

COMMUNICATION FINANCIÈRE DES FONCIÈRES COTÉES

AU 31 DÉCEMBRE 2016



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

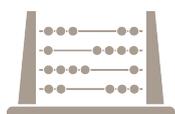
CONCLUSION

MAZARS EST UNE ORGANISATION INTERNATIONALE, INTÉGRÉE ET INDÉPENDANTE, SPÉCIALISÉE DANS L'AUDIT, LE CONSEIL AINSI QUE LES SERVICES COMPTABLES, FISCAUX ET JURIDIQUES. AU 1^{ER} JANVIER 2017, MAZARS EST PRÉSENT DANS LES **79 PAYS** QUI FORMENT SON PARTNERSHIP INTERNATIONAL INTÉGRÉ. MAZARS FÉDÈRE LES EXPERTISES DE **18 000 FEMMES ET HOMMES**. EMMENÉS PAR 950 ASSOCIÉS, ILS SERVENT LEURS CLIENTS À TOUTES LES ÉTAPES DE LEUR DÉVELOPPEMENT : DE LA PME AUX GRANDS GROUPES INTERNATIONAUX EN PASSANT PAR LES ENTREPRISES INTERMÉDIAIRES, LES START-UPS ET LES ORGANISMES PUBLICS.

INTRODUCTION

Hausse du RNR

+ 9 %



+ 5 %

**Augmentation
de la juste valeur
du patrimoine à
périmètre constant**

24 milliards d'€

**investis dans
le marché immobilier en
France en 2016**



Excellente performance financière des foncières cotées en 2016, qui bénéficient d'un environnement favorable à tous niveaux !

En 2016, le marché de l'investissement immobilier en France a connu un niveau proche de celui de 2014 et 2015 avec près de 24 milliards d'euros investis. L'appétit des investisseurs, couplé à la perspective d'un environnement de taux bas durable, devrait faire de 2017 une année record. Les spécialistes prédisent des montants investis supérieurs à ceux de ces dernières années, certains annonçant le montant vertigineux des 30 milliards d'euros.

Avec des résultats récurrents en hausse de 9 %, les foncières ont pleinement profité des restructurations de leurs passifs opérées ces dernières années et de la stabilisation du marché locatif.

Par ailleurs, compte tenu de la poursuite de la compression des taux de capitalisation, la valeur du patrimoine s'est appréciée de 5 %.

Cette évolution favorable ne s'est pourtant pas traduite dans les cours de bourse, dans un contexte politique et économique incertains.

Pour la 7^{ème} édition de cette étude, nous avons analysé la communication financière d'un échantillon européen de foncières cotées dans cet environnement dynamique.

Marie Martins, Directeur Expertises France chez Jones Lang LaSalle Expertises nous livre également son éclairage sur l'évolution des valeurs et les stratégies d'investissement.

Bonne lecture.

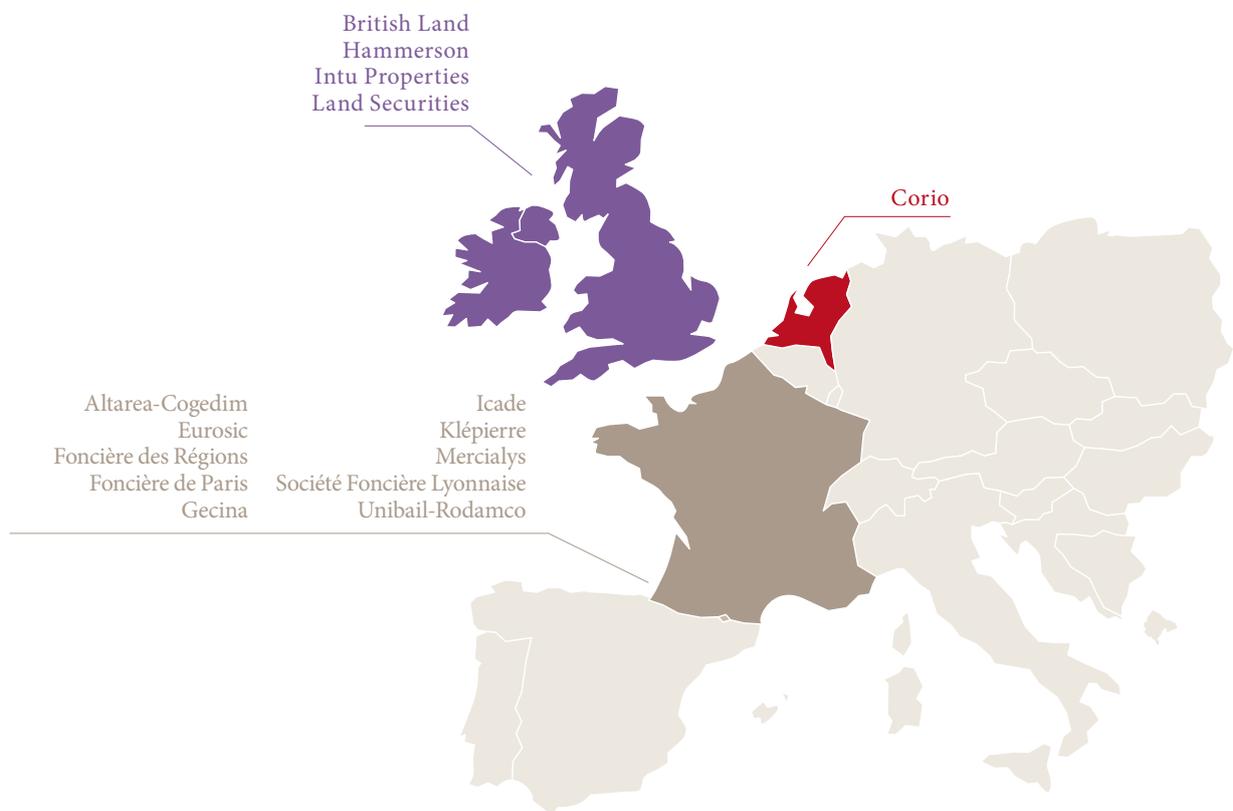
CHAMP DE L'ÉTUDE

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 7^{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.

CONSTITUTION DU PANEL

Notre étude porte sur la communication financière de treize foncières européennes cotées¹, dont les 9 premières françaises, en termes de capitalisation boursière.



Notre étude se fonde sur les rapports annuels 2016 et communiqués de presse des sociétés du panel. Pour Land Securities et British Land, les résultats étudiés sont ceux du 31 mars 2016.

1 : A noter que Corio et Foncière de Paris ne sont présentes que sur les données historiques.

DONNÉES-CLÉS DE CE PANEL

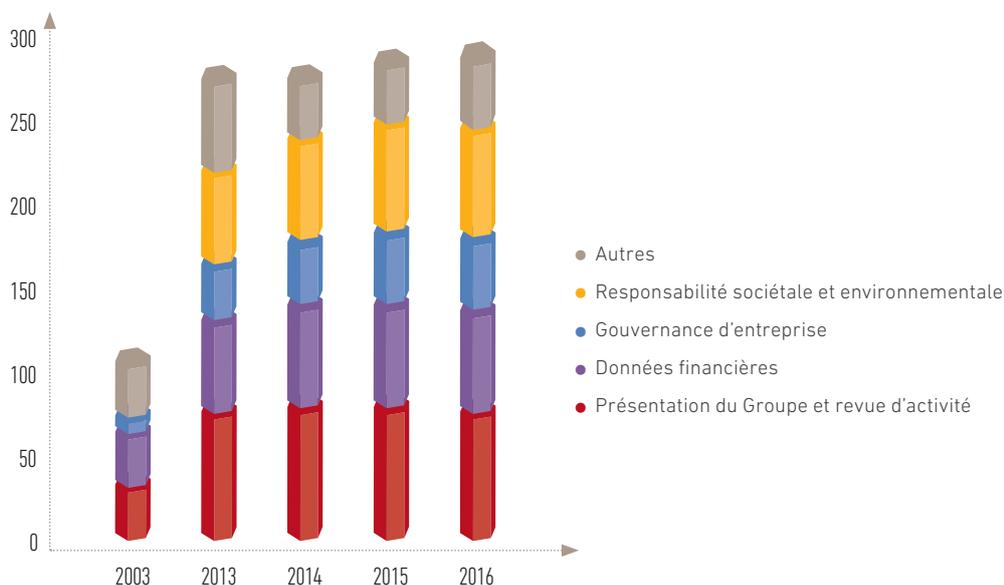


VOLUMÉTRIE MOYENNE ET STRUCTURE DES RAPPORTS ANNUELS DES FONCIÈRES

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 292 pages sur l'exercice 2016.

À noter que les tendances de ces dernières années se confirment. Les chapitres sur l'activité et sur la communication financière représentent chacun 26 % du volume du rapport. Les informations sur la Responsabilité Sociétale et Environnementale et sur la Gouvernance continuent d'occuper un volume important et représentent chacune une part d'environ 20 % en 2016.

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

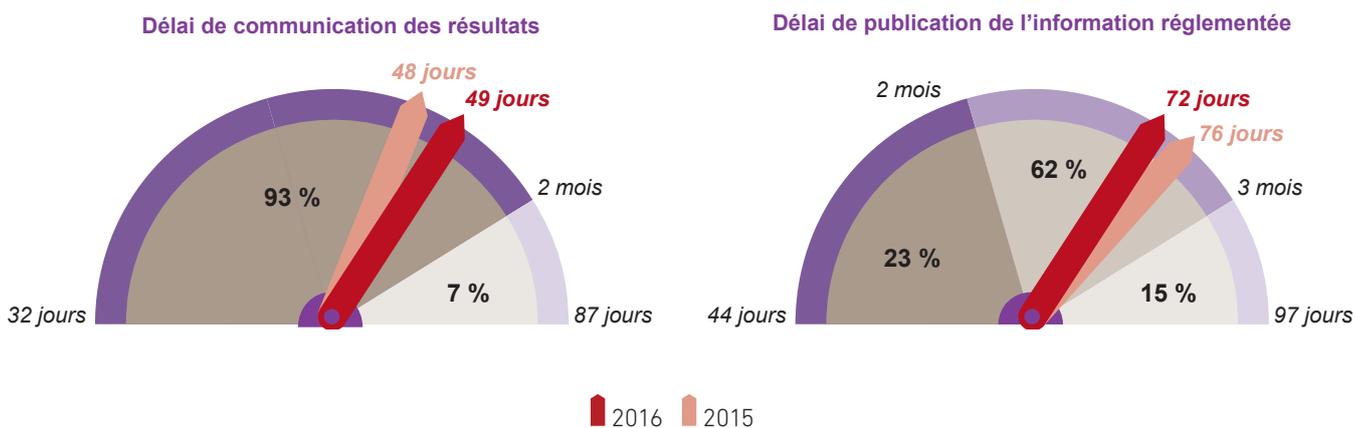


DÉLAIS DE PUBLICATION

Les treize foncières de notre panel ont publié leur communiqué de presse sur leurs résultats annuels dans un délai compris entre 32 et 87 jours, avec un délai moyen de 49 jours. Sur les treize foncières du panel, douze ont publié au cours du deuxième mois suivant la clôture.

De même que pour la communication de leurs résultats annuels, le délai de publication moyen du rapport annuel est de 72 jours, avec une grande disparité au sein du panel.

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



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 rendement pour l'actionnaire
- 1.4. Rendement et performance boursière
- 1.5. Suivi des principaux indicateurs EPRA
- 1.6. Objectifs ou perspectives définis dans les communiqués de presse annuels
- 1.7. Actualités techniques

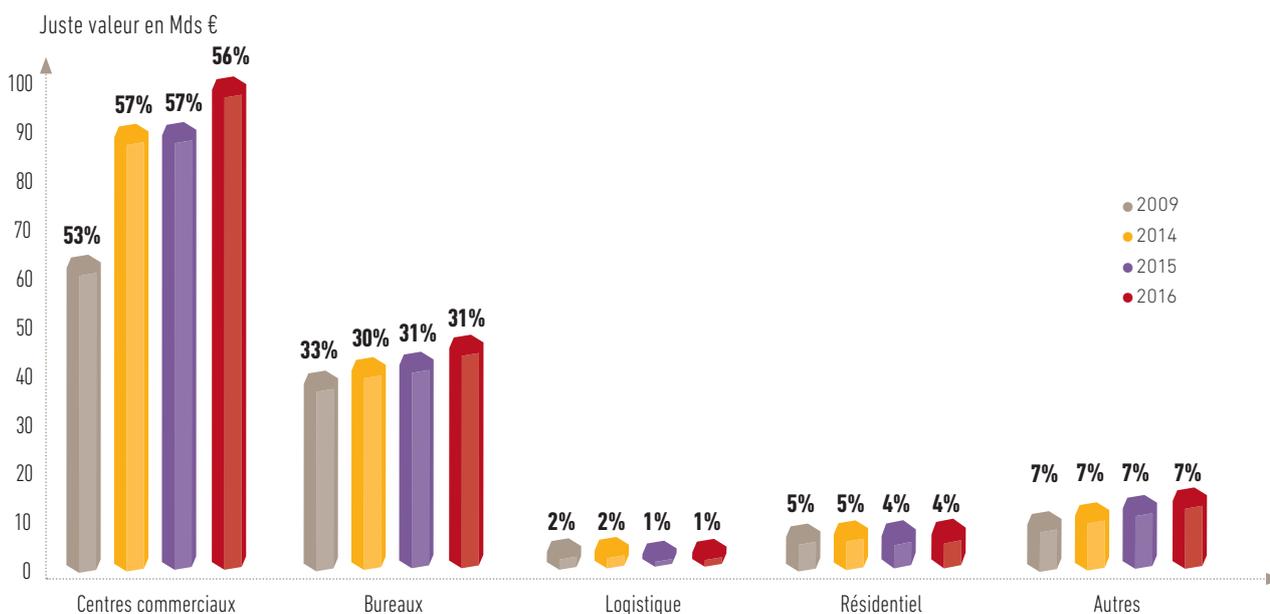


1.1. POSITIONNEMENT SECTORIEL ET GÉOGRAPHIQUE

Évolution de la valeur du patrimoine par secteur

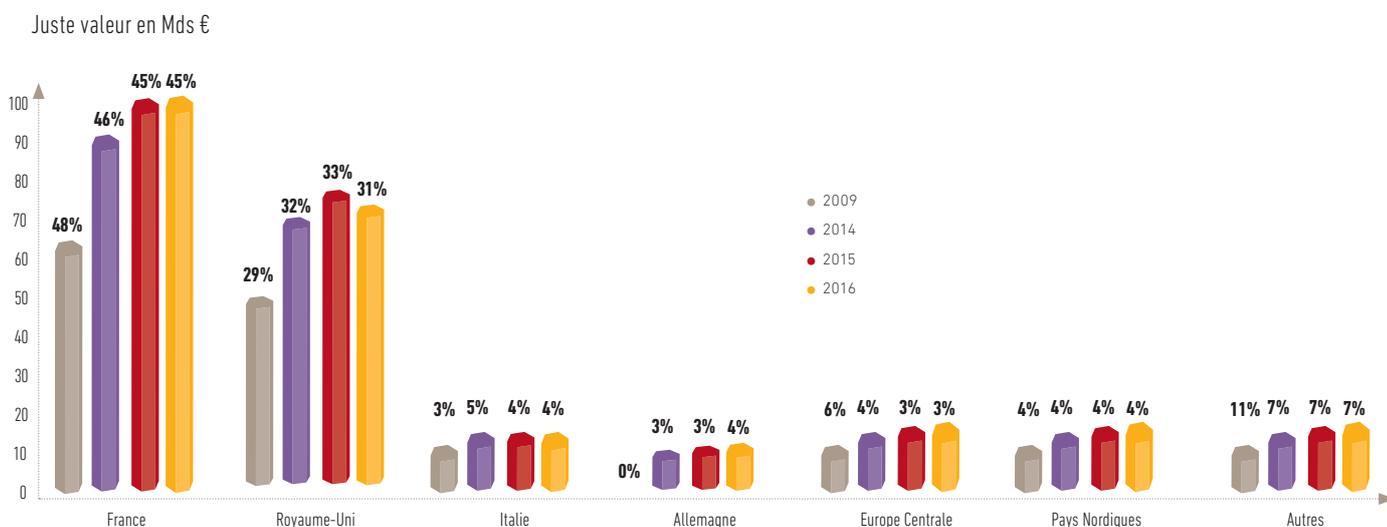
La norme IFRS² 8 « Secteurs opérationnels » vise à harmoniser l'information sectorielle fournie dans la communication financière. Une société doit ainsi fournir des informations qui permettent d'évaluer la nature et les effets financiers des activités auxquelles elle se livre et des environnements économiques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



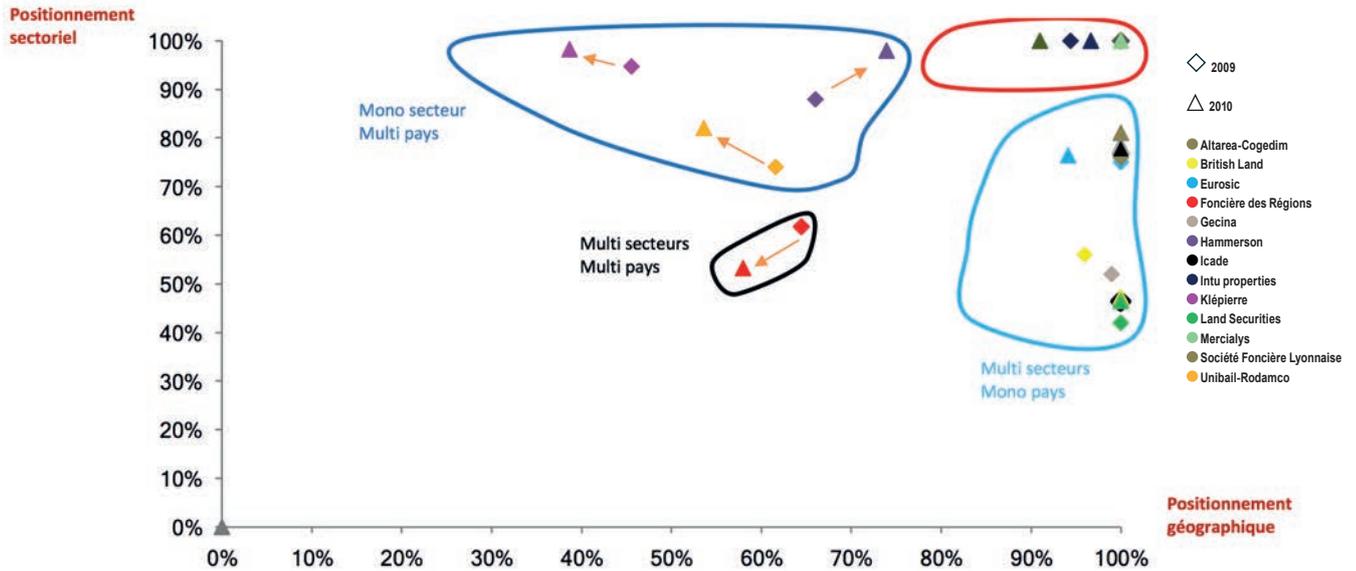
Le portefeuille du panel est majoritairement investi dans les centres commerciaux et les bureaux, avec une part de ces deux secteurs représentant 87 % du patrimoine. Le portefeuille est stable par rapport à 2015.

En lien avec la composition de notre panel constitué de 9 foncières françaises et 4 foncières anglaises, 77 % du patrimoine en Juste Valeur est situé en France ou au Royaume-Uni (vs 80 % en 2015).



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.

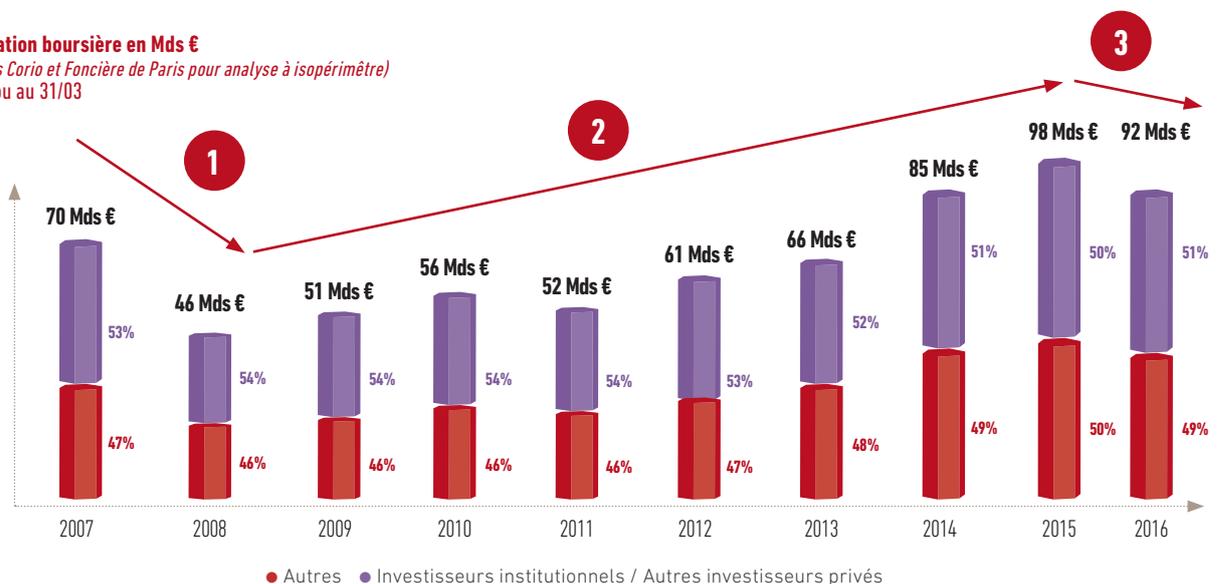
Le panel s'articule suivant quatre profils distincts :

- 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 Gecina, largement implantées dans leur pays sur plusieurs secteurs ;
- Le profil **Multi-Secteurs, Multi-Pays**, représenté par Foncière des Régions.

1.2 ÉVOLUTION DES CAPITALISATIONS BOURSIÈRES

Capitalisation boursière en Mds €

(Panel hors Corio et Foncière de Paris pour analyse à isopérimètre)
Au 31/12 ou au 31/03

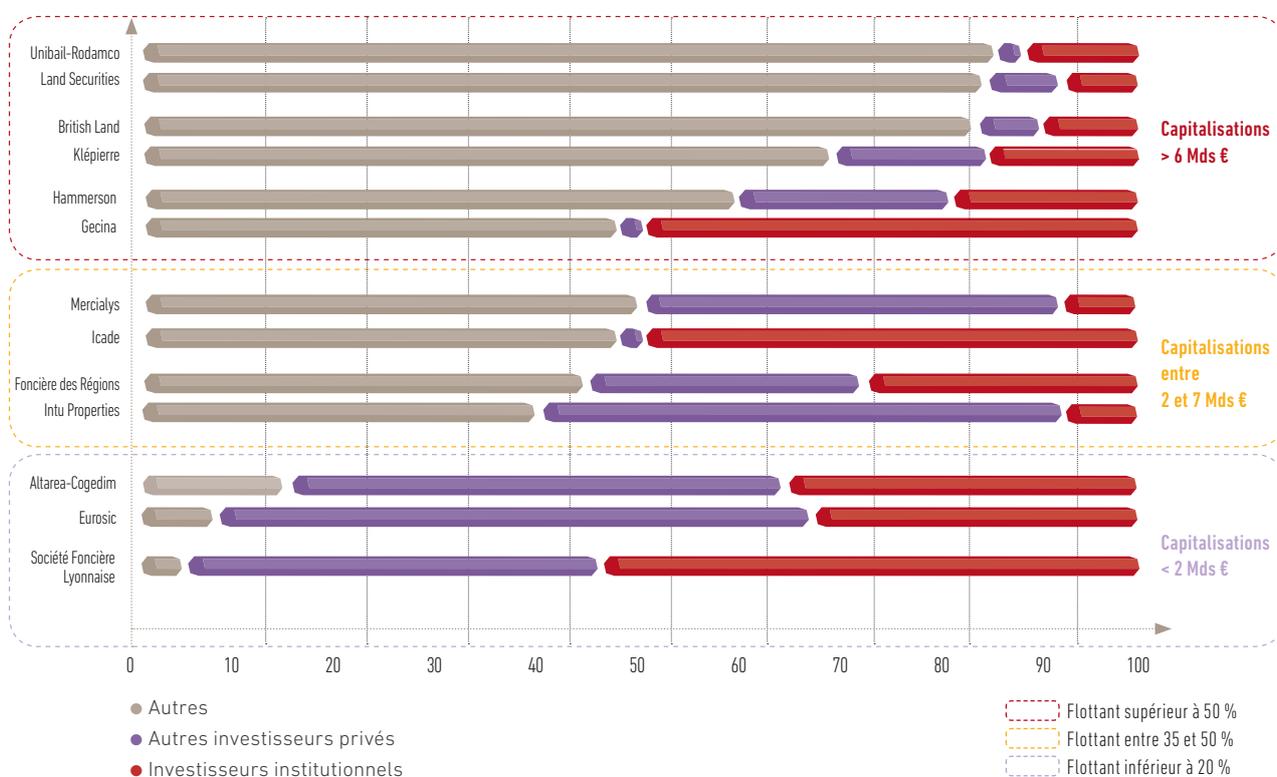


Après 5 ans de croissance, les capitalisations boursières du panel s'élèvent à 92 milliards d'euros fin 2016 en baisse par rapport à fin 2015. Cette baisse met fin à une période de croissance continue (hausse de 102 % des capitalisations boursières entre 2008 et 2015).

À noter toutefois qu'il est difficile de parler de tendance. Cette baisse ne concerne pas l'ensemble des foncières du panel. 6 foncières du panel ont vu leur capitalisation croître alors que 7 foncières ont vu leur capitalisation boursière reculer.

1.3 STRUCTURE DE L'ACTIONNARIAT ET RENDEMENT POUR L'ACTIONNAIRE

Structure de l'actionnariat



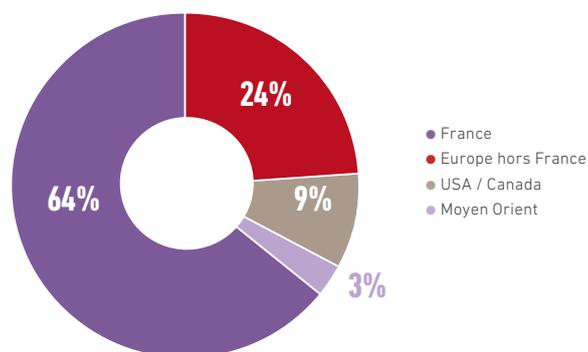
La structure de l'actionnariat reste stable par rapport à l'année précédente.

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 50 %, comme Unibail-Rodamco ou Land Securities ;
- Un flottant compris entre 35 et 50 % pour des capitalisations comprises entre 2 et 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.

Origine des investisseurs institutionnels (foncières françaises)

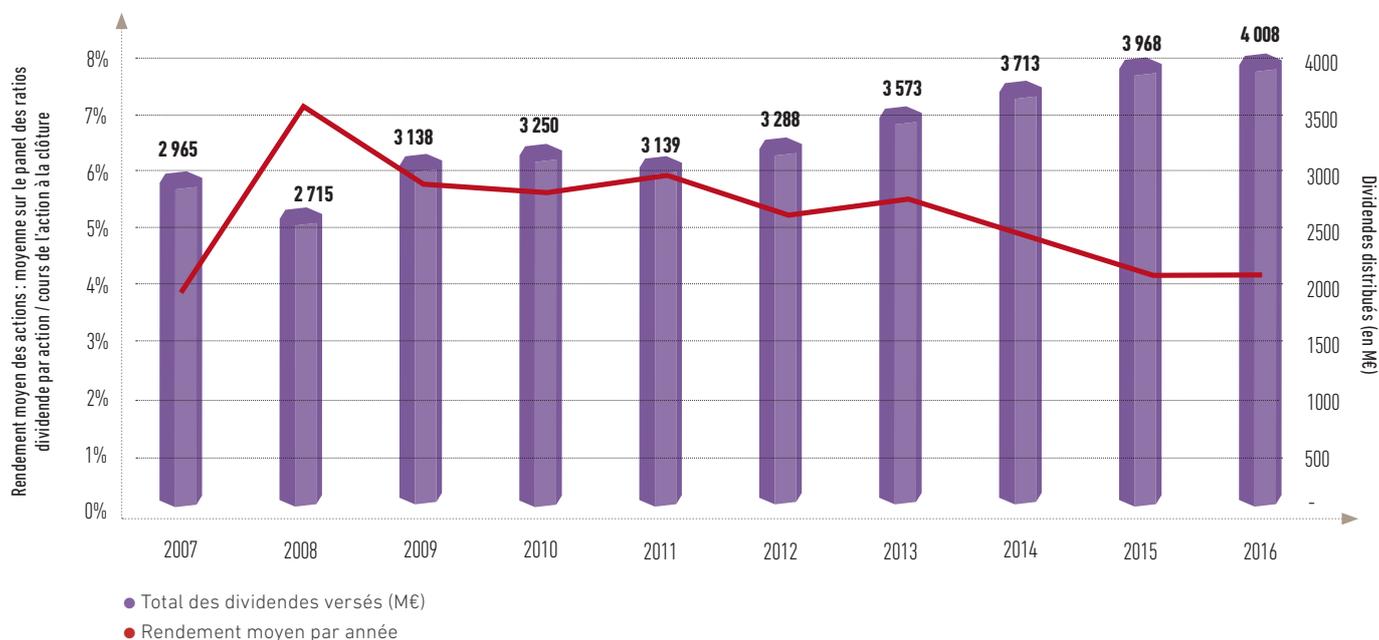


L'actionnariat des foncières françaises du panel est majoritairement européen, près de deux tiers français, soit un niveau relativement stable par rapport à l'année précédente.

Dividendes distribués et rendement pour l'actionnaire

La distribution de dividendes est un point récurrent de la communication des foncières. Ces foncières étant toutes des REIT (Real Estate Investment Trust), SIIC en France, elles ont 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 2016 et est en constante augmentation depuis 2011.



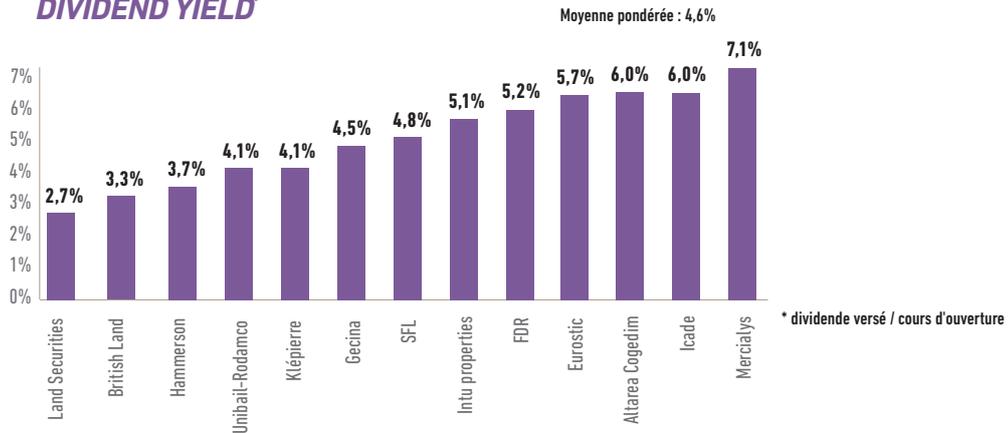
1.4 RENDEMENT ET PERFORMANCE BOURSIÈRE

Le graphique ci-dessous traduit la surperformance de l'indice IEIF REIT par rapport à l'indice EUROSTOXX 50.

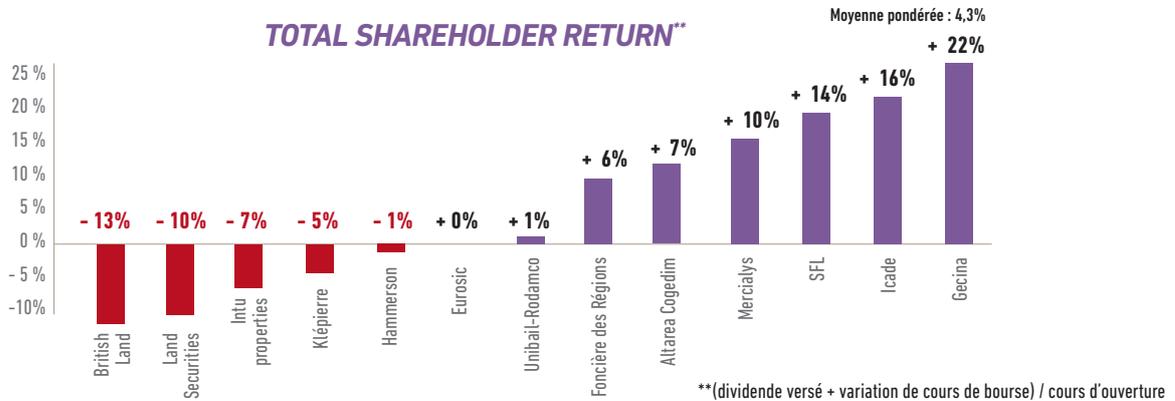


Le Dividend Yield* est de 4,6 % en moyenne pondérée sur l'ensemble du panel pour un écart type restreint de 1,3 %.

DIVIDEND YIELD

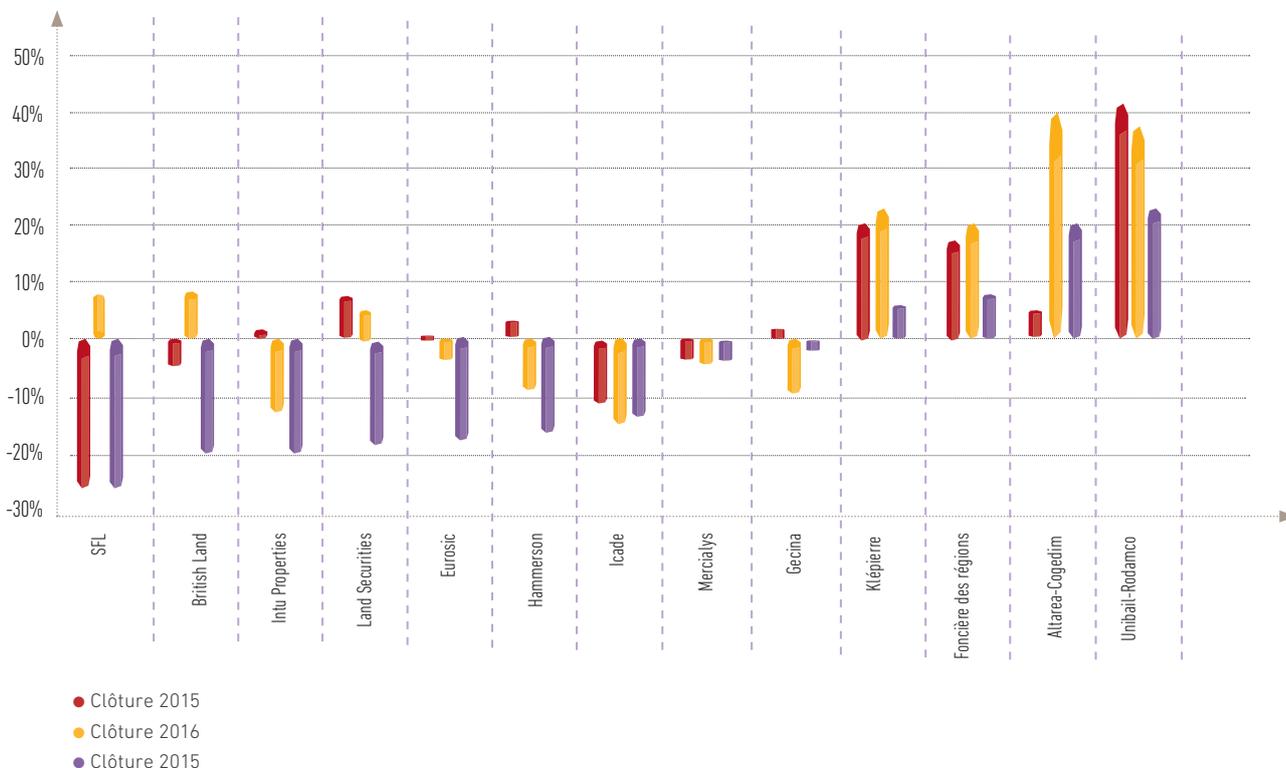


TOTAL SHAREHOLDER RETURN**



L'analyse de l'indicateur Total Shareholder Return ** indique une disparité entre foncières pour des valeurs allant de -13 % à 22 %.

En 2014, le panel passe en situation de surcote pour la première fois depuis 2006 et atteint un niveau de surcote de + 3 % en 2015.



En 2016, la situation s'inverse et le panel repasse en situation de décote à un niveau de -6% avec cependant des niveaux différents selon le type d'actifs exploités.

• Ecart type 2014 = **16 %**

• Ecart type 2015 = **19 %**

• Ecart type 2016 = **16 %**



Sur 13 foncières, 11 ont vu un recul de leur surcote ou un creusement de leur décote, notamment compte tenu des craintes d'une hausse des taux d'intérêt, dans un contexte économique et politique incertain.

1.5 SUIVI DES RECOMMANDATIONS EPRA

L'EPRA préconise de communiquer sur plusieurs indicateurs de performance qui visent à favoriser la transparence et la comparabilité des comptes des sociétés immobilières cotées en Europe.

Nous constatons que les foncières du panel sont attentives à ces recommandations qu'elles suivent très majoritairement. Nous notons une amélioration de la communication du panel sur ces indicateurs, 12 des 13 foncières du panel communiquant désormais sur l'ensemble des indicateurs recommandés.

		Althea Cogedim	British Land	Eurosic	Foncière des Régions	Gecina	Hamm- erson	Icade	Intu Prop- erties	Klépierre	Land Securi- ties	Mercialys	Société Foncière Lyon- naise	Unibail- Rodamco	TOTAL 2016	TOTAL 2015	EVOLUTION
Compte de résultat	EPRA earnings		•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	92%	92%	=
	EPRA earnings par action		•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	92%	92%	=
	Ratio de coûts EPRA (yc coût de la vacance)		•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	92%	85%	↗
	Ratio de coûts EPRA (hors coût de la vacance)		•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	92%	85%	↗
ANR	ANR (EPRA NAV)	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	100%	100%	=
	ANR (EPRA NAV) par action	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	100%	100%	=
	ANR triple net (EPRA NNAV)	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	100%	100%	=
	ANR triple net (EPRA NNAV) par action	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	100%	100%	=
Patrimoine	Taux de vacance EPRA fin de période		•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	92%	92%	=
	Taux de rende- ment EPRA Net Initial Yield		•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	92%	85%	↗
	Taux de rende- ment EPRA "topped-up" Net Initial Yield		•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	•	92%	92%	=

1.6 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 2016, nous avons analysé la communication des foncières de notre panel sur leur perspectives.

		Althea Cogedim	British Land	Eurosic	Foncière des Régions	Gecina	Hamm- erson	Icade	Intu Prop- erties	Klépierre	Land Securi- ties	Mercialys	Société Foncière Lyon- naise	Unibail- Rodamco	TOTAL 2016	TOTAL 2015	ÉVOLUTION
LTV	Donnée chiffrée	•				•						•			23%	14%	↗
	Tendance														0%	7%	↘
RNR*	Donnée chiffrée	•			•	•		•		•		•		•	54%	43%	↗
	Tendance														0%	14%	↘
Cessions	Donnée chiffrée				•										8%	21%	↘
	Tendance					•						•		•	23%	7%	↗
Loyers	Donnée chiffrée	•	•												15%	29%	↘
	Tendance				•	•			•			•			31%	21%	↗

* 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. Retenons enfin que 7 foncières sur 13 communiquent sur un objectif de RNR chiffré.



1.7 ACTUALITÉS TECHNIQUES

Amendement IAS 40

Le 8 décembre 2016, l'IASB a publié les amendements à la norme IAS 40 - Immeubles de placement.

Les modifications apportées viennent préciser le principe selon lequel une entité doit transférer un bien immobilier depuis (ou vers) la catégorie immeubles de placement. Par exemple, quand est-il possible de transférer un actif comptabilisé jusqu'alors en Stocks ?

Ce transfert doit être opéré si, et seulement si, l'immeuble satisfait ou cesse de satisfaire à la définition d'un immeuble de placement et si un changement d'utilisation est mis en évidence, c'est-à-dire lorsque l'immeuble devient, ou cesse d'être, un immeuble de placement au sens de la norme.

Il est à noter que :

- un changement des intentions de la direction ne constitue pas à lui seul une indication d'un changement d'utilisation ;
- la liste d'indicateurs du paragraphe 57a) à d) est maintenue mais est désormais clairement désignée comme une liste non exhaustive.

Ces amendements s'appliqueront aux exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2018, avec possibilité d'application anticipée.

En matière de dispositions transitoires, il est prévu que les entités appliqueront ces amendements aux changements d'utilisation des immeubles intervenant postérieurement à l'ouverture de l'exercice de première application.

Une application rétrospective sera permise dès lors qu'elle ne requerra pas le recours à des informations a posteriori.

IFRS 9

Ces trois normes n'étaient pas applicables à la clôture 2016.

La norme IFRS 9, adoptée en juillet 2014, traite des instruments financiers et remplacera IAS 39 au 1^{er} janvier 2018. IFRS 9 fait évoluer les aspects suivants :

Phase 1 – Classement et évaluation des actifs financiers : nouvelles règles de classement pour les actifs financiers et nouvelles modalités de comptabilisation pour les passifs financiers à la juste valeur par résultat sur option

Phase 2 – Dépréciation : constatation plus en amont des pertes de crédit du fait de provisionnement des pertes de crédit attendues dès l'octroi d'un crédit

La norme IFRS 9 prévoit des mesures de simplification pour les créances commerciales et les créances de location. D'après l'article 5.5.15b, la possibilité d'estimer la dépréciation à tout moment à hauteur des pertes attendues à maturité est ouverte aux créances de location sans qu'il y ait des conditions rattachées à l'application de cette option, autres que de l'appliquer de manière permanente dans le temps. À noter qu'il s'agit d'un double choix de méthode comptable, pouvant être retenu de manière différenciée pour les créances issues de contrats de location-financement et les contrats de location simple.

Cette option semble très naturelle pour les contrats de location simple dont la durée des créances est généralement inférieure à 12 mois. Le fait d'opter pour les pertes à maturité à tout moment faciliterait largement le suivi opérationnel des dépréciations sous IFRS 9 car pour une créance à moins de 1 an, la perte de crédit attendue pour les 12 mois à venir ou la perte de crédit pour la durée de vie seront équivalentes.

Enfin, cette option permet de s'exempter du suivi de la qualité des locataires et évite de stocker la notation d'origine dans les systèmes et de définir ce qui constitue une dégradation significative du risque de crédit depuis l'origine.

Phase 3 – Couverture : assouplissement des conditions préalables à la comptabilité de couverture

IFRS 9 assouplit les conditions d'application de la comptabilité de couverture et introduit plusieurs nouveautés permettant de mieux réconcilier les traitements comptables avec les modalités de gestion des foncières.

Par ailleurs, IFRS 9 fait actuellement l'objet de discussion sur les sujets de renégociations de dettes. Le traitement comptable d'une modification / échange d'une dette ne conduisant pas à sa décomptabilisation pourra évoluer lors de l'application de la norme IFRS 9 en lien avec le nouveau paragraphe (5.4.3) traitant de la modification des actifs. Ce nouveau paragraphe considère qu'une modification / renégociation des termes d'un actif financier sans décomptabilisation doit être comptabilisée comme un changement dans l'estimation des flux contractuels. Dans ce cas, un impact résultat est constaté à hauteur de l'écart de flux attendus actualisés au TIE d'origine. L'IFRS IC a été sollicité pour savoir si ce traitement côté actif doit être également être retenu pour les renégociations de passifs sous IFRS 9.

IFRS 15

La norme IFRS 15 relative à la reconnaissance des revenus sera d'application obligatoire aux exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2018.

Cette norme remplacera les normes IAS 11 - Contrats de construction, IAS 18 - Produits des activités ordinaires, ainsi que les interprétations liées.

IFRS 15 n'aura que peu d'impact sur les comptes consolidés des foncières cotées, les contrats de location relevant aujourd'hui de la norme IAS 17, demain de la norme IFRS 16, étant clairement exclus du champ d'application de la norme IFRS 15.

IFRS 16

Enfin, la nouvelle norme IFRS 16 sera applicable obligatoirement pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2019. Sa mise en œuvre pourra néanmoins être anticipée pour coïncider avec celle de la norme IFRS 15.

Cette norme impactera majoritairement les locataires, notamment sur la présentation de leurs états financiers par la comptabilisation au bilan de certains contrats de location selon un modèle unique, ou par une nécessaire analyse approfondie des termes des contrats.

Côté bailleur, la norme ne modifiera pas significativement le mode de comptabilisation des contrats de location. Un accroissement des annexes est cependant à anticiper. En effet des informations quantitatives et qualitatives supplémentaires devront être fournies afin de permettre aux utilisateurs de mieux apprécier les impacts des contrats de location sur les états financiers, la performance et les flux de trésorerie.

Recommandation AMF

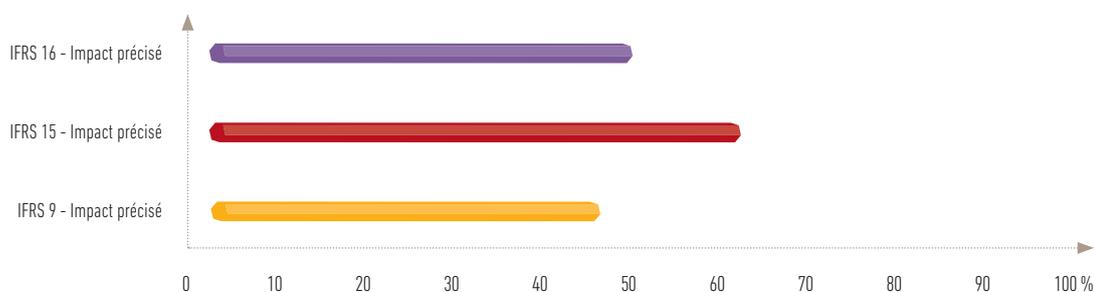
Les thèmes abordés cette année concernent les agrégats de performance financière, les conséquences du référendum au Royaume-Uni et les nouvelles normes comptables.

Sur le sujet des nouvelles normes comptables, l'AMF pose les principes d'une bonne information :

Une approche progressive de présentation de l'information d'ici à la date de l'entrée en vigueur des nouveaux textes avec :

- Des informations de plus en plus précises, et notamment qualitatives avec la mention des options retenues et quantitatives, avec une distinction par nature d'impact, par typologie de contrat et les impacts attendus sur les agrégats utilisés en communication financière
- Une information chiffrée lorsque l'impact est significatif au plus tard à l'arrêté semestriel précédant l'exercice d'entrée en vigueur du nouveau texte soit au 30 juin 2017 pour IFRS 15 et IFRS 9
- L'obligation d'information requise par IAS 8 sur les nouveaux textes publiés, non encore entrés en vigueur et non appliqués par anticipation, avec la mention de ce fait et la communication des informations connues ou pouvant raisonnablement être estimées concernant l'évaluation de l'impact possible de l'application de la nouvelle norme IFRS sur les états financiers de l'entité au cours de sa première période d'application.

Communication des foncières sur les impacts des normes IFRS 9, 15 et 16



Au 31 décembre 2016, 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 :

3.5.2.1. Référentiel

Les Comptes consolidés de Gecina et de ses filiales (« le Groupe ») sont établis conformément aux normes IFRS telles qu'adoptées par l'Union européenne à la date de clôture.

Les normes et interprétations officielles éventuellement applicables postérieurement à la date d'arrêté (notamment IFRS 15 Produits des activités ordinaires tirés des contrats avec des clients, IFRS 16 Contrats de location et IFRS 9 Instruments financiers) n'ont pas été appliquées par anticipation et ne devraient pas avoir d'impact significatif sur ses comptes.

Extrait du document de référence 2016 - Gecina

2. COMMUNICATION FINANCIÈRE AUTOUR DU PATRIMOINE

2.1 Evaluation 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. Communication autour des baux

2.7. Communication autour des loyers

2.8. Communication sur les règles de dépréciation des créances





5 QUESTIONS À



MARIE MARTINS,
REGIONAL DIRECTOR
DIRECTEUR EXPERTISES
FRANCE
JONES LANG LASALLE
EXPERTISES

Comment ont évolué les valeurs d'expertise au cours de l'exercice 2016 ?

De manière générale les valeurs d'expertise ont fortement progressé au cours de l'année 2016 de l'ordre de 5 à 15 % entre le début et la fin de l'année, traduisant le dynamisme du marché et le volume de capitaux important disponible chez tous les investisseurs français et étrangers. En outre, les conditions de financement à faible coût sont également très favorables depuis plusieurs mois.

En 2016, 80 % des transactions à l'investissement ont été portés par des investisseurs français dont une grande partie par les foncières et les compagnies d'assurances. L'appétit des investisseurs était tel que nous, experts, devons être en connexion quotidienne avec les équipes de commercialisation pour appréhender les évolutions des différents marchés. En effet, si l'expert doit toujours s'appuyer sur des transactions réalisées, plusieurs mois s'écoulent entre le début de la négociation à l'acquisition et la date de signature de l'acte authentique. L'expert doit donc vérifier comment les conditions de marché à la date de son expertise ont pu varier depuis les dernières transactions portées à sa connaissance. Dès lors, les avant-contrats en cours de signature peuvent être utiles à sa réflexion pour l'estimation immobilière du patrimoine des investisseurs.



Que retenir des dernières campagnes d'expertise au 30 juin 2017, notamment quant à l'évolution des taux de rendement ?

Nous avons identifié depuis le 1^{er} semestre 2017 un marché immobilier à deux vitesses : le marché des actifs dits « core » ou « core plus » qui bénéficient toujours de l'appétence des investisseurs ayant encore de nombreux capitaux à placer, mais également le marché des actifs « value add ».

Si les investisseurs reviennent vers les actifs de seconde qualité et/ou nécessitant un travail d'asset management, ces derniers restent prudents sur le prix d'acquisition et traduisent le risque dans le taux de rendement.

Sur les dernières campagnes d'expertise au 30 juin 2017, nous avons donc poursuivi la compression des taux de rendement sur les actifs les plus recherchés, c'est-à-dire ceux dont le flux locatif était sécurisé, bénéficiant d'une bonne localisation et pour lesquels les locataires bénéficient d'une signature solide.

En revanche nous avons maintenu les taux de rendement des actifs de seconde qualité ou « value add ».

Au-delà des actifs de bureaux, commerces et logistique et la santé, nous notons que depuis 24 mois, de nouvelles classes d'actifs deviennent la cible des investisseurs : les résidences services senior et les résidences services étudiante. Les taux de rendement de ces classes d'actifs, bien qu'appartenant à une niche d'investissement, ont eux aussi subi une forte compression ces derniers mois : environ 50 bips depuis 12 mois.

Un éventuel recul des valorisations est-il attendu d'ici la fin de l'année 2017 ?

Bien que l'OAT (TEC 10 ans) ait progressé en début d'année, laissant présager une progression des taux d'intérêt et par effet domino une progression des taux de rendement, le spread existant entre les taux de rendement « prime » et les taux d'intérêt d'emprunt est encore important. En outre, la courbe des OAT est depuis plusieurs mois repartie à la baisse. Nous estimons donc qu'il n'y aura pas de hausse des taux de rendement sur les actifs « core ».

Il est cependant difficile d'anticiper les variations de valeurs à l'horizon 6 mois car même si la visibilité est correcte sur la conjoncture économique en France, il n'est pas simple de parier sur les réformes à venir en matière de fiscalité immobilière, ni sur l'impact du Brexit dont la mise en oeuvre n'est pas encore réalisée, ou encore sur les conséquences de la politique économique américaine et leurs effets sur l'économie européenne et française.

Si nous devons nous prononcer sur le marché des bureaux, nous notons que les mesures d'accompagnement du loyer se sont réduites depuis plusieurs mois, tandis que les loyers de marché ont légèrement progressé dans les secteurs sous-offreurs. Ainsi, dans les meilleurs secteurs, les loyers économiques sont soit supérieurs à ceux constatés ces derniers mois, soit équivalents.

En d'autres termes, nous pensons qu'il n'y aura pas de correction des valeurs en fin d'année et nous tablons davantage sur une stabilisation de ces dernières pour cette typologie d'actif ; si ces derniers sont de qualité.



Les rapprochements récents ou annoncés traduisent-ils la rareté des actifs sur le marché ?

Nous ne pensons pas que les rapprochements récents traduisent immédiatement la rareté des actifs sur le marché, mais davantage un changement de stratégie des grandes foncières et de manière générale des groupes ayant le souhait de se développer et de peser sur les marchés internationaux.

Les rapprochements des différentes entités vont leur permettre d'acquérir une force de frappe plus importante, de pouvoir s'orienter vers un développement plus actif sur les marchés européens comme c'est déjà le cas depuis quelques années. C'est aussi l'occasion pour ces nouvelles foncières de diversifier leur patrimoine immobilier en s'orientant à l'acquisition vers des actifs « value add » ou bien des familles d'actifs d'exploitation telles que ceux du secteur sanitaire et social (clinique, EHPAD, SSR), ainsi que les résidences de tourisme, résidences services senior ou étudiante à l'échelle européenne.

Assiste-t-on à l'émergence de nouvelles stratégies d'investissement, notamment en termes de prise de risque ?

Très clairement, oui. Alors que les années 2014 et 2015 ont été marquées par une volonté affirmée des investisseurs de se concentrer vers des actifs « core » dans un contexte d'incertitude économique, nous constatons depuis le début de l'année 2016, une nouvelle appétence au risque. Cela est lié à une meilleure visibilité de la situation économique en France avec un niveau de croissance prévisionnelle qui de 1,2 % début 2016 dépasserait les 1,6 %, à fin 2017. L'indice de confiance du climat des affaires est en hausse depuis près d'un an et nous constatons de nouveau des créations d'emplois dans le secteur des services. Ces éléments convergents rassurent les investisseurs et les incitent donc à s'orienter vers des actifs plus risqués mais proposant des rendements supérieurs. ■

2.1. ÉVALUATION DES IMMEUBLES DE PLACEMENT

Option de comptabilisation retenue (IAS 40)

	Altarea-Cogedim	British Land	Eurosic	Foncière des Régions	Gecina	Hammerson	Icade	Intu Properties	Klépierre	Land Securities	Mercialys	Société Foncière Lyonnaise	Unibail-Rodamco
Juste valeur	•	•	•	•	•	•		•	•	•		•	•
Coût amorti							•				•		
Justification du choix du 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.

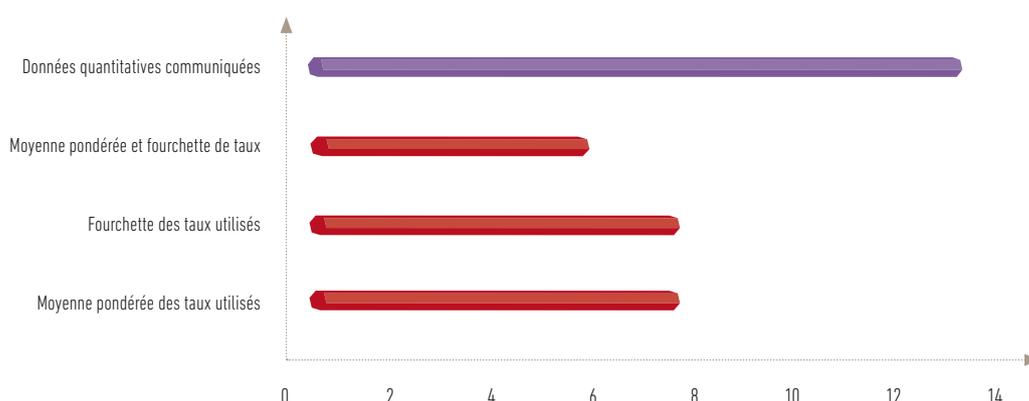
L'EPRA recommande aux foncières de valoriser leurs immeubles de placement à la juste valeur ou de justifier l'application du modèle du coût amorti.

11 foncières sur 13 ont opté pour le modèle de la juste valeur. Klépierre ayant opté pour ce modèle à compter du second semestre 2016.

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 côtés 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



Tous les foncières de notre panel ayant communiqué cette information (soit 12 foncières sur les 13 du 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 que le nombre d'émetteurs communiquant sur les fourchettes de taux utilisés est en légère hausse, 60 % du panel fournissant désormais cette information contre moins de 50 % l'année précédente.

De plus, près de 50% des émetteurs publient à la fois une fourchette de taux et une moyenne pondérée.



Comme lors de notre précédente étude, nous recommandons aux émetteurs publiant uniquement des fourchettes de taux de s'orienter vers des moyennes pondérées, plus représentatives d'un portefeuille diversifié.

		Taux de capitalisation initial ^(a)	Loyer en € par m ² ^(b)	Taux d'actualisation ^(c)	Taux de capitalisation de sortie ^(d)	TCAM des loyers nets ^(e)
France	Maximum	8,4 %	782	8,2 %	7,3 %	6,0 %
	Minimum	3,9 %	94	5,4 %	3,8 %	1,5 %
	Moyenne pondérée	4,7 %	377	5,9 %	4,4 %	2,8 %
International	Maximum	6,7 %	404	7,3 %	6,7 %	2,2 %
	Minimum	5,6 %	187	7,0 %	5,5 %	1,6 %
	Moyenne pondérée	6,3 %	309	7,1 %	6,0 %	1,9 %

(a) Le taux de capitalisation initial est le rendement locatif net sur la valeur d'expertise HD.

(b) Loyer annuel moyen (loyer minimum garanti + loyer variable) par actif et m².

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

(d) Taux de capitalisation pour actualiser les revenus en année de sortie pour calculer la valeur de sortie.

(e) Taux de croissance annuelle moyenne (TCAM) des loyers nets.

Extrait du Document de référence 2016 - Altarea Cogedim

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).

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

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

	Altarea Cogedim		Eurosic		Foncière des Régions		Gecina		Hammerson		Klépierre		Land Securities		Mercialys		Société Foncière Lyonnaise		Unibail-Rodamco	
	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	Var. T	Var.VE	Var. T	Var.VE
Scénarii de tests de sensibilité des valeurs d'expertise (VE) aux variations des taux de rendement (T)																				
Scénario 1	+25 pbs	-4.32%	+500 bps	-3.6%	+50 bps	9,61%	+50 bps	-9,6%	+25bp	-3,29%	+10 bps	-2%	+25 bps	-5.6%	-50 bps	-7.72%	+25bp	> -7%	-25 bps	-5,4%
Scénario 2	-25 pbs	+4.84%	-500 bps	+4.51%	-50 bps	-7,95%			-25bp	7,62%			-25 bps	6.1%	+50 bps	+9.22%	-25bp	< 7%	-25 bps	+6%
Scénario 3																			-50 bps	-10%
Scénario 4																			-50 bps	+13%
Scénario 5																			-100 bps	-19%
Scénario 6																			-100 bps	+30%
Scénario 5																			-150 bps	-26%
Scénario 6																			-150 bps	+52%

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

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

10 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.

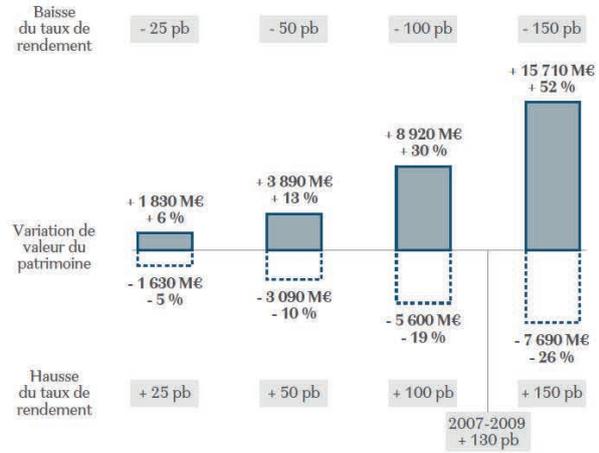
Pour celles qui les pratiquent, et en l'absence d'obligation donnée par la norme, les tests pratiqués sont très hétérogènes et conduisent à des impacts limités sur les valorisations de l'ordre de +/-5% en fonction des scénarii.

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.

Sensibilité

Une augmentation de 25 points de base des taux de rendement, qui représentent le principal indicateur des modèles d'évaluation, ferait diminuer de - 1 630 millions d'euros (ou - 5,4 %) la valeur du patrimoine de centres commerciaux (hors actifs en développement ou comptabilisés par mise en équivalence), droits de mutation et frais inclus.

SENSIBILITÉ AUX VARIATIONS DU TAUX DE RENDEMENT



Extrait du Document de référence 2016 - Unibail-Rodamco

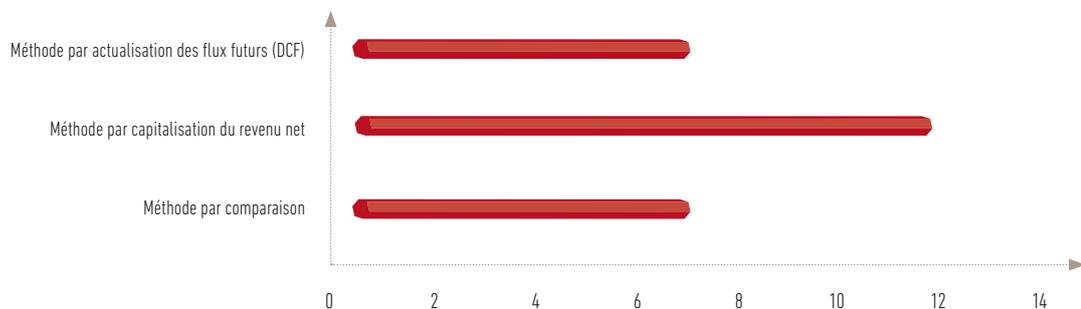
The sensitivities illustrate the impact of changes in key unobservable inputs (in isolation) on the fair value of the Group's properties:

Sensitivities	Market value €m	Impact on valuations of 5% change in estimated rental value		Impact on valuations of 25 bps change in equivalent yield		Impact on valuations of 5% change in costs	
		Increase €m	Decrease €m	Decrease €m	Increase €m	Decrease €m	Increase €m
Total Retail Portfolio (excluding developments)	5,560.4	240.4	(236.2)	292.1	(286.9)	6.3	(6.6)
Total London Portfolio (excluding developments)	5,978.6	241.7	(240.8)	396.5	(348.9)	20.8	(21.2)
Developments: income capitalisation method	1,293.2	40.7	(40.5)	95.2	(81.2)	2.1	(2.1)
Market value – Group	12 832 2						

Extrait du Document de référence 2016 - Land Securities

Méthode de valorisation utilisée

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



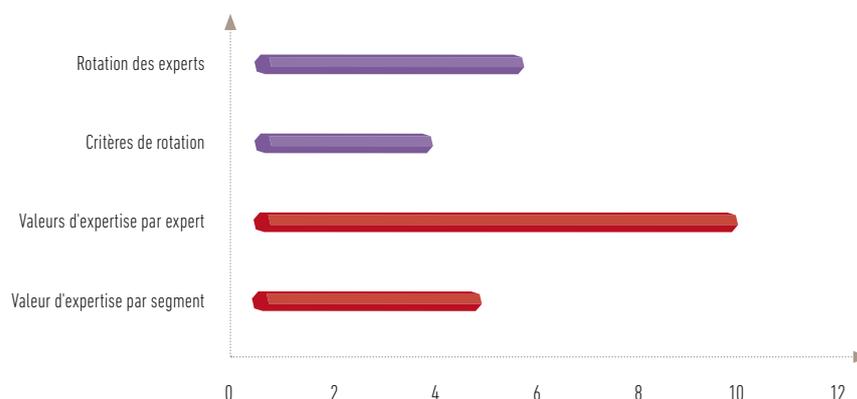
À noter que pour les foncières utilisant plusieurs méthodes, très peu communiquent sur la méthode utilisée pour calculer la juste valeur obtenue (méthode préférentielle, moyenne arithmétique ou autre) : sur les 11 foncières du panel qui utilisent plusieurs méthodes, seules 2 foncières précisent le calcul permettant d'obtenir la juste valeur à retenir.

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.



6 foncières communiquent sur la fréquence de rotation des experts et parmi elles, 4 indiquent les critères retenus.

5 foncières du panel communiquent sur la valeur d'expertise par type d'actifs (contre 2 foncières l'an dernier).

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 3 foncières, un seul expert valorise plus de 60 % du patrimoine. Un seul expert valorise en moyenne 51 % du patrimoine

Exemple d'information fournie sur les experts mandatés :

Méthodologie d'expertise

L'ensemble des immeubles composant le patrimoine du Groupe a fait l'objet d'une expertise au 31 décembre 2016 par CBRE, Jones Lang LaSalle et BNP PARIBAS Real Estate.

Ces évaluations sont conformes aux normes professionnelles nationales de la Charte de l'expertise en évaluation immobilière, du rapport COB (AMF) de février 2000, ainsi qu'aux normes professionnelles européennes TEGoVA et aux principes de « The Royal Institution of Chartered Surveyors » (RICS).

Le groupe SFL respecte un principe de rotation en conformité avec le code de déontologie des SIIC, selon lequel :

« quel que soit le nombre d'experts utilisés par la SIIC, les principes suivants doivent être observés :

- la désignation doit intervenir à l'issue d'un processus de sélection prenant notamment en compte l'indépendance, la qualification, la compétence en matière d'évaluation immobilière des classes d'actifs concernés ainsi que la localisation géographique des actifs soumis à évaluation ;
- lorsqu'il est fait appel à une société d'expertise, la SIIC doit s'assurer, au terme de sept ans, de la rotation interne des équipes chargées de l'expertise dans la société d'expertise en question ;
- l'expert ne peut réaliser plus de deux mandats de quatre ans pour le client en question sauf s'il s'agit d'une société sous réserve du respect de l'obligation de rotation des équipes ».

Aussi, l'expertise du patrimoine du groupe SFL est réalisée semestriellement par un ensemble de trois cabinets d'expertise,

dont le poids en volume (Valeur Vénale HD 100 %) est défini ci-dessous :

- CBRE : 34 %
- Jones Lang LaSalle : 25 %
- BNP Paribas Real Estate : 41 %

Des rotations des équipes en interne sont assurées par les cabinets d'experts. L'attribution de certains immeubles est également modifiée annuellement afin d'assurer une rotation progressive des actifs entre les experts.

Extrait du Document de référence 2016 - Société Foncière Lyonnaise

Communication sur le montant des honoraires des experts :

	Altarea-Cogedim	British Land	Eurosic	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, et communiquent toutes sur leurs noms.

Exemples d'information fournie sur les honoraires des experts :

1.9.4. Rémunérations des experts au niveau de Foncière des Régions

Experts (en € - 100% - HT)	2016 Total	(%)
CBRE	569 868	21%
DTZ	529 050	19%
JLL	535 400	20%
BNP Real Estate	581 110	21%
VIF	226 985	8%
YARD Valltech	190 000	7%
REAG	80 000	3%
MKG	6 050	0%
CFE	900	0%
TOTAL	2 719 363	100%

Les honoraires annuels facturés à la société Foncière des Régions et Foncière Europe Logistique sont déterminés avant la campagne d'évaluation. Ils représentent moins de 10% du chiffre d'affaires de chaque société d'expertise. La rotation des experts est organisée par les deux sociétés. Nous n'avons pas identifié de conflit d'intérêts sur cette mission.

Extrait du Document de référence 2016 - Foncière des Régions

Le principe appliqué par le Groupe est une rotation d'expert pour chaque actif tous les quatre ans. Au 31 décembre 2016, 7 cabinets d'expertises ont évalué le portefeuille du Groupe : Catella, CBRE, Crédit Foncier Expertise, Cushman&Wakefield, Euroflemming, Knight Frank et Quadral Expertise. Les honoraires d'expertises comptabilisés pour l'année 2016 s'élèvent à 0,8 M€ pour le Groupe Eurosic.

Ces honoraires d'experts immobiliers sont fixés sous forme d'un forfait par actif en amont des campagnes d'évaluation et ne sont pas fonction de la valeur des actifs évalués.

Extrait du Document de référence 2016 - Eurosic

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 (acquisitions, dépenses et 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	Klépierre
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	•	•		•	•	•		•		•	•

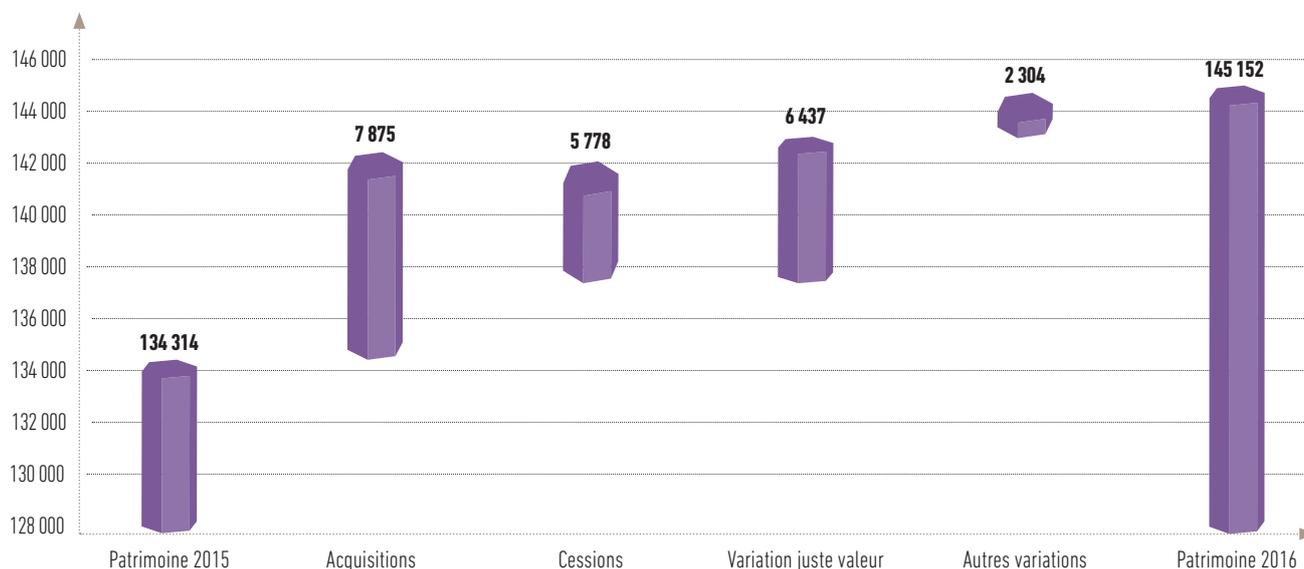
ENTITÉS COMPTABILISANT LES IMMEUBLES DE PLACEMENT AU COÛT AMORTI

	Icade	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 comptabilisation 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 134 314 M€ à 145 152 M€ à la clôture 2016 :



Nous observons une variation de la juste valeur des immeubles de placement de 4,8 % s'expliquant par une prépondérance d'actifs prime et la poursuite de la compression des taux en 2016.



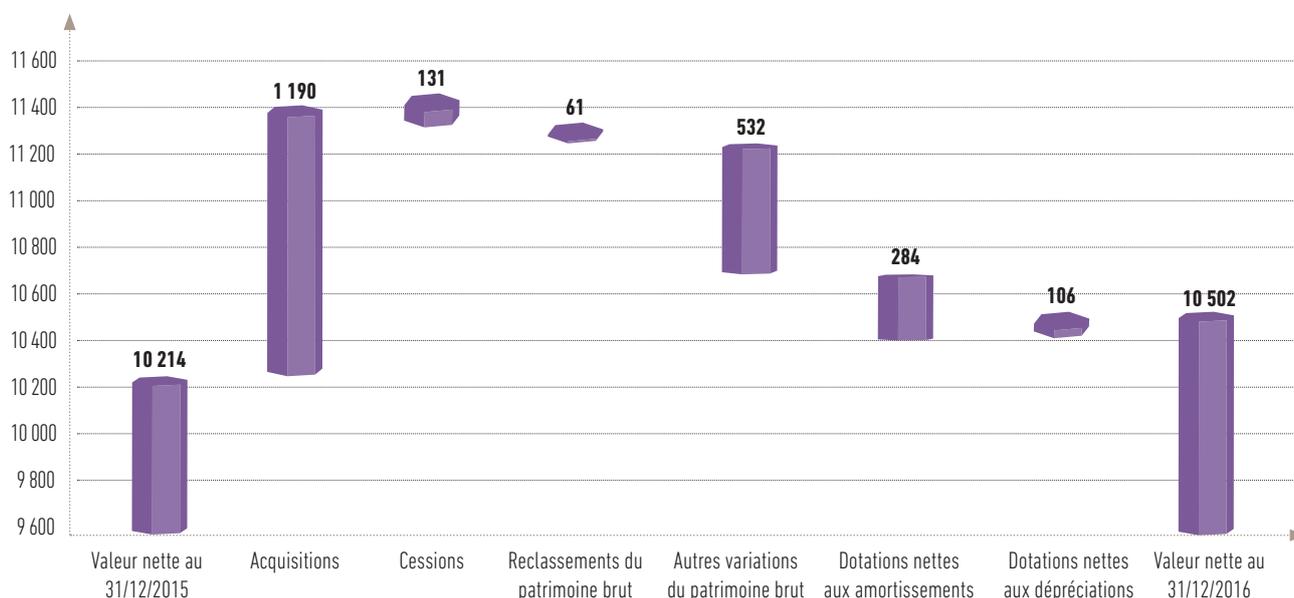
Le taux de l'Obligation Assimilable du Trésor (OAT) 10 ans est passé de 2,5 % en 2013 à 0,5 % en 2016.

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

Comme l'année précédente, toutes les foncières du panel sont en position d'investisseurs nets en 2016. Le montant total des acquisitions d'actifs s'élève à 7,9 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 10 214 M€ à 10 502 M€ à la clôture 2016 :



Les deux foncières ayant opté pour le modèle du coût historique sont en position d'investisseurs nets sur 2016, avec un montant total d'acquisition de 1,2 milliard d'euros.

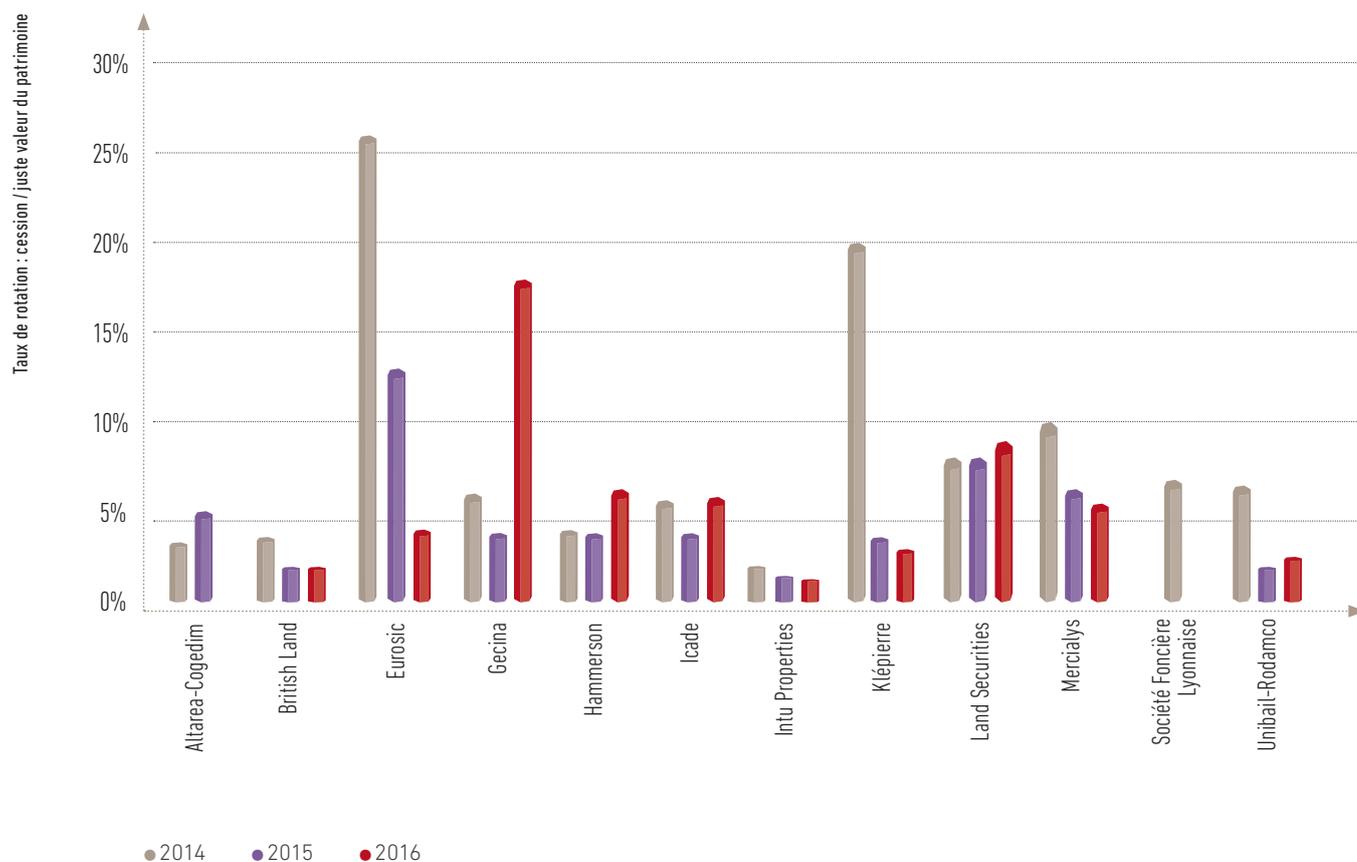
2.3. ACTIFS EN VENTE

Faits générateurs du classement selon IFRS 5

	Altarea-Cogedim	British Land	Eurosic	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.

Taux de rotation des actifs sur les trois derniers exercices



Sur le panel, le taux de rotation augmente légèrement entre 2015 et 2016 ; il s'élève en moyenne à 5 % en 2016 contre 4 % en 2015. Toutefois, le taux de rotation est très disparate d'une foncière à une autre ; il est alors difficile d'analyser une tendance au sein du panel.

Les transactions sur le marché des investissements en 2016 ont été plus importantes qu'en 2015. La valeur des cessions sur l'ensemble du panel est passée de 5,8 milliards d'euros en 2015 à 8,3 milliards d'euros en 2016.

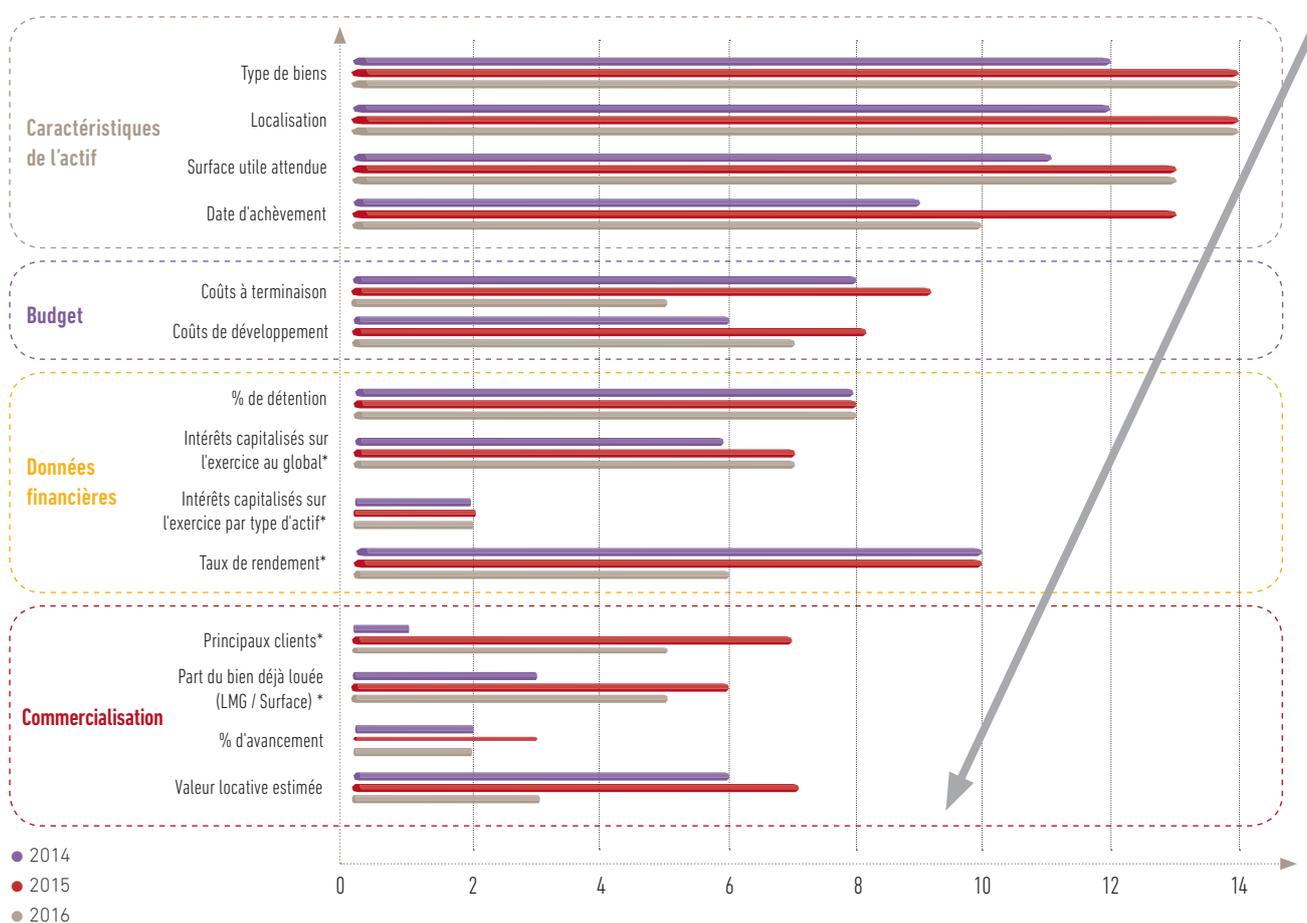
Cette augmentation est notamment due à la cession du portefeuille d'actifs de Santé pour 1,35 milliard d'euros.

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.

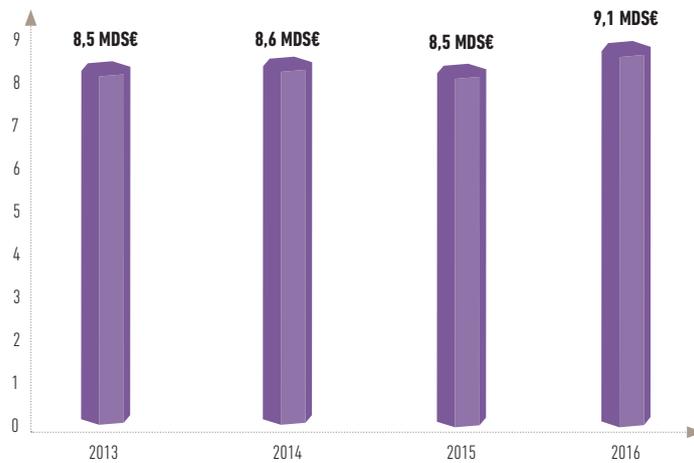
Bien que la communication concernant les critères EPRA sur les actifs en développement se soit renforcée ces dernières années, certains caractéristiques, plus stratégiques, ne sont pas communiquées par la majorité des foncières.



* : Critères non requis par l'EPRA

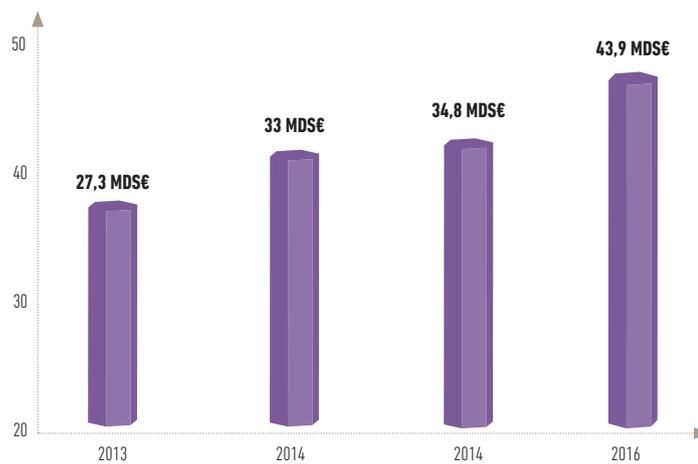
À noter que ces indicateurs restent très prisés des investisseurs afin d'appréhender l'évolution de l'ANR des foncières.

ACTIFS EN DÉVELOPPEMENT



Panel : 13 foncières communiquent sur ce sujet

PIPELINE*



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 la *pipeline* représente les montants non-encore engagés.



En 2016, toutes les foncières du panel 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 :

Projets de développement

Icade dispose d'importants projets de développement^(a) représentant un investissement total de 1,6 milliard d'euros représentant plus de 300 000 m².

Nom du projet	Territoire	Date de livraison prévisionnelle	Surface	Loyer attendu	Yield On Cost ^(b)	Investissement total ^(c)	Reste à réaliser > 2016	Pré-commercialisation
Défense 4/5/6	Nanterre Préfecture	T2 2017	15 850	4,6	6,0 %	77	7	100 %
Millénaire 1	Parc du Millénaire	T1 2018	29 700	9,9	5,1 %	192	14	100 %
Urssaf	Parc du Pont de Flandre	T3 2019	8 600	3,2	7,4 %	44	41	100 %
Pulse	Parc des Portes de Paris	T4 2018	28 000	8,9	7,0 %	127	101	0 %
Bucarest	Parc de Rungis	T2 2017	2 000	0,2	5,7 %	4	3	0 %
PIPELINE LANCÉ			84 150	26,8	6,0 %	444	166	64 %
Origine	Nanterre Préfecture		70 000	28,9	6,1 %	474	392	0 %
Îlot B2	Parc des Portes de Paris		39 000	13,9	6,8 %	206	178	0 %
Îlot B3	Parc des Portes de Paris		29 000	10,4	7,9 %	132	122	0 %
Îlot C1	Parc des Portes de Paris		42 900	14,1	7,3 %	194	181	0 %
Ottawa	Parc de Rungis		12 900	3,1	6,0 %	51	47	0 %
Autres projets			12 150	2,1	6,1 %	35	34	0 %
PIPELINE COMPLÉMENTAIRE TERTIAIRE			205 950	72,5	6,6 %	1 091	952	16 %
Monaco	Parc de Rungis		4 160	0,5	4,4 %	11	11	0 %
B034	Parc du Pont de Flandre		5 300	1,0	4,3 %	23	18	0 %
Îlot D	Parc des Portes de Paris		8 400	2,9	4,7 %	62	54	0 %
PIPELINE COMPLÉMENTAIRE HÔTELIER			17 860	4,4	4,6 %	97	84	0 %
TOTAL PIPELINE			307 960	103,6	6,3 %	1 632	1 202	

(a) Correspond aux opérations identifiées sur terrains sécurisés, lancées ou à lancer.

(b) YOC = Loyers faciaux / Prix de revient du projet tel qu'approuvé par les instances de gouvernance d'Icade. Ce prix comprend la valeur d'expertise du foncier, le budget de travaux, le coût de portage financier et les éventuelles mesures d'accompagnement.

(c) L'investissement total inclut la juste valeur du terrain, le montant des travaux, les mesures d'accompagnement, les frais financiers.

Extrait du Document de référence 2016 - Icade

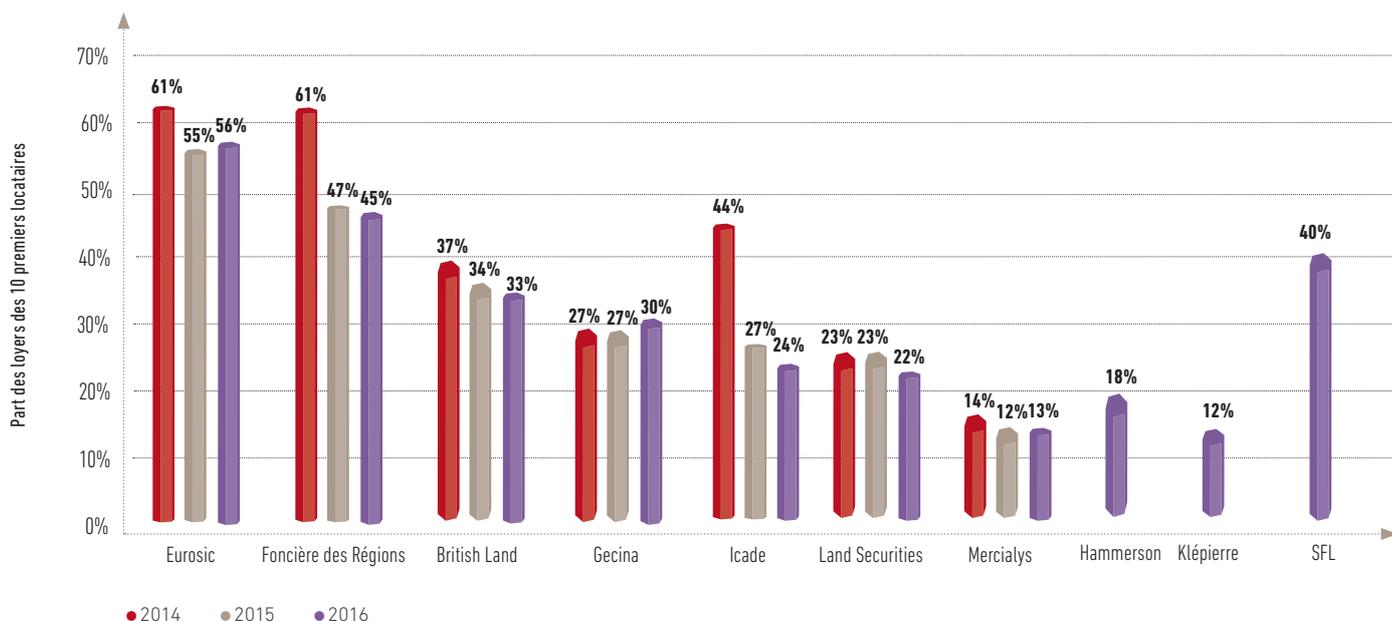
2.5. CONCENTRATION DES LOCATAIRES

FONCIÈRES ORIENTÉES BUREAUX

	Eurosic	Foncière des Régions	Gecina	Icade	Land Securities	Société Foncière Lyonnaise
Part des loyers des 10 premiers locataires	56%	45%	30%	24%	22%	40%
Nb de clients représentant plus de 5% des loyers	NC	2	NC	1	1	NC
Liste nominative des principaux locataires	Top 10	Top 17	NC	TOP 35	Top 12	NC

FONCIÈRES ORIENTÉES CENTRES COMMERCIAUX

	Altarea-Cogedim	British Land	Hammerson	Intu Properties	Klépierre	Mercialys	Unibail-Rodamco
Part des loyers des 10 premiers locataires	NC	33%	18%	NC	12%	13%	NC
Nb de clients représentant plus de 5% des loyers	NC	3	0	NC	NC	2	NC
Liste nominative des principaux locataires	NC	Top 41	TOP 10	NC	Top 10	NC	NC



Nous avons pu noter une communication plus forte des foncières sur la concentration de leurs locataires. En effet, 10 des 13 foncières du panel communiquent désormais sur la part des loyers que représentent leurs principaux locataires. 70 % d'entre elles (soit 7 foncières) fournissent également la liste nominative de ces principaux locataires.

Parmi celles qui communiquent, nous retrouvons principalement les foncières orientées bureaux. Elles ont souvent un nombre plus faible de locataires, ce qui induit davantage de dépendance. La tendance à la diversification semble se poursuivre, venant réduire le risque potentiel de surexposition à une contrepartie. Les clients représentant plus de 5 % des loyers sont également de moins en moins nombreux.

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

Exemple de communication sur la concentration des locataires :

Top ten tenants

Table 98

Ranked by passing rent at 31 December 2016

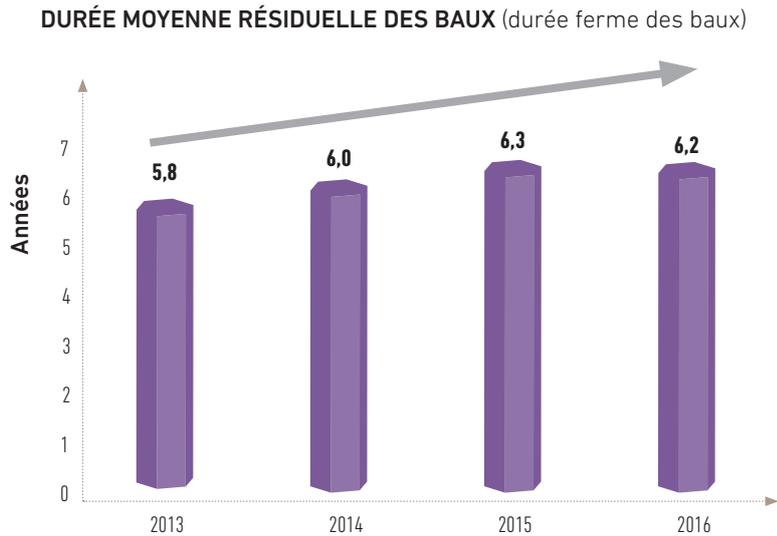
Proportionally consolidated excluding premium outlets	Passing rent £m	% of total passing rent
B&Q	12.6	3.2
H&M	9.1	2.3
Next	8.9	2.3
Inditex	8.7	2.2
Dixons Carphone	5.8	1.5
Marks&Spencer	5.7	1.4
Home Retail Group	5.6	1.4
Boots	5.5	1.4
Arcadia	5.3	1.4
Debenhams	5.1	1.3
Total	72.3	18.4

Extrait du Document de référence 2016 - Hammerson

2.6. COMMUNICATION AUTOUR DES BAUX

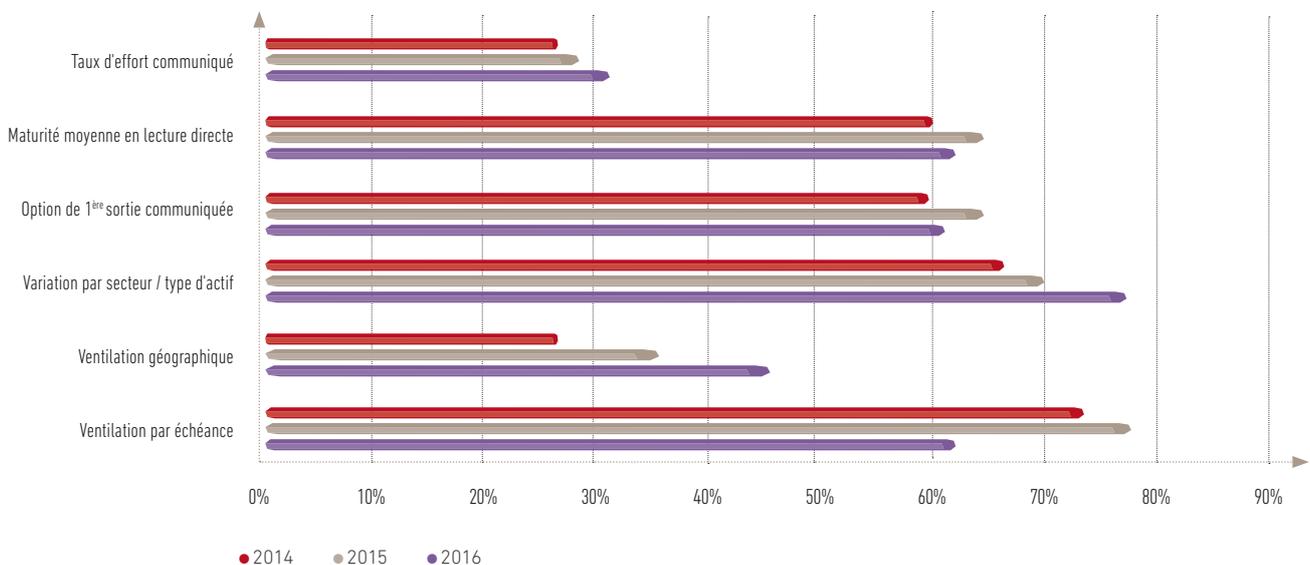
Dans la continuité des constats dressés l'an dernier, nous notons une meilleure communication sur les baux, un nombre plus important de foncières communiquant désormais sur la maturité, la ventilation géographique et sectorielle, ainsi que sur les options de sortie de ces baux.

Nous pouvons constater sur le graphique ci-dessous que la durée moyenne résiduelle des baux est stable par rapport à 2015. Cette durée résiduelle moyenne a pu être calculée à partir de l'échéancier des baux chez 4 des 5 foncières ne la communiquant pas directement.



Sur le graphique ci-dessous nous pouvons constater que 62 % du panel donne en lecture directe la durée résiduelle moyenne des baux, et 69 % du panel évoque l'option de première sortie (*break clause*). Enfin, 31 % du panel présente le taux d'effort de leurs clients, correspondant au ratio loyer de l'actif sur revenu du locataire estimé. Ces pourcentages sont stables par rapport à 2015.

La principale évolution par rapport à l'année précédente est une meilleure communication sur la ventilation géographique et sectorielle des baux – deux foncières de plus fournissant désormais ces informations. Le nombre de foncières communiquant sur la ventilation par échéance des baux est quant à lui stable.



Exemple de communication de foncière sur la durée résiduelle moyenne des baux :

2.1.6.3 Échéancier des baux des centres commerciaux

Pays/Zone	≤ 2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025+	TOTAL	Durée moyenne résiduelle des baux
France	21,6%	5,8%	8,2%	8,9%	10,9%	12,0%	9,7%	8,4%	14,5%	100,0%	4,5
Belgique	1,9%	1,4%	9,9%	1,2%	1,1%	3,3%	61,5%	5,8%	13,9%	100,0%	6,3
France-Belgique	20,9%	5,6%	8,3%	8,6%	10,5%	11,7%	11,8%	8,3%	14,5%	100,0%	4,5
Italie	18,6%	9,6%	14,2%	12,5%	12,1%	9,7%	6,7%	2,0%	14,7%	100,0%	4,3
Danemark											
Norvège	19,0%	21,5%	20,4%	12,6%	11,8%	3,0%	3,1%	2,4%	6,2%	100,0%	3,2
Suède	19,0%	19,5%	21,0%	14,6%	8,6%	7,2%	2,3%	1,4%	6,4%	100,0%	2,4
Scandinavie	19,0%	20,6%	20,7%	13,5%	10,4%	4,9%	2,7%	2,0%	6,3%	100,0%	2,8
Espagne											
Espagne	6,4%	7,7%	10,0%	8,3%	11,4%	9,1%	5,0%	7,6%	34,5%	100,0%	7,3
Portugal	19,0%	5,7%	7,5%	9,6%	17,3%	11,1%	2,3%	7,0%	20,6%	100,0%	5,0
Ibérie	9,2%	7,3%	9,4%	8,6%	12,7%	9,5%	4,4%	7,4%	31,5%	100,0%	6,8
Pologne											
Pologne	34,6%	5,9%	7,3%	22,7%	13,1%	2,0%	1,0%	2,4%	11,0%	100,0%	3,5
Hongrie											
Hongrie	16,2%	21,7%	16,1%	21,9%	16,6%	0,3%	2,3%	2,2%	2,7%	100,0%	3,7
République tchèque											
République tchèque	25,9%	16,3%	8,4%	8,4%	19,5%	7,5%	4,0%	1,1%	9,1%	100,0%	3,3
Turquie											
Turquie	26,1%	19,8%	11,5%	11,1%	8,5%	5,6%	8,0%	0,6%	8,7%	100,0%	3,3
Europe centrale et Turquie	26,9%	15,3%	10,3%	15,4%	13,8%	4,2%	4,1%	1,5%	8,5%	100,0%	3,4
Pays-Bas											
Pays-Bas	35,9%	10,7%	14,8%	4,6%	6,3%	9,7%	2,8%	4,0%	11,3%	100,0%	3,6
Allemagne											
Allemagne	4,9%	19,0%	10,3%	1,2%	9,2%	29,8%	4,8%	4,9%	15,8%	100,0%	5,4
TOTAL	19,3%	10,2%	11,8%	10,2%	11,2%	10,2%	7,4%	5,0%	14,7%	100,0%	4,4

Extrait du Document de référence 2016 - Klépierre

2.7. COMMUNICATION AUTOUR DES LOYERS

Les loyers à périmètre constant chez les foncières Retail suivent la même tendance que l'année dernière avec une hausse de + 2,8 %.

À noter la reprise de la croissance des loyers à périmètre constant chez les foncières orientées Bureaux avec une hausse de + 0,9 %.

Foncières Bureaux



Foncières Retail

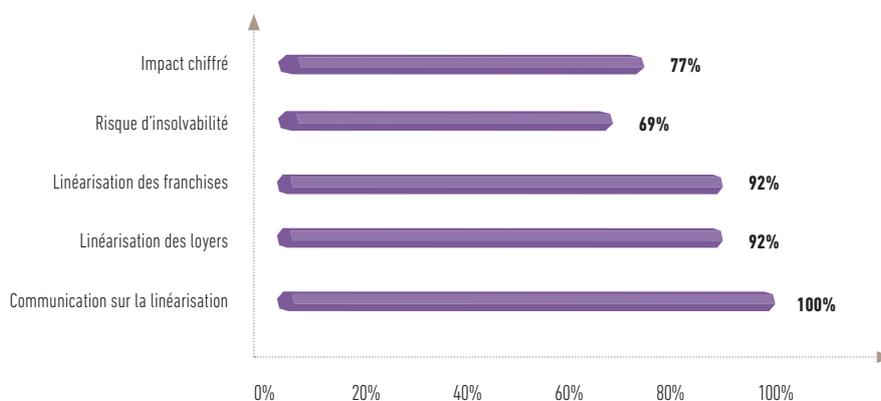


Linéarisation des loyers et avantages aux locataires

La norme IAS 17 prévoit que les paliers, franchises et autres avantages aux locataires soient comptabilisés de façon linéaire sur la période ferme du contrat de location, durant laquelle, le locataire ne dispose pas d'un droit de résiliation.

Toutes les foncières du panel communiquent sur la linéarisation de leurs revenus locatifs. Par ailleurs,

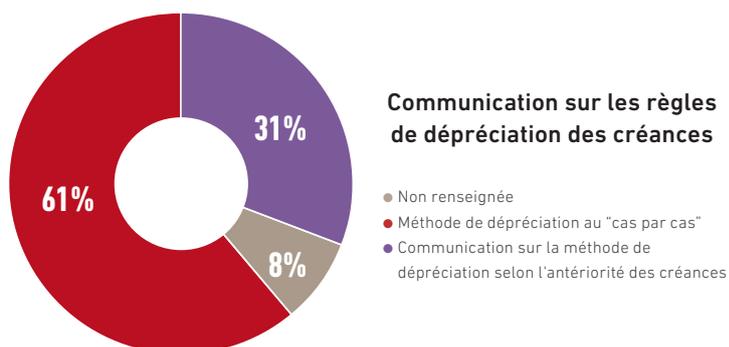
conformément à la norme IAS 17, 12 foncières sur 13 ont opté pour la linéarisation des franchises et autres avantages aux locataires, dont 10 en présentent l'impact chiffré. 9 foncières communiquent également sur le risque d'insolvabilité des locataires, qu'elles couvrent principalement par l'analyse préalable de la capacité de paiement de leurs locataires.



2.8. COMMUNICATION SUR LES RÈGLES DE DÉPRÉCIATION DES CRÉANCES

12 foncières sur 13 communiquent sur les règles de dépréciation des créances.

Elles déprécient leurs créances soit par le biais d'une analyse au cas par cas, soit en fonction de l'antériorité des créances.



Exemple d'information fournie sur les règles de dépréciation des créances :

3.5.3.4. Créances d'exploitation

Les créances sont comptabilisées pour le montant initial de la facture, déduction faite des dépréciations évaluées sur la base du risque de non-recouvrement. Le coût du risque de non-recouvrement est comptabilisé en charges sur immeubles.

Les créances locataires quittancées sont dépréciées de manière systématique en fonction de l'ancienneté des créances et de la situation des locataires.

Il est appliqué un taux de dépréciation au montant hors taxe de la créance diminuée du dépôt de garantie :

- locataire parti : 100 % ;
- locataire dans les lieux :
 - créance entre 3 et 6 mois : 25 %,
 - créance entre 6 et 9 mois : 50 %,
 - créance entre 9 et 12 mois : 75 %,
 - au-delà de 12 mois : 100 %.

Les dépréciations ainsi déterminées sont ajustées afin de tenir compte des situations particulières.

Trade receivables

Trade receivables are recognised initially at fair value and subsequently measured at amortised cost.

The Directors exercise judgement as to the collectability of trade receivables and determine if it is appropriate to impair these assets. Factors such as days past due, credit status of the counterparty and historical evidence of collection are considered.

Extrait du Document de référence 2016 - Intu Properties

Extrait du Document de référence 2016 - Gecina

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

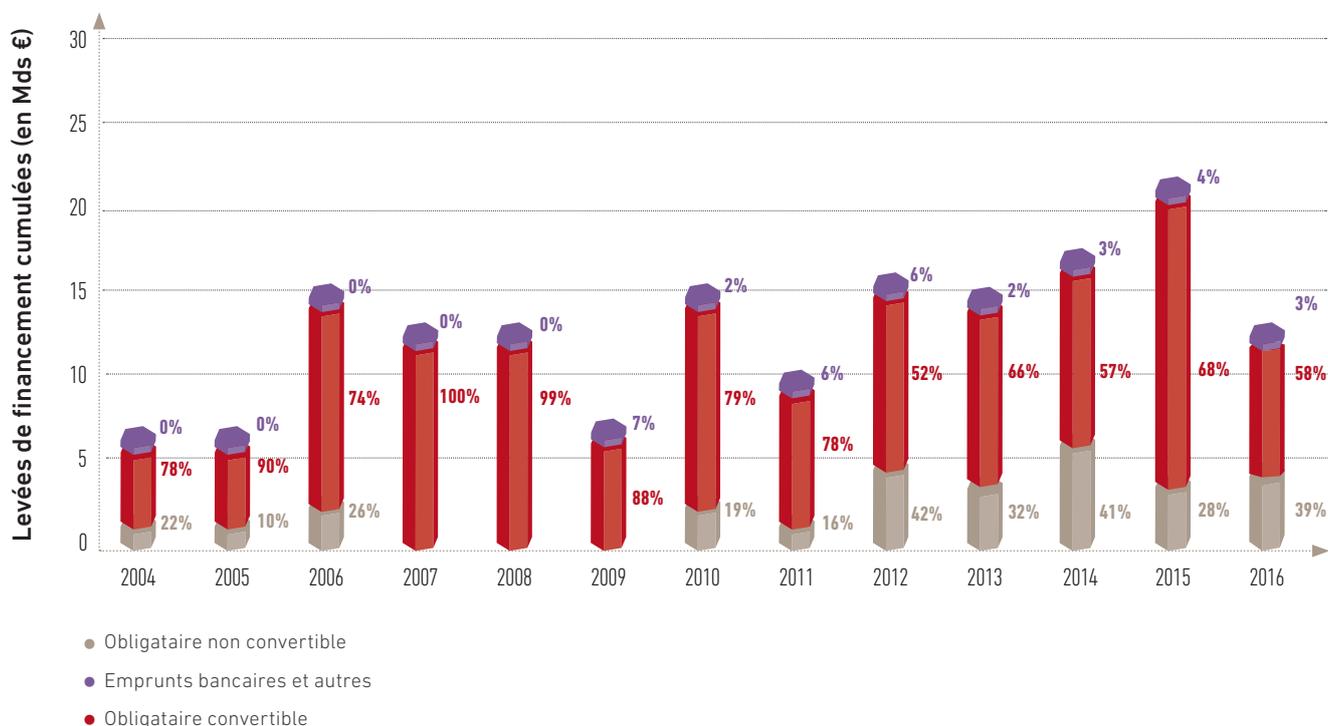
3.6 Maturité moyenne de la dette

3.7 Taux moyen de couverture



3.1 LEVÉES DE FINANCEMENT

ÉVOLUTION DES LEVÉES DE FINANCEMENT CUMULÉES (EN MDS €)



Contrairement aux trois dernières années, les levées de financement ont connu une baisse marquée en retrouvant un niveau semblable à celui atteint en 2013 soit 15 milliards d'euros.

Les deux exercices précédents affichaient des niveaux de levées de financement exceptionnellement hauts en profitant de taux extrêmement bas. Sur l'exercice 2016, les foncières du panel ont donc tout d'abord tenu à optimiser leurs financements préexistants, c'est-à-dire à allonger la maturité des dettes à taux bas contractées les années précédentes ; tout en gardant un niveau de nouveaux financements élevé.

Ces deux aspects de la politique de financement des foncières ont abouti à un coût moyen atteignant son plus bas historique, soit 2,6 % (cf partie 3.5).

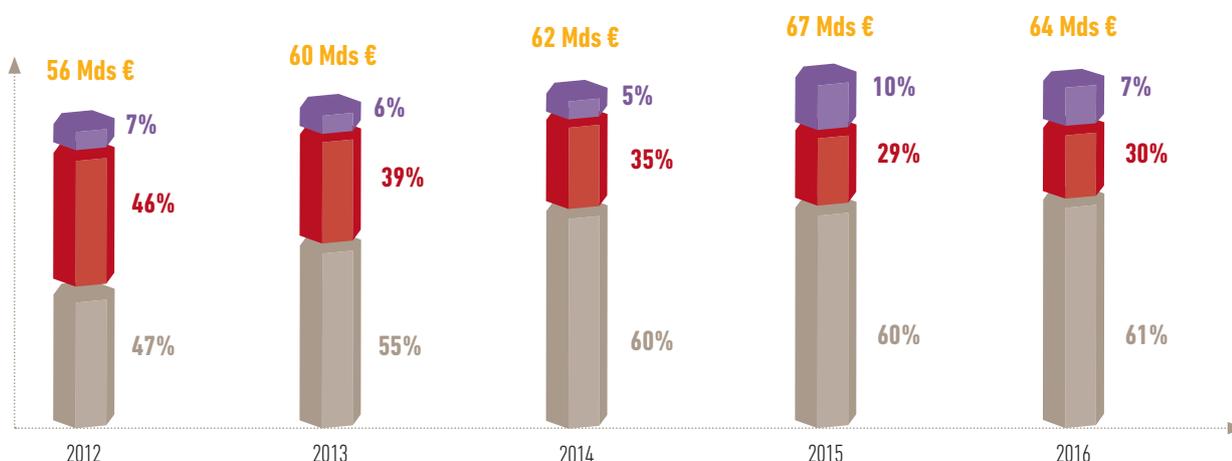
À noter que concernant les lignes de crédit, la notion de levée de financement présentée dans les communications des foncières ne correspond pas nécessairement à des tirages, mais à des autorisations.

5.9.2.17. Émission obligataire « verte » de 500 M€

La société a réalisé le 9 mai 2016 une émission obligataire « verte » (*Green Bond*) de 500 M€ auprès d'investisseurs. Cette émission de 5 000 obligations de 100 000 €, à échéance mai 2026, offre un coupon de 1,875%, soit un *spread* de 137 points de base. Cette émission servira à financer ou refinancer des actifs de bureaux en cours de développement ou récemment livrés et bénéficiant d'une certification HQE (cible minimum 9/14) ou BREEAM (Very Good au minimum).

Extrait du Document de référence 2016 - Foncière des Régions

3.2. STRUCTURE DE L'ENDETTEMENT

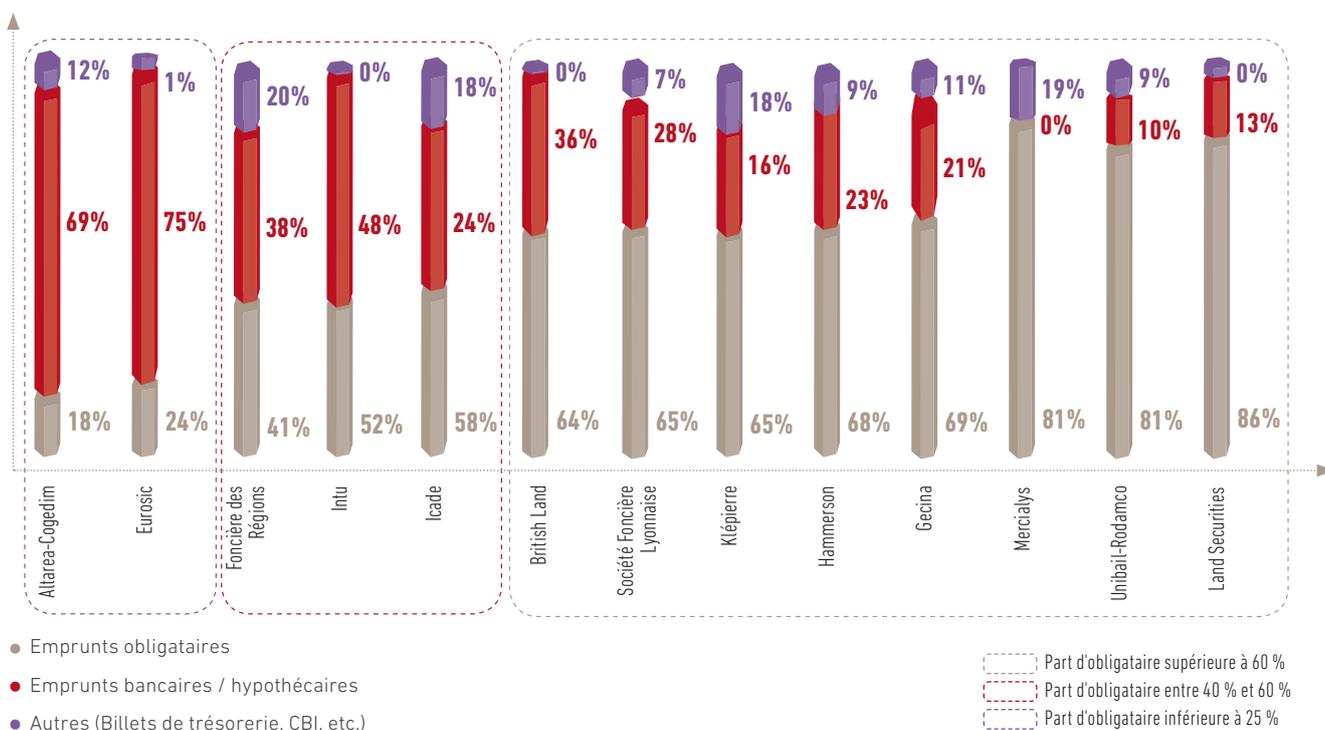


- Emprunts obligataires
- Emprunts bancaires / hypothécaires
- Autres (Billets de trésorerie, CBI, etc.)

Au niveau de la structure d'endettement, nous constatons que celle-ci est stable quant à la part des emprunts bancaires / hypothécaires et des emprunts obligataires par rapport à 2015.

A noter toujours le haut niveau d'utilisation des billets de trésorerie qui ont continué d'augmenter en passant de 4,8 à 5,1 Mds€. Klepierre, Unibail-Rodamco et Foncière des Régions représentent à elles seules plus des deux tiers de ce montant.

La part de l'obligataire reste stable à 61 % avec une grande disparité au sein de l'échantillon (de 18 % à 86 %)



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

- ▭ Part d'obligataire supérieure à 60 %
- ▭ Part d'obligataire entre 40 % et 60 %
- ▭ Part d'obligataire inférieure à 25 %

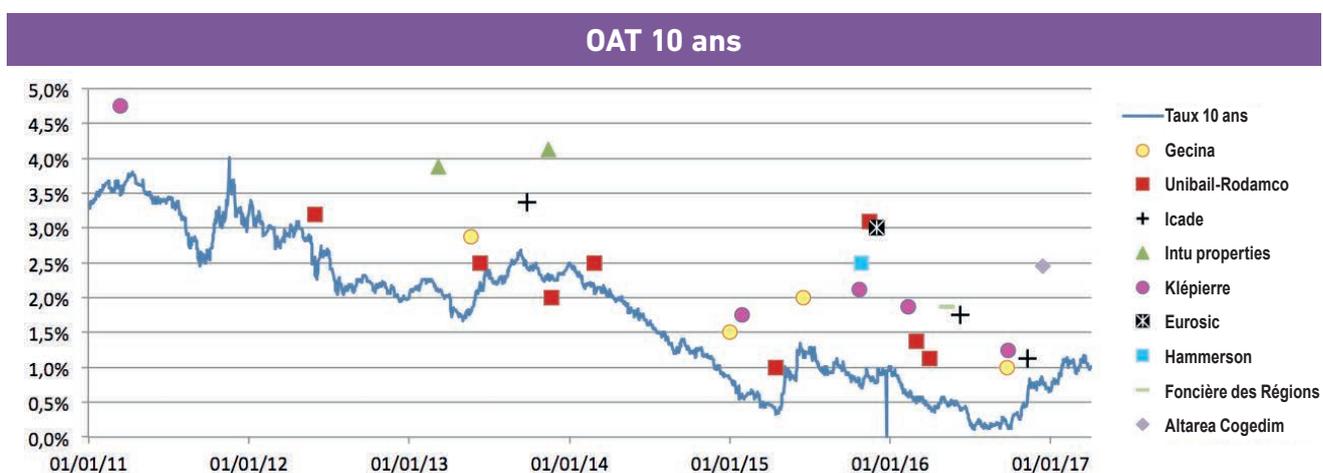
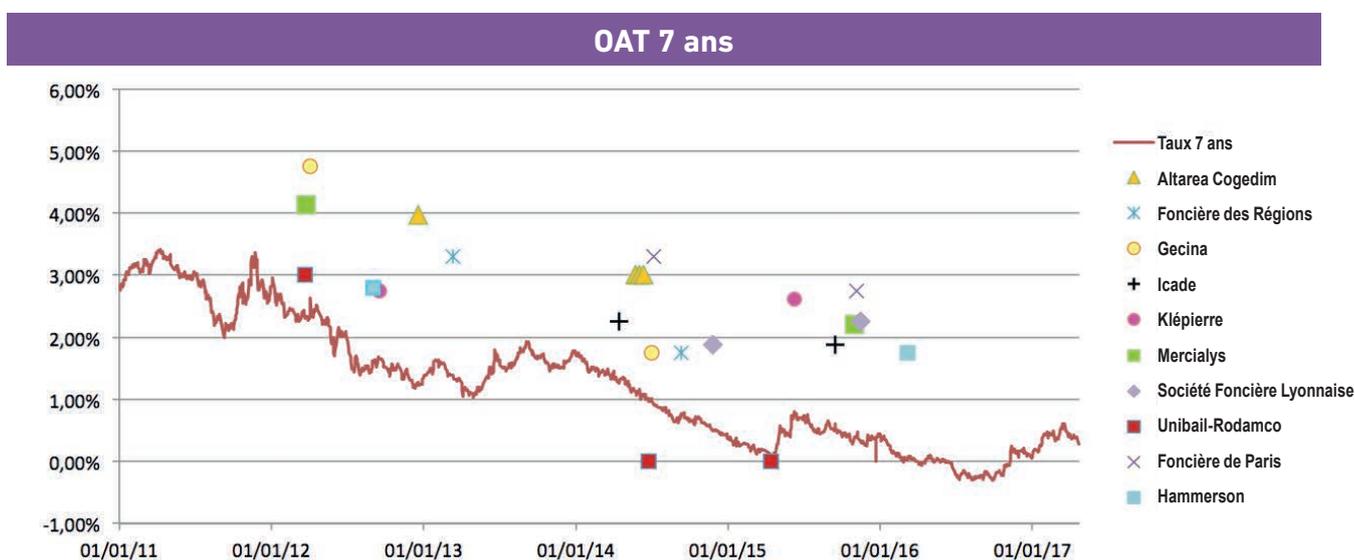
Sur notre panel de foncières, trois stratégies d'endettement se distinguent et sont conditionnées par l'accès des foncières au marché. Cet accès est directement corrélé à leur capitalisation boursière, ainsi qu'au patrimoine dont elles disposent.

Nous remarquons que les foncières dont la part obligataire n'excède pas les 25 % ont une capitalisation boursière inférieure à 2,5 Mds€. De même, les foncières dont la part obligataire ne dépasse pas les 60 % ont une capitalisation boursière inférieure à 5 Mds€.

Mercialys et SFL font toutefois figures d'exception, avec un accès confortable au marché avec plus de 65 % d'obligataire dans leurs structures d'endettement malgré des capitalisations boursières inférieures à 2,5 Mds€. Hammerson déroge aussi à la règle avec 68 % de part d'obligataire mais avec tout de même une capitalisation boursière de 5,3 Mds€.

3.3. ANALYSE DES SPREADS DES ÉMISSIONS OBLIGATAIRES

Nous avons représenté le taux des différentes émissions obligataires depuis 2011 en fonction de leur maturité.

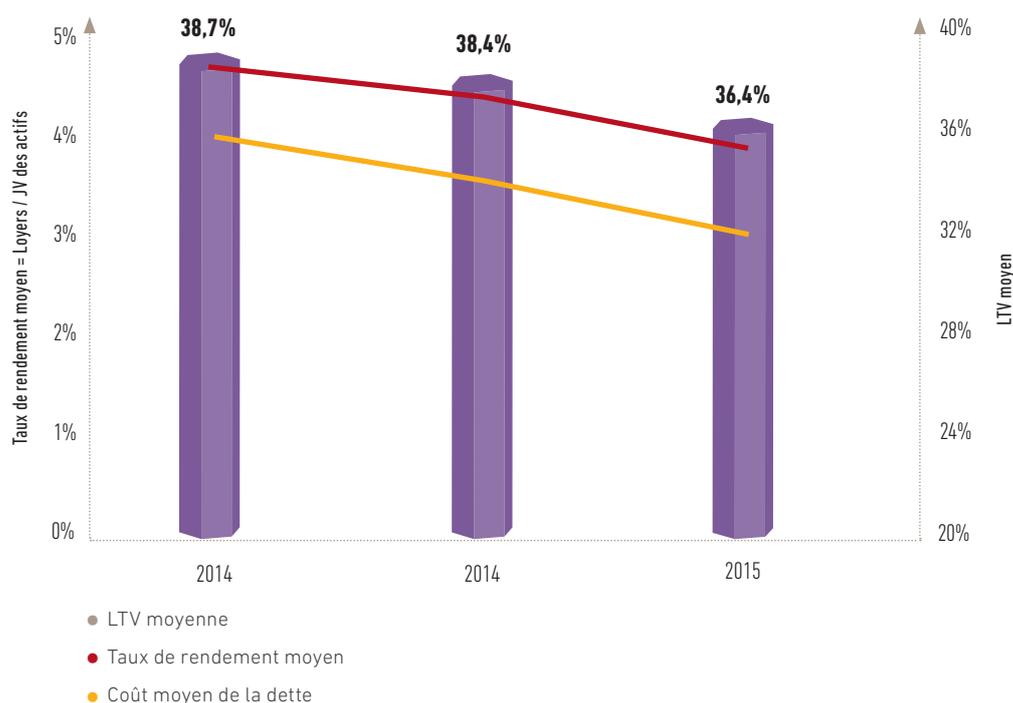


Les spreads des émissions obligataires restent très différentes d'un émetteur à l'autre, ils dépendent principalement de la notation de l'émetteur. Dans ce contexte de taux bas, ce sont les foncières les mieux notées qui ont bénéficié d'une baisse des spreads.

Sur l'exercice 2016 les nouvelles émissions ont été réalisées par Unibail-Rodamco, Klépierre, Gecina, Icade, Foncière des Régions, Altarea-Cogedim et Hammerson. L'émission-type est de 500 M€ à 10 ans avec un taux moyen à 1,54 %.

3.4. ÉVOLUTION DU RATIO LTV

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



Nous constatons l'amélioration des ratios-clés liés au financement.

Le niveau global de LTV a significativement diminué par rapport aux précédentes années, en lien avec les taux de rendement des actifs, pour atteindre 36,4 %.

Nous pouvons cependant noter une plus grande hétérogénéité des ratios LTV individuels qui vont de 24,7 % à 47 % en 2016 (32 % à 45 % en 2015).

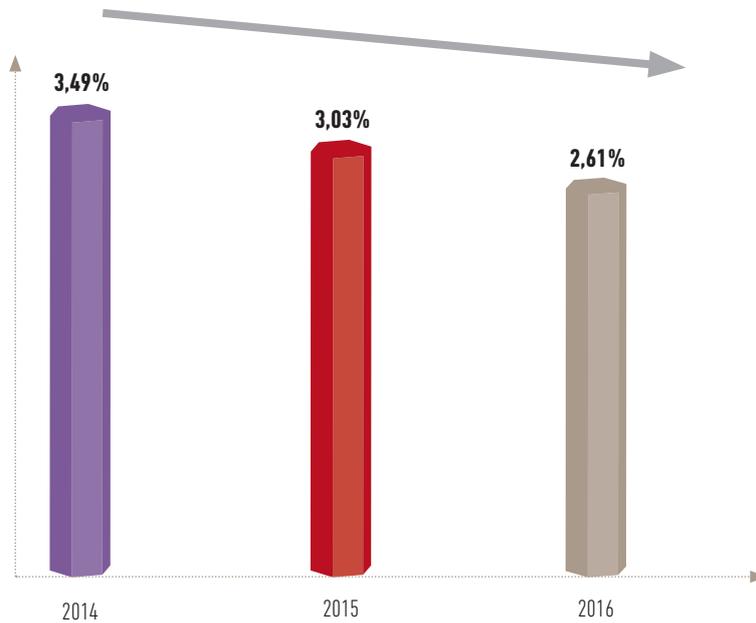
La baisse du niveau de LTV n'est par ailleurs pas uniforme sur l'ensemble des foncières puisque 3 foncières ont profité des niveaux de taux pour augmenter leur LTV en 2016.

Proportionally consolidated loan to value (LTV)

	2016 €m	2015 €m
Proportionally consolidated loan to value (LTV)	32%	35%
Principal amount of gross debt	5,217	5,404
Less debt attributable to non-controlling interests	(128)	(200)
Less cash and short term deposits	(353)	(300)
Plus cash attributable to non-controlling interests	9	10
Total net debt for proportional LTV calculation	4,745	4,914
Group property portfolio valuation (note 10)	10,111	9,509
Share of property of joint ventures and funds (note 10)	4,937	4,714
Other investments (note 12)	142	379
Less other investments attributable to joint ventures and funds	(4)	(123)
Less property attributable to non-controlling interests	(400)	(546)
Total assets for proportional LTV calculation	14,786	13,933

Extrait du Document de référence 2016 -
British Land

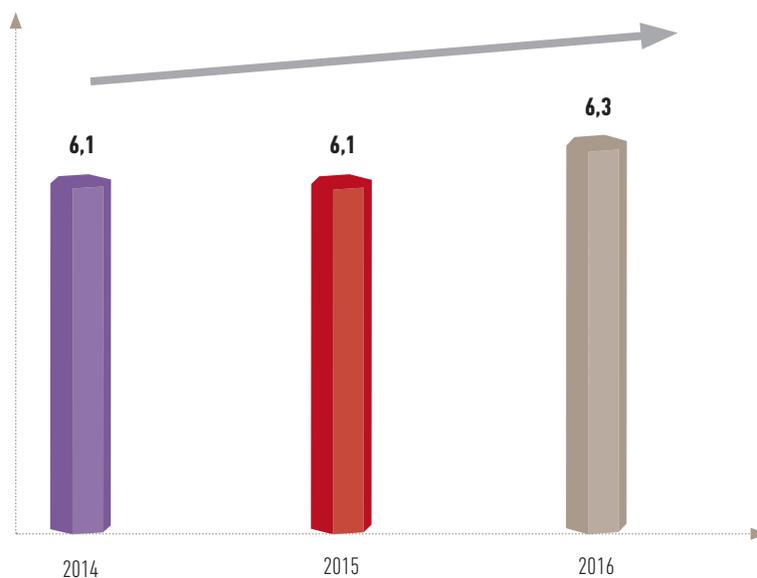
3.5. COÛT MOYEN DE LA DETTE



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

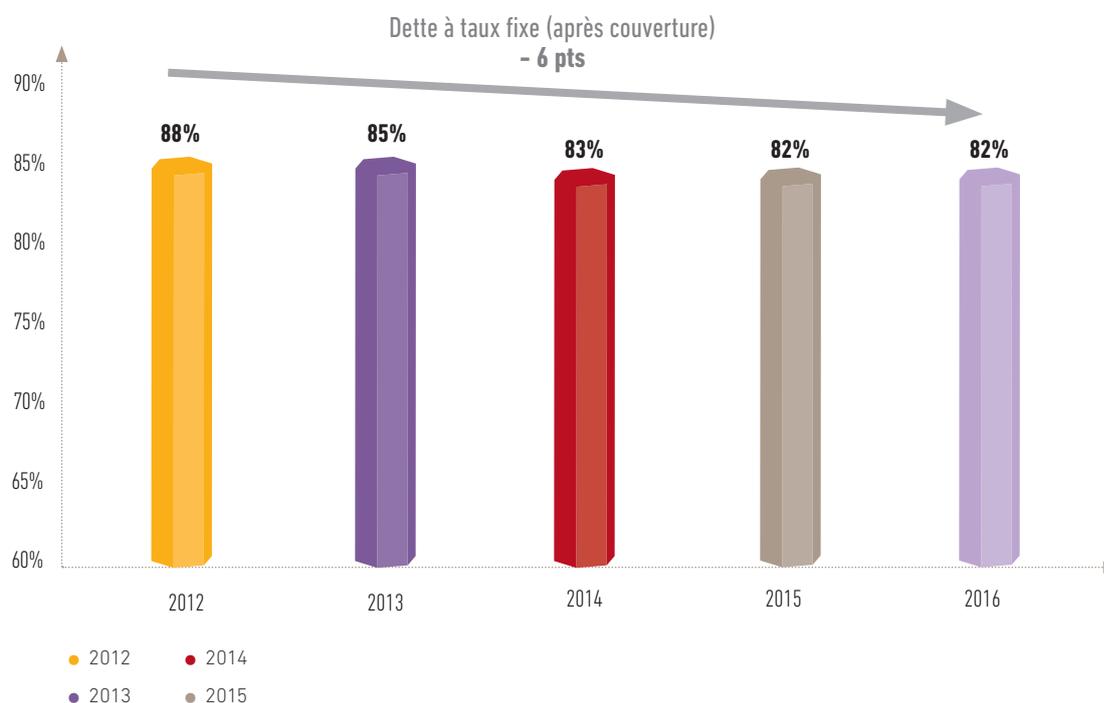
Le coût moyen de l'endettement est stable ou en baisse chez 12 foncières sur 13 et reste plus élevé chez les foncières anglaises, comme l'année précédente, en lien avec la maturité de leurs émissions.

3.6. MATURITÉ MOYENNE DE LA DETTE



Les foncières ont poursuivi sur 2016 la gestion dynamique de leur passif. Ainsi, la maturité moyenne de la dette est maintenue à plus de 6 ans sur l'ensemble du panel.

3.7. TAUX MOYEN DE COUVERTURE



12 des 13 foncières du panel communiquent sur leur taux de couverture du risque de taux sans systématiquement préciser son calcul. Nous observons un taux moyen de 82 %. Ce taux est stable par rapport à 2015.

Le taux de couverture est variable d'une foncière à l'autre mais systématiquement supérieur à 60 %. Les taux de couverture individuels des foncières ont varié de la façon suivante par rapport à l'année précédente :

- 7 foncières ont augmenté leur taux de couverture ;
- 4 foncières ont diminué leur taux de couverture ;
- 2 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.

Mercialys est essentiellement emprunteur à taux fixe, via le marché obligataire. Dans le cadre de l'optimisation du coût de sa dette, la Société pilote de manière dynamique sa politique de couverture de taux, notamment aux travers d'opérations de variabilisation puis de refixation d'une partie de sa dette à taux fixe.

Cette politique de taux a ainsi été adaptée en décembre 2015 suite à l'émission obligataire de 200 millions d'euros réalisée en novembre 2015. La structure de la dette Mercialys au 31 décembre 2016 se décompose comme suit : 64 % de dette à taux fixe et 36 % de dette à taux variable. Cette structure est conforme aux engagements pris par Mercialys au titre des contrats de financements bancaires, la Société devant couvrir au moins 55 % de ses dettes contre les fluctuations des taux d'intérêt.

Extrait du Document de référence 2016 - Mercialys

CONCLUSION

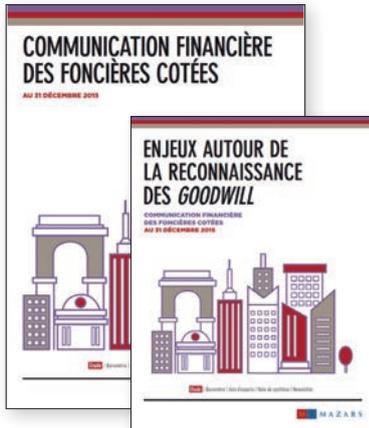
L'harmonisation de la communication financière des foncières cotées s'est poursuivie ces dernières années notamment via l'utilisation des indicateurs-clés de l'EPRA, facilitant ainsi la comparaison des performances de ces sociétés.

Les constats dressés l'année dernière restent toutefois d'actualité : Si la communication des données relatives aux stratégies de financement semble globalement suffisante, les modalités de calcul des ratios LTV ou ICR peuvent ne pas être communiquées ou diverger d'un acteur à l'autre. Par ailleurs, le niveau d'information de certains aspects du patrimoine comme les caractéristiques des actifs en développement et les tests de sensibilité des valeurs d'expertise pourrait être renforcé.

Pour notre prochaine étude, nous serons attentifs à l'évolution de la communication financière des foncières cotées sur ces aspects, ainsi qu'au traitement des regroupements d'entreprises. En effet, dans un contexte de rareté des actifs Prime sur le marché, les principaux acteurs tendent à opérer davantage par voie de rapprochement, profitant pleinement de leurs capacités de financement.

Recherchant la création de valeur et les synergies, le mouvement de concentration du secteur des foncières cotées devrait se poursuivre.

NOS PUBLICATIONS



// COMMUNICATION FINANCIÈRE DES FONCIÈRES COTÉES 2016



// PANORAMA IFRS 16 : QUEL AVENIR POUR VOS CONTRATS DE LOCATION ?



// LA NOUVELLE NORME IFRS 15 SUR LA COMPTABILISATION DU CHIFFRE D'AFFAIRES



// QUELLE VALORISATION POUR LES ACTEURS DE LA CONSTRUCTION ?



// DOCTR'IN - N°132 - MAI 2017



// L'ESSENTIEL : LA SYNTHÈSE DES DERNIÈRES ACTUALITÉS



> RETROUVEZ TOUTE L'ACTUALITÉ DU SECTEUR IMMOBILIER & BTP DE MAZARS SUR NOTRE SITE : WWW.MAZARS.FR - RUBRIQUE IMMOBILIER & BTP

CONTACTS

Baptiste Kalasz

Associé

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

Remerciements :

Marie Martins,

Regional Director, Directeur Expertises France chez Jones Lang LaSalle Expertises

Avec la contribution de Julie Lefer, Senior et Rim Skalli, Senior

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)