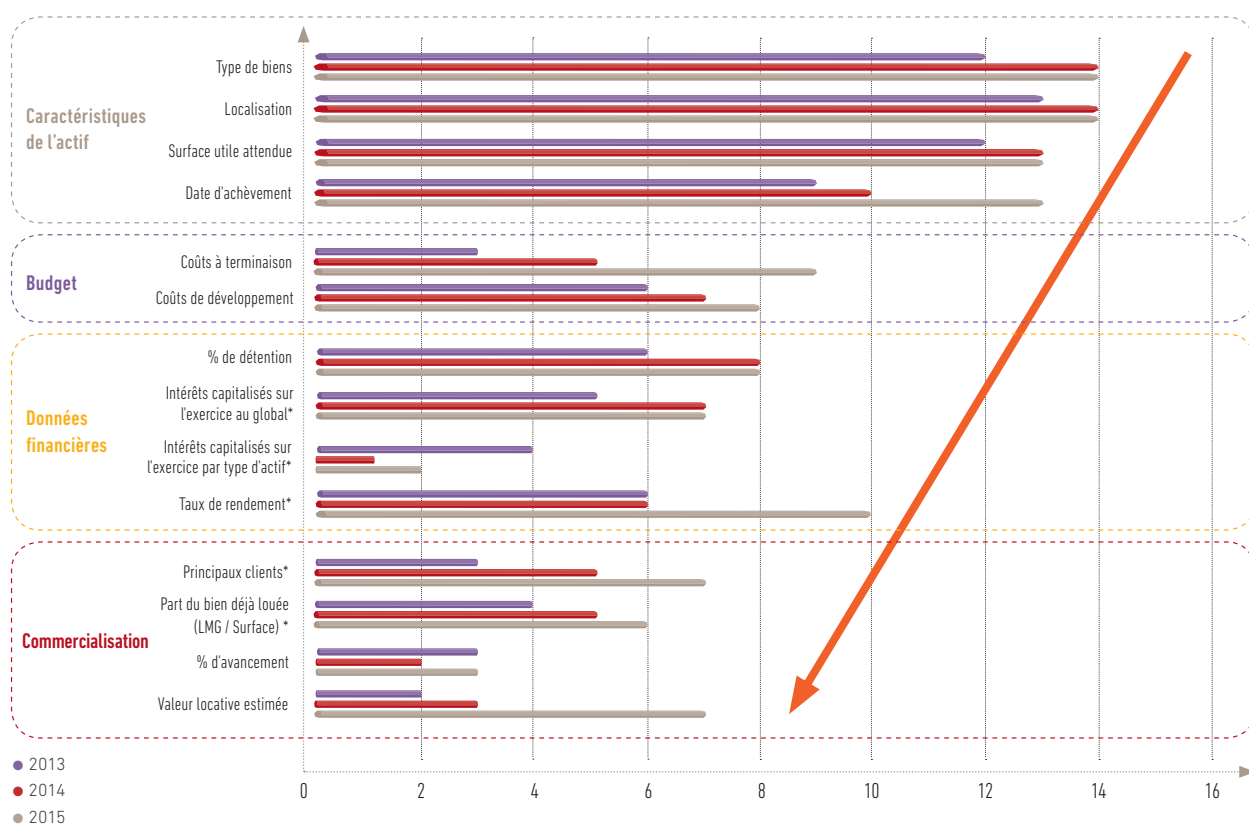
Cette variation est à retenir de la *big deal* Klépierre / Carrefour en 2014 entraînant un taux de rotation plus élevé que les années précédentes. On revient ainsi sur une tendance de cession plus normative.

2.4. ACTIFS EN DÉVELOPPEMENT

L'EPRA recommande de communiquer des informations sur les actifs en développement et notamment :

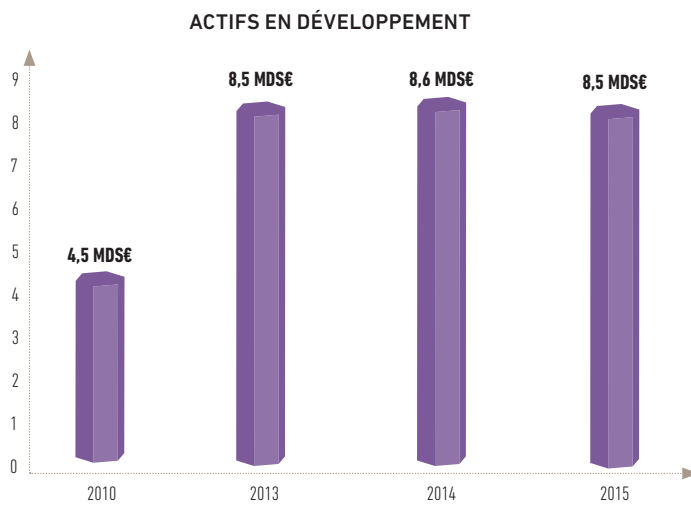
- les caractéristiques de l'actif ;
- les coûts à terminaison et les coûts de développement ;
- les données financières, comme les intérêts capitalisés ;
- les données de commercialisation.

Bien que la communication concernant les critères EPRA sur les actifs en développement se soit renforcée sur l'exercice, certaines caractéristiques, plus stratégiques, ne sont pas communiquées par la majorité des foncières.

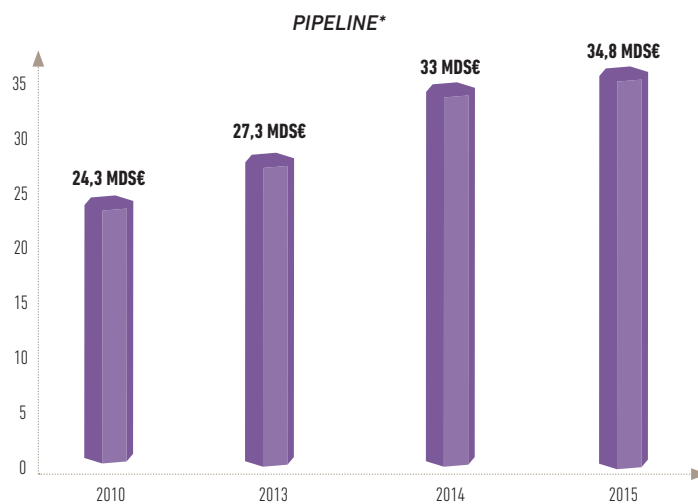


* : Critères non requis par l'EPRA

À noter que ces indicateurs restent très prisés des investisseurs afin d'appréhender l'évolution de l'ANR des foncières.



Panel : 13 foncières communiquent sur ce sujet



Panel : 10 foncières communiquent sur ce sujet

* : engagements à terminaison non comptabilisés à date

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



En 2015, 11 foncières sur 14 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 :

2.3.3. Un pipeline de 1,2 Md€

L'expansion de Foncière des Régions s'appuie sur un niveau de confiance élevé avec ses parties prenantes, en particulier de la part de ses clients locataires, banques et actionnaires. L'adaptation continue de son patrimoine s'effectue dans le respect de la vision moyen-long terme de Foncière des Régions vis-à-vis de ses activités et de l'évolution des marchés.

Foncière des Régions possède aujourd'hui un pipeline de projets en développement de 1,2 Md€ (part du groupe) (100% d'immeubles verts) dont 506 M€ déjà engagés.

UNE ADAPTATION CONTINUE DU PATRIMOINE

	Pipeline engagé			Pipeline maîtrisé		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Projets	13	17	14	12	13	9
Pré-loués	73%	62%	28%	Lancés à signature		
Budget	522 M€	518 M€	506 M€	628 M€	778 M€	710 M€
Loyers additionnels annuels	36 M€	35 M€	32 M€	42 M€	53 M€	47 M€
Rendement cible	> 7%	> 7%	> 6%	> 7%	> 7%	> 6%
Création de valeur	> 10%	> 10%	> 10%	> 10%	> 10%	> 10%

Extrait du Document de référence 2015 – Foncière des régions

2.5. CONCENTRATION DES LOCATAIRES

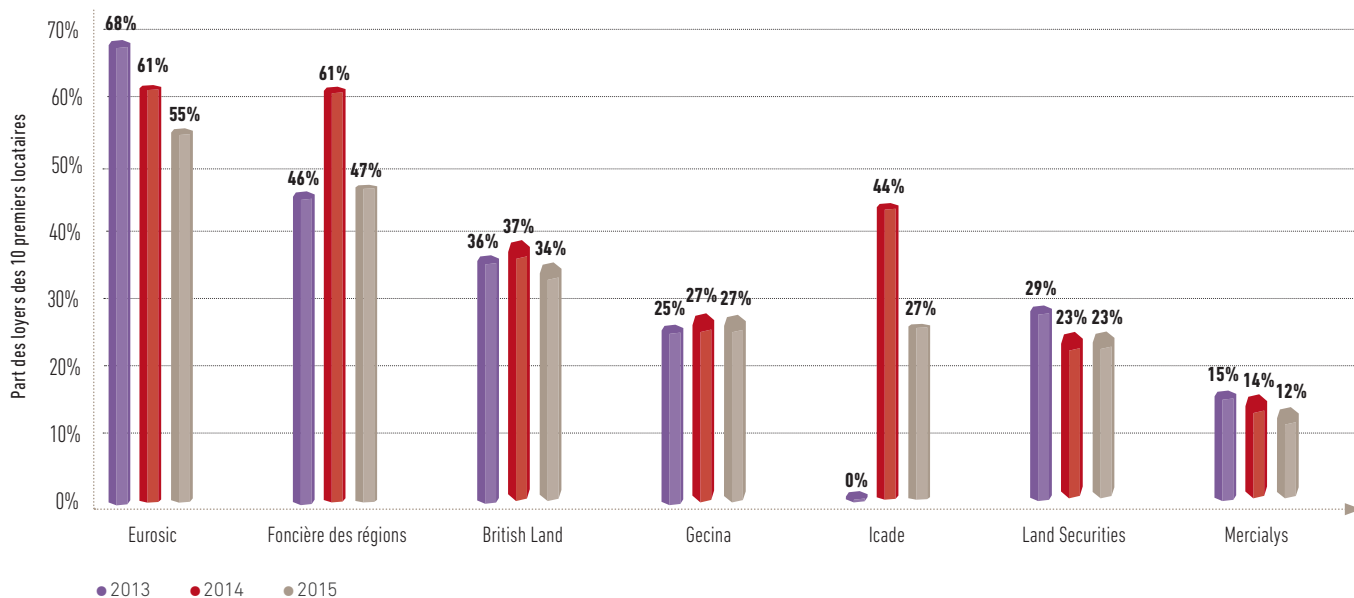
FONCIÈRES ORIENTÉES BUREAUX

	Eurosic	Foncière de Paris	Foncière des régions	Gecina	Icade	Land Securities	SFL
Part des loyers des 10 premiers locataires	55%	NC	47%	27%	27%	23%	NC
Nb de clients représentant plus de 5% des loyers	NC	NC	3	NC	NC	1	NC
Liste nominative des principaux locataires	Top 10	Top 20*	Top 18	Top 20	NC	Top 12	NC

* non nominatif

FONCIÈRES ORIENTÉES CENTRES COMMERCIAUX

	Altarea-Cogedim	British Land	Corio	Hammerson	Intu Properties	Klépierre	Mercialys	Unibail-Rodamco
Part des loyers des 10 premiers locataires	NC	34%	NC	NC	NC	NC	12%	NC
Nb de clients représentant plus de 5% des loyers	NC	3	NC	NC	NC	NC	NC	NC
Liste nominative des principaux locataires	NC	Top 22	NC	NC	NC	NC	NC	NC



50% des foncières communiquent sur la part des loyers que représentent leurs principaux locataires et 5 foncières sur 14 fournissent la liste nominative de ces principaux locataires.

Parmi ceux qui communiquent, nous retrouvons principalement les foncières orientées bureaux en lien avec un nombre plus faible de locataires, induisant plus de dépendance. Toutefois, nous remarquons une tendance à la diversification venant réduire le risque potentiel de surexposition à une contrepartie.

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.

Exemple de communication sur la concentration des locataires :

Top 12 occupants at 31 March 2015	Table 71
	% of Grouprent ¹
Accor	5.0
Central Government (including Queen Anne's Gate, SW1) ²	4.7
Deloitte	2.6
Primark	2.1
Boots	1.5
Bank of New York Mellon	1.4
Taylor Wessing	1.4
Next	1.4
Arcadia Group	1.2
Sainsbury's	1.2
Cineworld	1.2
K & L Gates	1.1
	24.8

1. On a proportionate basis.

2. Rent from Central Government excluding Queen Anne's Gate, SW1, is 0.1%.

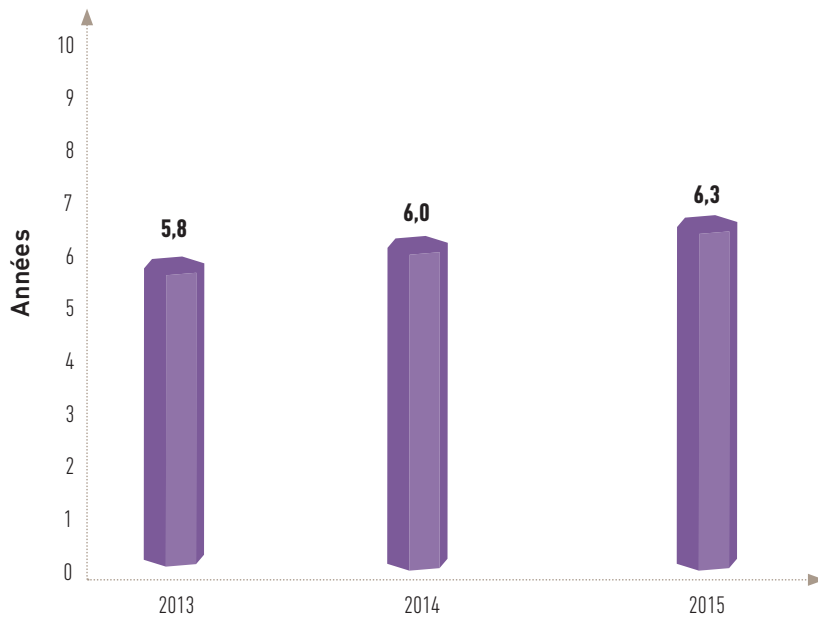
Extrait du Document de référence 2015 – Land Securities

2.6. DURÉE RÉSIDUELLE MOYENNE DES BAUX

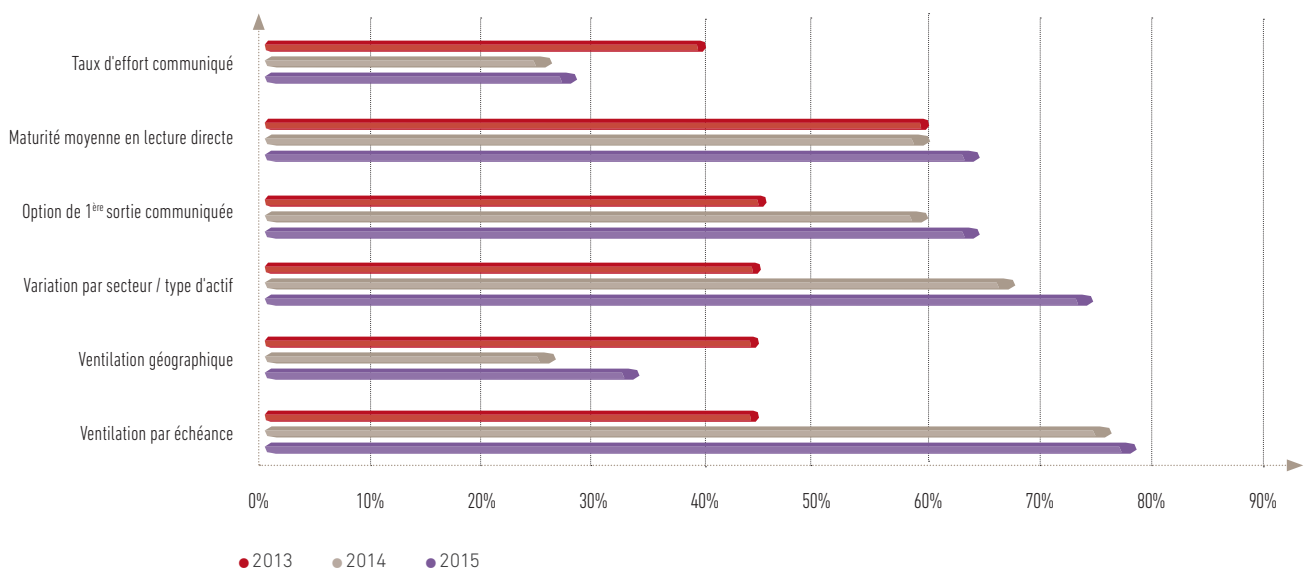
Nous remarquons une meilleure communication sur la maturité des baux et options de sortie.



Les renégociations se sont faites sur des loyers à la baisse avec des maturités plus longues.



64% du panel donnent en lecture directe la durée résiduelle moyenne des baux et 9 foncières sur 14 du panel évoquent l'option de première sortie (*break clause*). Enfin, 29% du panel présentent le taux d'effort de leurs clients, correspondant au ratio loyer de l'actif sur revenu du locataire estimé.



Néanmoins, notons que la durée résiduelle moyenne des baux peut être calculée à partir de l'échéancier des baux pour 4 des 6 foncières ne la communiquant pas directement.

Communication de foncières sur la durée résiduelle moyenne des baux :

Au 31 décembre 2015, le LMG consolidé total en année pleine du portefeuille de centres commerciaux a augmenté à 1 243,2 millions d'euros (1 143,4 millions d'euros au 31 décembre 2014), malgré les cessions de Nicetoile (Nice), Nova Lund (Lund) et Sevilla Factory (Séville) en 2015 et grâce aux livraisons et à la consolidation par intégration globale de Ruhr Park (Bochum). La répartition par date de prochaine option de sortie pour le locataire et par date de fin de bail est la suivante :

Centres Commerciaux	LMG par date de prochaine option de sortie		LMG par date de fin de bail	
		En % du total		En % du total
expirés	40,9	3,3 %	38,4	3,1 %
2016	227,3	18,3 %	80,9	6,5 %
2017	212,5	17,1 %	83,5	6,7 %
2018	241,7	19,4 %	89,2	7,2 %
2019	131,9	10,6 %	113,6	9,1 %
2020	127,6	10,3 %	128,4	10,3 %
2021	67,4	5,4 %	91,2	7,3 %
2022	48,2	3,9 %	133,2	10,7 %
2023	31,4	2,5 %	117,2	9,4 %
2024	30,2	2,4 %	77,1	6,2 %
2025	34,5	2,8 %	121,2	9,7 %
2026	5,9	0,5 %	16,8	1,4 %
au-delà	43,6	3,5 %	152,4	12,3 %
TOTAL	1 243,2	100 %	1 243,2	100 %

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

Extrait du Document de référence 2015 – Unibail-Rodamco

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

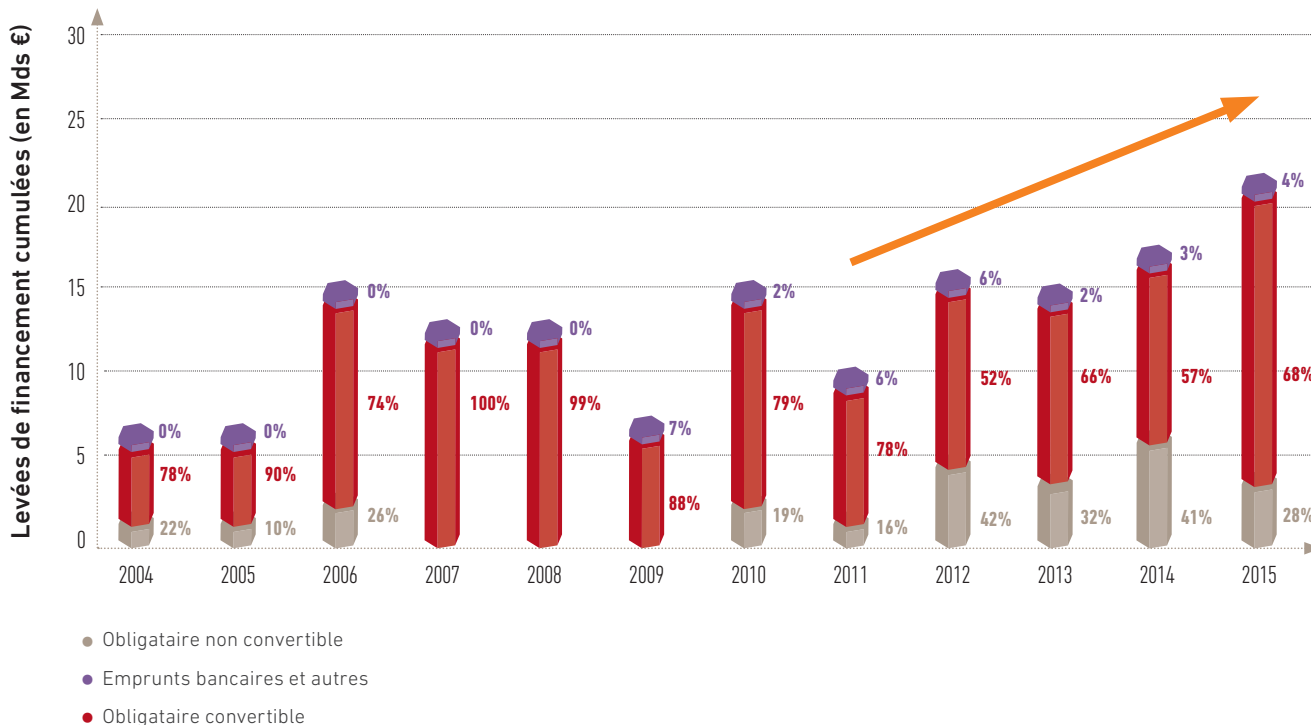
3.6 Taux moyen de couverture

3.7 Communication sur les dérivés de couverture



3.1 LEVÉES DE FINANCEMENT

ÉVOLUTION DES LEVÉES DE FINANCEMENT CUMULÉES (EN MDS €)



Les levées de financement en 2015 continuent à croître, s'inscrivant dans la continuité de la tendance des exercices 2012 à 2014.

Avec 23 milliards d'euros, 2015 a été une année record pour notre panel.

Ces levées ont été réalisées dans un contexte de taux très bas. Les conditions de financement favorables ont amené les foncières à optimiser leur structure d'endettement passant par une diversification des sources de financement tout en allongeant la maturité de la dette et en diminuant son coût moyen.

La diminution de la proportion d'emprunt obligataire s'explique par des refinancements d'emprunts bancaires ainsi que des renégociations de lignes de crédit sur l'exercice.

Refinancement

Émission d'un emprunt obligataire

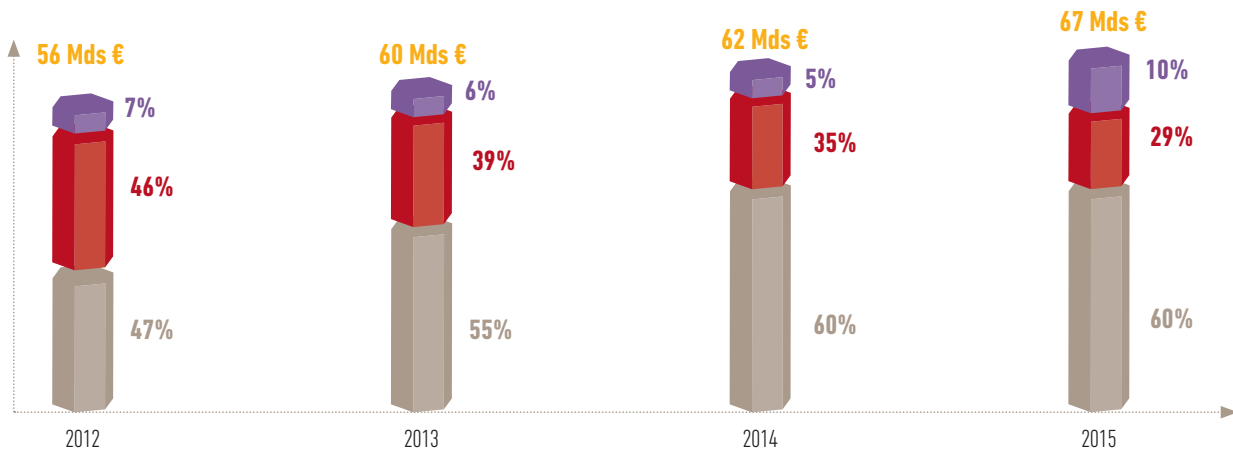
SFL a émis avec succès un emprunt obligataire de 500 millions d'euros à 7 ans, assorti d'un coupon de 2,25 %. Cet emprunt a été placé auprès d'une large base d'investisseurs européens répartis entre la France, la Grande-Bretagne et l'Allemagne pour l'essentiel. Cette nouvelle émission servira à refinancer la dette existante ainsi que les besoins généraux de SFL tout en allongeant la maturité moyenne de son endettement.

SFL a également pu renégocier au cours de l'année 2015 l'intégralité de ses lignes bancaires (réduction du coût et allongement de la maturité).

À noter que la notion de levée de financement présentée dans les communications des foncières ne correspond pas nécessairement à des tirages, mais à des autorisations.

Extrait du Document de référence 2015 – SFL

3.2. STRUCTURE DE L'ENDETTEMENT

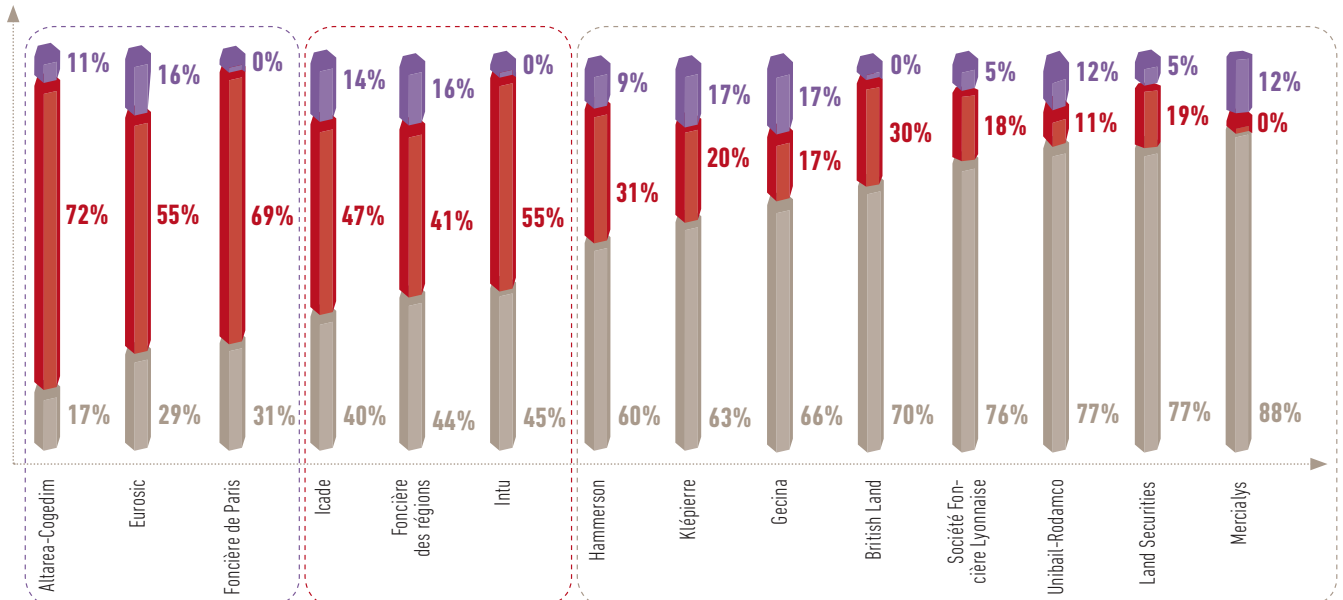


- Emprunts obligataires
- Emprunts bancaires / hypothécaires
- Autres (Billets de trésorerie, CBI, etc.)

En comparant les structures d'endettement dans le temps, nous constatons que la part des emprunts bancaires et hypothécaires est en diminution de 6 points par rapport à 2014.

À noter la plus grande utilisation des billets de trésorerie qui a quasiment triplé passant de 1,8 à 4,8 Mds €, représentant 10% de l'endettement. Unibail-Rodamco explique 50% de cette augmentation, en présentant un solde de 1,3 Mds € au 31 décembre 2015.

La part de l'obligataire reste stable à 60% avec une grande disparité au sein de l'échantillon.



- Emprunts obligataires
- Emprunts bancaires / hypothécaires
- Autres (Billets de trésorerie, CBI, etc.)

- Part d'obligataire supérieure à 60%
- Part d'obligataire entre 40% et 45%
- Part d'obligataire inférieure à 35%

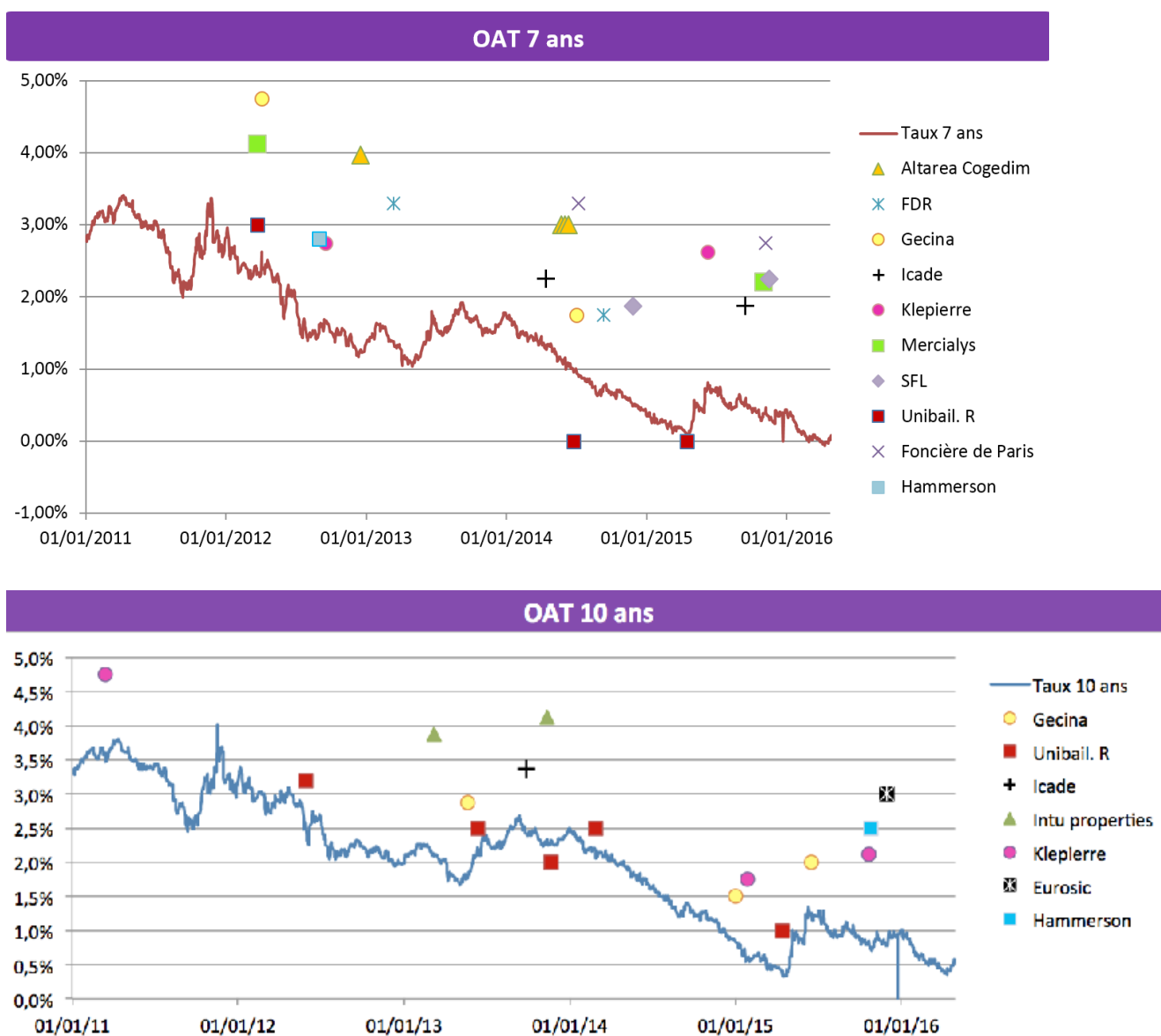
Sur notre panel de foncières, trois stratégies d'endettement se distinguent, conditionnées par l'accès des foncières au marché. Cet accès est directement corrélé à leur capitalisation boursière, ainsi qu'au patrimoine détenu.

Les foncières dont la part obligataire n'excède pas 30% ont une capitalisation boursière inférieure à 2 Mds €. Celles dont la part est comprise entre 40% et 45% ont une capitalisation boursière inférieure à 6 Mds €.

Mercialys et Société Foncière Lyonnaise font toutefois figures d'exception, avec un accès confortable au marché avec plus de 75% d'obligataire dans leur structure d'endettement malgré des capitalisations boursières inférieures à 2 Mds €.

3.3. ANALYSE DES SPREADS DES ÉMISSIONS OBLIGATAIRES

Nous avons représenté les taux d'émissions obligataire depuis 2011 en fonction de leur maturité.



Les *spreads* des émissions obligataires restent très différents d'un émetteur à l'autre, et dépendent principalement de la notation de l'émetteur. Dans ce contexte de taux bas, ce sont les foncières les mieux notées qui ont le plus bénéficié d'une baisse des *spreads*.

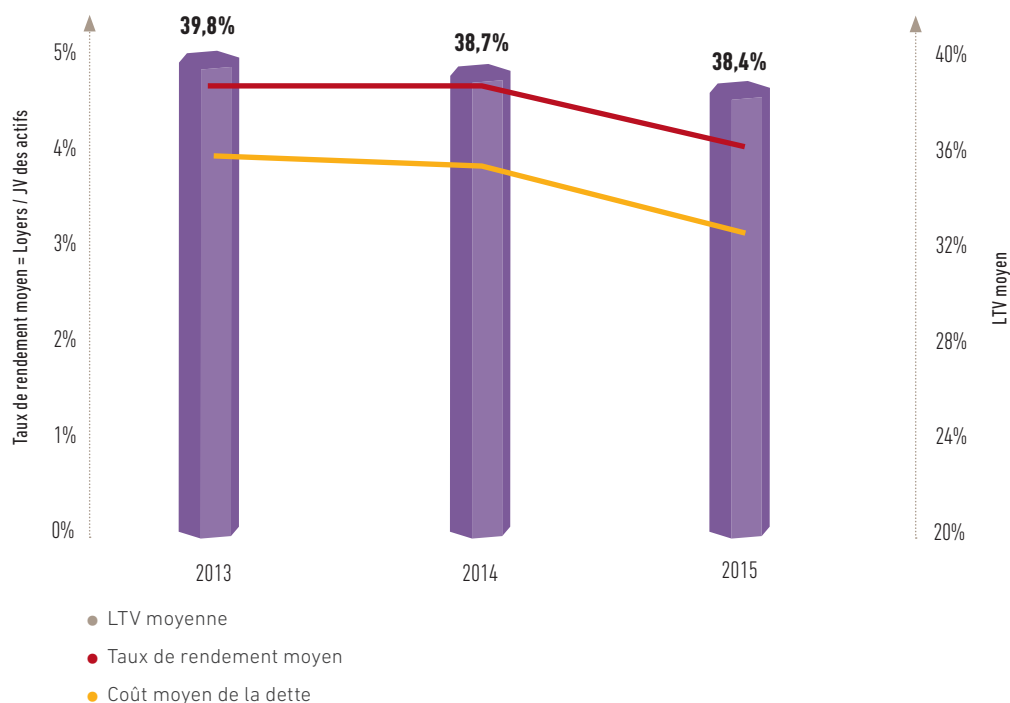
Sur le premier semestre 2016, de nouvelles émissions ont été réalisées par Unibail-Rodamco, Icade, Foncière des régions et Klépierre.



L'émission-type est de 500 M€ à 10 ans avec un taux moyen à 1,5 % soit à moins de 130 points de base au-dessus du taux de référence.

3.4. ÉVOLUTION DU RATIO LTV

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



Le niveau global de LTV a globalement diminué en lien avec les taux de rendement des actifs, pour atteindre 38,4% avec des LTV individuels allant de 32 à 45%.

Néanmoins, la baisse n'est pas uniforme sur l'ensemble des foncières puisque 6 foncières ont profité des niveaux de taux pour augmenter leur LTV.

COVENANTS FINANCIERS

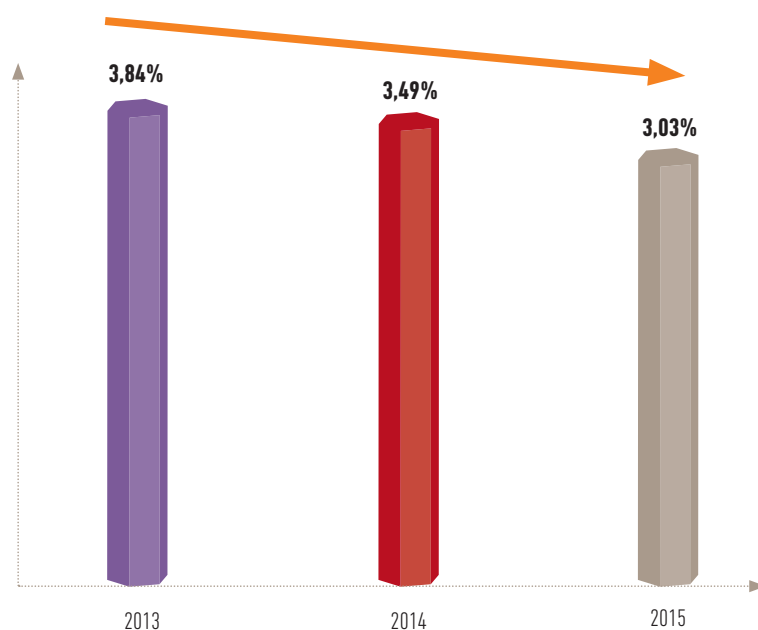
	Covenant	Déc. 2015	Déc. 2014	Delta
LTV ^(a)	≤ 60%	44,5%	37,7%	+ 6,8 pts
ICR ^(b)	≥ 2,0 x	7,3 x	5,9 x	+ 1,4 x

(a) LTV « Loan-to-Value » = Endettement net/Valeur réévaluée du patrimoine droits inclus.

(b) IRC = résultat opérationnel/Coût de l'endettement net (colonne « Cash-flow courant des opérations »).

Extrait du document de référence 2015 – Altarea-Cogedim

3.5. COÛT MOYEN DE LA DETTE

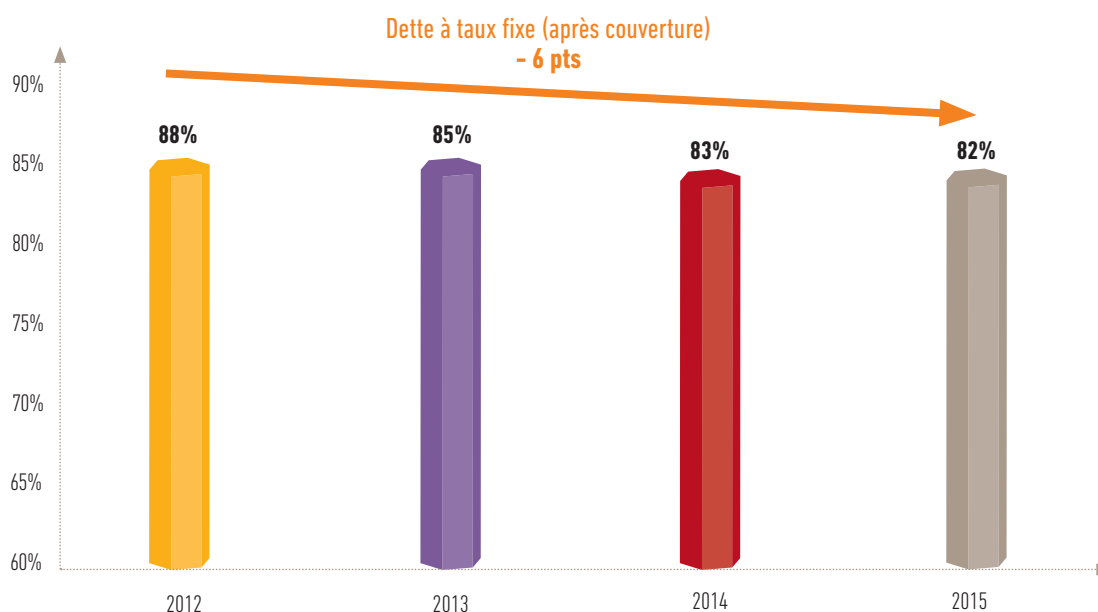


Dans un contexte toujours marqué par la baisse des taux pratiqués sur le marché, le coût de la dette de l'ensemble des foncières continue à diminuer et atteint 3% en 2015.

À noter que toutes les foncières du panel ont maintenu ou abaissé ce taux par rapport à l'an dernier.

Le coût moyen de l'endettement est stable ou en baisse chez 13 foncières sur 14 et reste plus élevé chez les foncières anglaises, en lien avec la maturité de leurs émissions.

3.6. TAUX MOYEN DE COUVERTURE



13 des 14 foncières du panel communiquent sur leur taux de couverture du risque de taux sans systématiquement préciser son calcul. Nous observons un taux moyen en diminution depuis 2012 pour s'établir à 82% en 2015.

Ce taux de couverture est variable d'une foncière à l'autre mais systématiquement supérieur à 60% :

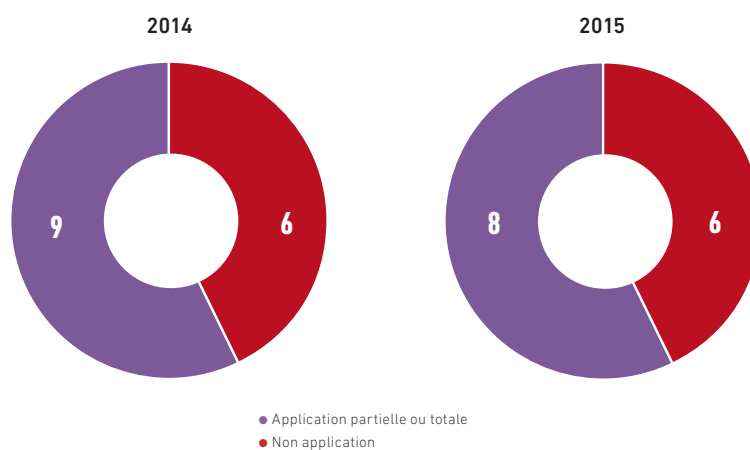
- 5 foncières ont augmenté leur taux de couverture ;
- 5 foncières ont procédé à une diminution de leur taux de couverture ;
- 4 foncières n'ont pas changé leur taux de couverture ou ne le communiquent pas.

Les foncières cherchent à se couvrir d'une augmentation des taux d'intérêt. L'amélioration des résultats récurrents de ces dernières années est à rapprocher de l'amélioration du résultat financier.

Our debt finance is raised at both fixed and variable rates. Derivatives (primarily interest rate swaps) are used to achieve the desired interest rate profile across proportionally consolidated net debt. Currently 64% of projected net debt (including our share of joint ventures and funds) is fixed over the next five years, and we expect this percentage to decrease over the forthcoming year. The use of derivatives is managed by a Derivatives Committee. The interest rate management of joint ventures and funds is addressed by each entity for its business.

Extrait du Document de référence 2015 – British Land

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 8 des 14 foncières du panel au sens d'IAS 39.

CONCLUSION

L'harmonisation de la communication financière des foncières de notre panel s'est poursuivie ces dernières années notamment via l'utilisation des indicateurs-clés de l'EPRA, facilitant ainsi la comparaison des performances de ces sociétés.

Il subsiste néanmoins certains thèmes / sujets à interprétation car les modalités de calculs des ratios LTV ou ICR peuvent ne pas être communiquées ou diverger d'un acteur à l'autre.

Si la communication des données relatives aux stratégies de financement semble suffisante, le niveau d'information de certains aspects du patrimoine pourrait être renforcé. Nous visons spécifiquement ici les actifs en développement et les tests de sensibilité des valeurs d'expertise, dans un contexte où certains évoquent une surévaluation des immeubles de placement, notamment en région parisienne.

CONTACTS

Baptiste Kalasz

Associé, Co-responsable du Secteur Immobilier

baptiste.kalasz@mazars.fr

Tél. : (+33) (0) 1 49 97 67 75

Johan Rodriguez

Senior Manager

johan.rodriguez@mazars.fr

Tél. : (+33) (0) 1 49 97 35 92

Audit Financier | Consulting | Financial Advisory Services | Expertise Comptable

Assistance et solutions d'urgence | Fiscalité | Conseil juridique | Actuariat

Photos : © Istock - Thinkstock

www.mazars.fr
[@MazarsFrance](https://www.linkedin.com/company/Mazars)