

### **Des prix de parts inchangés Des valeurs de réalisation en repli**

### **Un marché locatif sous tension Des résultats 2010 en recul**

Au-delà des analyses régulières réalisées par la société de gestion, les SCPI ont fait l'objet depuis fin septembre et jusqu'à mi novembre, des travaux d'analyse habituels de fin d'année. Le premier d'entre eux concerne l'expertise de l'ensemble des immeubles, le second, la projection du résultat d'exploitation attendu pour 2009 et la prévision que l'on peut en faire aujourd'hui pour 2010, au regard de la situation locative connue et des perspectives envisagées.

Les résultats de ces travaux s'inscrivent et reflètent un marché locatif, touché depuis plus d'un an par une violente crise financière et économique. La plupart des entreprises ont été affaiblies par cette conjoncture avec un fort impact sur leurs commandes. Même si quelques signes d'améliorations sont apparus sur le plan économique en cours d'année, il n'en demeure pas moins qu'elles évoluent dans un contexte encore très incertain. Aussi, contrairement aux marchés financiers ou même au marché de l'investissement en immobilier d'entreprise, il ne saurait y avoir de reprise technique sur un marché locatif dont les fondamentaux reposent sur l'économie réelle.

Cette situation, peu favorable, a naturellement entraîné sur le marché immobilier en 2009 une augmentation des demandes de révisions de loyers par les locataires. Phénomène que nous avons pu anticiper et que l'ensemble des propriétaires ont rencontré.

Dans un objectif de réduction de coût, beaucoup d'entreprises ont en effet fait jouer leur faculté de renégocier leur loyer aux périodes autorisées ou suite au dépassement du seuil des 25 % d'augmentation de leur loyer initial (article L 145.39 du code du commerce).

Ces mouvements opérés sur les loyers sont donc assez cohérents avec la conjoncture actuelle et la forte indexation passée ces dernières années (près de 30 % d'augmentation de l'ICC sur 6 ans). En outre, cette situation ne doit et ne peut être comparée à la crise des années 90. Le marché immobilier à l'époque s'était gangrené lui-même par trop d'excès : prix et loyer déconnectés de la réalité des actifs, multiplication irraisonnée d'opérations en blanc en décalage avec la demande produisant un phénomène de suroffre.

En termes de valeurs, même si la tendance est à une reprise des investissements, le peu de transactions en 2009 (6 Mds d'€ attendus contre 12,5 Mds d'euros en 2008 et plus de 27 Mds d'euros en 2007) rend plus difficile une appréciation des mouvements réels sur les prix. En revanche, on peut facilement constater une disparité entre "actifs prime" et "actifs présentant un risque locatif réel ou supposé". La concentration de la demande des investisseurs sur des actifs fortement sécurisés et par nature plus rares dans le contexte actuel tend à réintroduire une pression à la baisse sur les taux pour ces produits. Ce qui n'est pas le cas des autres actifs qui peuvent encore enregistrer une certaine décote, notamment pour réintroduire un écart de taux avec les "actifs prime".

## Tendance générale sur les expertises

Comme chaque année, le patrimoine de l'ensemble des SCPI d'entreprise a fait l'objet pour chaque immeuble d'une évaluation par les experts.

Ces évaluations ont été réalisées sur la base des états locatifs à fin septembre. Elles prennent en compte le niveau de loyer, les négociations et les libérations intervenues en cours d'année, les commercialisations qui devraient aboutir et enfin les congés connus à cette date et dont les effets sont projetés en année pleine sur 2010.

Au terme de l'analyse de ces différents éléments :

- les prix de souscription de parts de SCPI sont maintenus, excepté pour UFG Pierre ;
- les valeurs d'expertise diminuent, aboutissant pour chaque SCPI aux valeurs de réalisation prévisionnelles suivantes :

	Valeurs de réalisation prévisionnelles (au 1 <sup>er</sup> janvier)			Prix de souscription prévisionnels (au 1 <sup>er</sup> janvier)		
	2009 en €	2010 en €	Variation en %	2009 en €	2010 en €	Variation en %
Eurofoncière 2	230,54	222,07	-3,67 %	252,00	252,00	-
Sélectinvest 1	595,32	575,19	-3,38 %	635,00	635,00	-
Immofonds 4	176,16	165,78	-5,89 %	201,00	201,00	-
Crédit Mutuel Pierre 1	262,73	247,98	-5,61 %	285,00	285,00	-
Multicommerce	588,59	559,79	-4,89 %	690,00	690,00	-
Multimmobilier 2	689,10	656,88	-4,68 %	753,00	753,00	-
Multimmobilier 1	618,13	591,34	-4,33 %	675,00	675,00	-
Pierre Privilège	773,64	748,96	-3,19 %	830,00	830,00	-
Epargne Foncière	737,27	724,11	-1,78 %	615,56	640,00	3,97 %
UFG Pierre	81 858,44	76 421,28	-6,64 %	84 165,00	78 575,00*	-6,64 %

\* Prix de souscription au 31/12/2009

La raison de ce mouvement tient essentiellement aux événements locatifs intervenus en cette fin d'année et à leur impact dans la projection du cash flow futur. Elle ne correspond donc pas, comme en 2008, à un mouvement de hausse des taux de rendement. C'est pourquoi cette évolution des valeurs n'entraîne pas une variation à la baisse des prix de parts des SCPI, hormis pour UFG Pierre.

Il ne semble pas nécessaire de modifier les prix dès lors qu'une bonne fluidité du marché des parts continue d'être assurée sur la base des prix actuels.

## Tendance générale sur les résultats d'exploitation pour 2010

Le niveau de distribution pour 2009 est conforme, à plus de 98,5 % en moyenne, aux fourchettes annoncées en début d'année.

Pour 2010, les budgets prévisionnels réalisés à travers la projection des recettes locatives et des charges futures font apparaître une diminution des résultats d'exploitation pour l'ensemble des SCPI. Ce qui devrait être une tendance générale du marché compte tenu des tensions sur le marché locatif. Si la majorité de nos SCPI sont concernées, certaines sont plus préservées que d'autres.

Sélectinvest 1, Crédit Mutuel Pierre 1, Immofonds 4, Multimmobilier 1 et UFG Pierre réunissent plusieurs des facteurs de baisse mais enregistrent un recul plus modéré de leur niveau de distribution pour 2010.

Multicommerce souffre plus que les autres avec un niveau de distribution prévisionnel en diminution de 13 %.

Epargne Foncière, Eurofoncière 2, Multimmobilier 2 et Pierre Privilège enfin, sortent leur épingle du jeu avec une stabilité de leur résultat et de leur niveau de distribution prévisionnel.

### L'origine de la baisse des résultats pour 2010

Les quatre principaux facteurs à l'origine de ces résultats sont :

1. Le niveau des renégociations intervenues en 2009 et dont l'impact sur une année pleine devrait contribuer à diminuer le niveau des recettes locatives sur 2010 ;
2. La baisse du taux d'occupation physique en moyenne de 2 % à 3 % qui va également peser sur les recettes locatives et entraîner des charges non récupérables sur les SCPI ;
3. La baisse récente et très importante de l'indice de la construction qui représente sur un an glissant un recul de 4,10 % après une hausse pour mémoire de 0,40 % en début d'année ;
4. Un niveau de rémunération de la trésorerie au plus bas.

Au-delà donc de quelques problématiques particulières liées notamment à l'immobilisation locative d'immeubles en restructuration, cette situation fait suite à une année marquée par la récession économique et son impact sur le marché locatif.

Si le marché locatif est encore actuellement sous tension, les signes d'amélioration sur le plan économique laissent penser que nous sommes dans une tendance de stabilisation pour atteindre un point bas du marché.

	Prix de souscription prévisionnel 2010	Distribution* prévisionnelle 4T2009	Distribution prévisionnelle 2009	Rendement 2009	Distribution prévisionnelle 2010	Rendement prévisionnel 2010
	en €	en €	en €		en € (autour de)	(autour de)
Eurofoncière 2	252,00	3,51	14,04	5,57 %	14,04	5,50 %
Sélectinvest 1	635,00	7,95	34,23	5,39 %	31,80	5,00 %
Immofonds 4	201,00	2,52	10,89	5,42 %	10,08	5,00 %
Crédit Mutuel Pierre 1	285,00	2,91	14,61	5,13 %	14,28	5,00 %
Multicommerce	690,00	8,46	34,53	5,00 %	30,00	4,30 %
Multimmobilier 2	753,00	10,02	41,52	5,51 %	40,08	5,30 %
Multimmobilier 1	675,00	8,43	37,68	5,58 %	33,72	5,00 %
Pierre Privilège	830,00	11,22	44,88	5,41 %	46,08	5,50 %
Epargne Foncière	640,00	10,02	40,08	6,51 %	40,08	6,20 % **
UFG Pierre	78 575,00	1 074,00	4 400,00	5,23 %	4 101,00	5,20 %

\* Distribution prévisionnelle du 4<sup>e</sup> trimestre 2009 ajustée en fonction du résultat prévisionnel 2009

\*\* Sur la base du dernier prix de confrontation

# Marché immobilier : l'analyse d'UFG REM

## Perspectives

Les renégociations passées en 2009 ont concerné des locataires supportant un volume de loyer important et bénéficiant des facilités offertes par la loi compte tenu des hausses de loyers supportées au cours des années passées conduisant au franchissement du seuil des 25 % de hausse. Même si en 2010, certains locataires peuvent encore demander une révision de leurs loyers, elle devrait être, en montant, inférieure à celle de l'année précédente. L'année 2010 sera probablement encore difficile pour le marché locatif, mais celui-ci devrait tendre vers une stabilisation.

La reprise progressive de l'activité économique devrait par ailleurs donner lieu à un retour à moyen terme de l'inflation et à court terme à une progression de l'Indice du Coût de la Construction sous l'impulsion de sa composante matière première.

En outre, les autres classes d'actifs, à l'instar de l'immobilier, affichent une forte baisse de leur rendement. A titre d'exemple on constate une baisse des rendements des fonds d'état (OAT 10 ans à 3,53 %), des fonds euros (autour de 3,75 % en moyenne pour 2009) du monétaire (Eonia à 0,35 %), du livret A (1,25 % au 01/02/2010)... versus l'immobilier (supérieur à 5 % en moyenne).

Dans ce cadre la hiérarchie des rendements a été reconstituée, l'immobilier d'entreprise se situant dans une position très attractive tant pour les investisseurs institutionnels que pour les particuliers à travers ses principales caractéristiques : protection contre l'inflation, rendement supérieur aux taux sans risque, adaptation aux nouvelles contraintes réglementaires (Solvency 2...).

Aujourd'hui, le niveau des taux de capitalisation, au dessus des taux moyens historiques, devrait engendrer des opportunités d'investissement a minima pour 2010. La captation de ces opportunités permettrait aux portefeuilles immobiliers constitués de bénéficier d'un effet relatif sur le rendement global.

Dans un marché immobilier sain en termes d'offres, la reprise économique progressive devrait parallèlement favoriser plus rapidement le rétablissement des taux d'occupation, ce contexte global permettant la stabilisation des valeurs.

Enfin, si la situation actuelle est liée aux effets conjoncturels d'une crise financière et économique sans précédent, elle ne saurait remettre en cause les vertus de cette classe d'actifs. Ceci est d'autant plus vrai que l'immobilier est une classe d'actifs dont le phénomène de cycle est facilement appréhendable et dont la durée de placement recommandée est de 10 ans et plus, notamment pour répondre à l'amortissement des coûts de transaction liés à la fiscalité (droits) et au caractère non fongible des biens.

## Performances sur longues périodes

	Performance prévisionnelle 2009	TRI 5 ans (2003-2008)	TRI 7 ans (2001-2008)	TRI 10 ans (1998-2008)	TRI 15 ans (1993-2008)
Eurofoncière 2	5,57 %	10,21 %	9,73 %	12,09 %	4,48 %
Sélectinvest 1	5,39 %	9,38 %	9,17 %	16,81 %	4,26 %
Immofonds 4	5,42 %	7,65 %	7,44 %	12,39 %	5,83 %
Crédit Mutuel Pierre 1	5,13 %	7,70 %	8,88 %	11,40 %	2,94 %
Multicommerce	5,00 %	10,24 %	9,32 %	6,01 %	5,14 %
Multimmobilier 2	5,51 %	7,48 %	9,43 %	12,13 %	5,48 %
Multimmobilier 1	5,58 %	9,11 %	8,86 %	10,27 %	2,28 %
Pierre Privilège	5,41 %	9,48 %	9,58 %	8,65 %	4,79 %
Epargne Foncière	10,48 %	7,26 %	9,86 %	9,75 %	9,08 %
UFG Pierre	-1,41 %	8,48 %	8,07 %	-	-

## Performances comparées des SCPI du marché sur longues périodes

	Sur 5 ans (2003-2008)	Sur 7 ans (2001-2008)	Sur 10 ans (1998-2008)	Sur 15 ans (1993-2008)
SCPI (hors fiscales)	9,68%	11,21%	11,86%	4,44%

## Commentaire de gestion SCPI par SCPI

Sélectinvest 1, UFG Pierre, Multimmobilier 1, Crédit Mutuel Pierre, Immofonds 4 :  
un résultat fragilisé dans des proportions modérées

### Sélectinvest 1

	Performance prévisionnelle 2009	TRI 5 ans (2003-2008)	TRI 7 ans (2001-2008)	TRI 10 ans (1998-2008)	TRI 15 ans (1993-2008)
Sélectinvest 1	5,39 %	9,38 %	9,17 %	16,81 %	4,26 %

Le taux d'occupation a reculé en 2009, passant de 90,6 % au 1<sup>er</sup> janvier à 86,9 % au 1<sup>er</sup> novembre. Cette baisse est notamment liée au départ des locataires des sites "le Vermont" à Nanterre et "le Nautille" à Bagneux. Ces immeubles font l'objet de travaux de désamiantage avant d'entrer en phase de réhabilitation en 2010. Leur re-commercialisation en 2011 représente un enjeu de 3,5 % des revenus locatifs.

Sélectinvest a fait l'objet de demandes cumulées de négociations sur 33 actifs représentant 10 % des loyers annuels. A titre d'exemple, le groupe Kraft Food, un des principaux locataires de cette SCPI, a délivré un congé fin 2009 en raison d'un loyer devenu hors marché (2,3 M d'euros). Après négociation d'un renouvellement de bail, le loyer a été ramené à 1,6 M d'euros.

Cette stratégie nous a permis de maintenir la performance globale de l'investissement à 6,5 % contre 5,2 %, en cas de départ du locataire. Une relocation aurait induit le même niveau de loyer négocié, mais aurait entraîné une vacance et engendré les coûts intrinsèques à une re-commercialisation.

#### Impacts :

- de la négociation des loyers : 2,3 %
- du recul de l'indexation : 2,6 %
- de la hausse du taux de vacance : 3,7 %

**Perspectives :** L'objectif pour 2010 sur cette SCPI est de stabiliser son taux d'occupation en concentrant les efforts sur la commercialisation des locaux vacants et le maintien en place des locataires susceptibles de donner leur congé. Il s'agit désormais de rénover au plus vite les locaux vacants avec un niveau de prestations plus ciblé sur des marchés où la concurrence est de plus en plus vive.

Le niveau des renégociations soutenu par des indexations disproportionnées devrait, du fait de l'évolution négative des indices, ralentir fortement.

## UFG Pierre

	Performance prévisionnelle 2009	TRI 5 ans (2003-2008)	TRI 7 ans (2001-2008)	TRI 10 ans (1998-2008)	TRI 15 ans (1993-2008)
UFG Pierre	-1,41 %	8,48 %	8,07 %	-	-

Cette SCPI a particulièrement souffert des renégociations locatives en 2009, certes, sur un nombre limité d'actifs, mais de tailles unitaires importantes et représentant 18 % des loyers. La moyenne des niveaux de renégociations finalisées a été de -23 % contre -34 % demandés.

La situation locative d'UFG Pierre a également été impactée en 2009 par deux grandes opérations de restructuration :

- l'une à Boulogne, dont le résultat ne portera ses fruits qu'en 2011 du fait de la durée des travaux,
- l'autre à Paris, "Carré Feydeau", dont la rénovation, plus légère, est achevée. Cet actif devrait trouver preneur en 2010.

Les libérations à venir telles que Le Calypso à Guyancourt (4 000 m<sup>2</sup>) ou Compans Caffarelli à Toulouse (4 850 m<sup>2</sup>) vont accentuer la pression sur les revenus locatifs du Portefeuille car la taille importante de ces actifs sur leurs marchés respectifs ne permet pas d'envisager une relocation rapide dans le contexte actuel.

### Impacts :

- de la négociation des loyers : 6,6 %
- du recul de l'indexation : 2,1 %
- de la hausse du taux de vacance : 0,1 %

**Perspectives :** Les efforts se porteront, en 2010, sur la résorption de la vacance. Pour cela, un budget conséquent a été alloué à la rénovation des surfaces à commercialiser afin de repositionner au mieux sur leurs marchés les actifs vacants ou appelés à l'être. L'achèvement en 2010 de travaux en cours sur des actifs bien situés comme Le Gambetta à Aix (rénovation lourde) ou des étages de la Tour Part Dieu à Lyon (rénovation légère) doit permettre une relocation rapide. L'ensemble de ces éléments devrait permettre une stabilisation du résultat et, à moyen terme, une augmentation du taux d'occupation financier.

## Multimmobilier 1

	Performance prévisionnelle 2009	TRI 5 ans (2003-2008)	TRI 7 ans (2001-2008)	TRI 10 ans (1998-2008)	TRI 15 ans (1993-2008)
Multimmobilier 1	5,58 %	9,11 %	8,86 %	10,27 %	2,28 %

Cette SCPI a enregistré des renégociations qui représentent 8 % de la production du fonds. Les demandes ont été en moyenne de -21 %. A l'issue des négociations, l'impact final est proche de -16 %.

L'impact de la vacance liée aux opérations en restructuration, telle qu'Iléo ou Le Vermont et qui représentent plus de 3 % des surfaces pèseront encore sur son résultat en 2010.

Le premier trimestre 2010 va connaître un accroissement rapide de la vacance avec le départ de Culligan à Trappes.

### Impacts :

- de la négociation des loyers : 1,3 %
- du recul de l'indexation : 2 %
- de la hausse du taux de vacance : 4,5 %

**Perspectives :** Les immeubles actuellement en travaux et dont la livraison est prévue en 2010 sont d'ores et déjà en commercialisation et représentent quant à eux 2,6 % de la vacance.

## Crédit Mutuel Pierre 1

	Performance prévisionnelle 2009	TRI 5 ans (2003-2008)	TRI 7 ans (2001-2008)	TRI 10 ans (1998-2008)	TRI 15 ans (1993-2008)
Crédit Mutuel Pierre 1	5,13 %	7,70 %	8,88 %	11,40 %	2,94 %

Cette SCPI a enregistré un taux de renégociation portant sur 14 % de ses loyers, notamment de la part de France Telecom, locataire représentant 3,5 % des loyers mais dont le loyer avait connu une forte croissance : +39 % sur 7 ans sur l'immeuble de Guyancourt (4 860 m<sup>2</sup>). Son loyer de 1 125 K euros a été ramené à 875 K euros soit 180 euros/m<sup>2</sup>, valeur encore élevée dans un marché sur-offreur dans la ville nouvelle de Saint-Quentin-en-Yvelines.

Crédit Mutuel Pierre 1 a également connu un recul de son taux d'occupation physique de 2,5 %, passant de 89,7 % en début d'année à 87,2 % à fin octobre.

La vacance de grands actifs en indivision comme Le Vermont (20 % de 15 186 m<sup>2</sup>) dont les travaux de rénovation dureront jusqu'en 2011 vont encore peser en 2010. A l'inverse, un actif comme le Stephenson à Montigny-le-Bretonneux (53 % de 18 512 m<sup>2</sup>) en cours de travaux et livrable en Mai 2010 peut avoir un impact de 2 % sur les loyers du fonds dès sa relocation, la commercialisation étant en cours.

Les budgets travaux évoluent différemment : +11 % pour les grosses réparations qui permettent de maintenir les immeubles en bon état, et -5 % sur les travaux de remise en état pour relouer. Cette baisse ne traduit pas une diminution d'activité. Au contraire, certains travaux de rénovation sont d'une telle importance qu'ils sont immobilisés et passent sur le budget Investissement.

### Impacts :

- de la négociation des loyers : 2,8 %
- du recul de l'indexation : 2 %
- de la hausse du taux de vacance : 2,5 %

**Perspectives :** Les objectifs de commercialisation pour 2010 devraient permettre de ramener le taux d'occupation à 90 % en fin d'année. Les négociations réalisées en 2009 se sont limitées à une baisse de -11 % contre une demande de -17 %. La perspective 2010 sur l'évolution des indices ne laisse pas entrevoir de renégociations aussi fortes.

## Immofonds 4

	Performance prévisionnelle 2009	TRI 5 ans (2003-2008)	TRI 7 ans (2001-2008)	TRI 10 ans (1998-2008)	TRI 15 ans (1993-2008)
Immofonds 4	5,42 %	7,65 %	7,44 %	12,39 %	5,83 %

Immofonds 4 a bien résisté à la vague de renégociation des loyers. Six locataires ont mené ces démarches sur 13 % des loyers produits par le portefeuille. Les demandes en moyenne de -13 % ont été traitées ou sont en cours sur une base de -8 %, ce qui est en deçà des tendances moyennes.

La Poste à Montpellier a par exemple fait jouer l'article L 145.39 pour obtenir une diminution de loyer qui a été limitée à 7 % sur 450 K euros.

A l'échelle d'Immofonds 4, la baisse du taux d'occupation est liée à sa présence dans des indivisions qui portent temporairement de grands actifs vacants ou en rénovation. A titre d'exemple, la libération du Vermont à Nanterre (10 % de 15 186 m<sup>2</sup>) et la période de travaux nécessaire pèse pour près de 4 % dans les revenus locatifs.

### Impacts :

- de la négociation des loyers : 1,1 %
- du recul de l'indexation : 1,8 %
- de la hausse du taux de vacance : 5,7 %

**Perspectives :** Un peu moins de 5 % de la valeur des actifs sera investie en 2010 entre les grosses réparations et les travaux de remise en état locatif. L'impact est important puisqu' à Aix, par exemple, la rénovation qui s'achève d'un bâtiment de 1 000 m<sup>2</sup> libéré en avril de cette année permet d'avoir d'ores et déjà des contacts et une négociation avancée pour la prise à bail de l'immeuble en totalité. L'enjeu est de 1 % des loyers du fonds. C'est également le cas de l'immeuble du Stephenson à Montigny qui représente un enjeu de 3 % des loyers du fonds dont les travaux seront achevés au premier semestre 2010.

## Multicommerce : une année à venir particulièrement difficile

	Performance prévisionnelle 2009	TRI 5 ans (2003-2008)	TRI 7 ans (2001-2008)	TRI 10 ans (1998-2008)	TRI 15 ans (1993-2008)
Multicommerce	5,00 %	10,24 %	9,32 %	6,01 %	5,14 %

Touchée plus tardivement dans le cours de l'année par les demandes de renégociation, le secteur du commerce a fini par subir le contrecoup de la crise.

1/4 des loyers sur Multicommerce a fait l'objet de renégociations réparties sur 14 actifs, dont 6 concernent le même site : La Place de Toscane à Marne La Vallée. Les locataires réclamaient en moyenne 21 % de baisse. Les transactions ont été réalisées sur une moyenne de -20 % (niveau de loyer corrélé aux chiffres d'affaires).

Phénomène extrêmement rare : la conjoncture économique a également amené certaines enseignes à fermer des sites sans chercher à céder leur fond de commerce, entraînant une augmentation significative du taux de vacance (taux d'occupation physique au 31/10/2009 de 83,2 %).

La majorité de la vacance du portefeuille est concentrée sur 4 sites, pour lesquels les stratégies de gestion sont différentes pour 2010 :

- Sénart (2 980 m<sup>2</sup> ex-Eldorauto) : cession en cours de négociation pour fin 2010 ;
- Fleury-Les-Aubrais (2 985 m<sup>2</sup> ex-Eldorauto) : Commercialisation et travaux en cours suite à une occupation illégale ;
- Grenoble (Le Grenat 2 224 m<sup>2</sup> ex-France Télécom) : actif mixte à dominante bureau en cours de rénovation, commercialisation à la location ;
- Villenave d'Ornon (2 018 m<sup>2</sup> ex-PC City) libération récente, relouable en l'état, bonne zone commerciale. Des contacts sont actuellement en cours.

### Impacts :

- de la négociation des loyers : 6 %
- du recul de l'indexation : 1,7 %
- de la hausse du taux de vacance : 15,5 %

**Perspectives :** Les difficultés actuelles sur Multicommerce sont davantage d'ordre conjoncturel que d'ordre structurel. Une fois les actions de gestion réalisées et d'ores et déjà planifiées, la performance devrait retrouver un niveau de rendement moyen en ligne avec ses objectifs initiaux, autour de 6 % - 6,5 %, selon nos hypothèses médianes sur 10 ans.

## Epargne Foncière Multimobilier 2, Eurofoncière 2 et Pierre Privilège, sortent leur épingle du jeu

### Epargne Foncière

	Performance prévisionnelle 2009	TRI 5 ans (2003-2008)	TRI 7 ans (2001-2008)	TRI 10 ans (1998-2008)	TRI 15 ans (1993-2008)
Epargne Foncière	10,48 %	7,26 %	9,86 %	9,75 %	9,08 %

Le nombre de renégociations a été relativement modéré sur Epargne Foncière. Cela a concerné 13 actifs de son portefeuille - dont 4 de commerces - et représenté 6 % de ses loyers. La baisse consentie a été de 20 % contre 28 % demandée.

La baisse du taux d'occupation d'Epargne Foncière s'est limitée à 1,9 % en 2009 pour atteindre 86,1 %. Elle se caractérise par de fortes disparités :

A titre d'exemple, l'actif "Le Palatino", en cours d'arbitrage, représente à lui seul 21 % de la vacance du fonds tandis que 16 % sont constitués de 25 actifs disséminés d'une surface moyenne de 300 m<sup>2</sup>.

Le budget "Grosses Réparations" est maintenu à un niveau élevé avec 3,9 M d'euros à investir dans l'amélioration des immeubles : + 14 %.

#### Impacts :

- de la négociation des loyers : 1,3 %
- du recul de l'indexation : 2,3 %
- de la hausse du taux de vacance : 1,9 %

**Perspectives :** En complément des stratégies spécifiques à la relocation des locaux vacants, les efforts seront portés sur les ventes à utilisateur afin d'accroître le taux d'occupation sans réaliser de travaux. Enfin, l'achèvement des travaux sur le 13<sup>e</sup> étage de la Tour Montparnasse, en décembre, puis de Ventadour Building (Opéra), en Janvier, qui concentrent à eux deux 5 % de la vacance, va permettre d'accélérer la commercialisation sur un marché parisien plus actif en ce moment et, ainsi, de stabiliser le résultat.

### Multimobilier 2

	Performance prévisionnelle 2009	TRI 5 ans (2003-2008)	TRI 7 ans (2001-2008)	TRI 10 ans (1998-2008)	TRI 15 ans (1993-2008)
Multimobilier 2	5,51 %	7,48 %	9,43 %	12,13 %	5,48 %

Multimobilier 2 a été peu impacté par les différents facteurs contribuant à la baisse de la plupart des SCPI. Les renégociations locatives se sont limitées à 3 actifs et 4 locataires, représentant 8 % des loyers.

Les demandes initiales de réduction de -19 % devraient être limitées à -14 % à l'issue des dernières négociations en cours.

Son taux d'occupation s'est bien tenu autour de 92 % en 2009. Cette SCPI a bénéficié, en contrepartie des libérations de Coyne et Bellier à Gennevilliers (1 560 m<sup>2</sup>) et de Schneider à Rouen (1 620 m<sup>2</sup>), de l'arrivée dans le portefeuille d'actifs neufs et loués tels que La Chantrerie à Nantes avec Sodexo sur près de 1 000 m<sup>2</sup> ou Midas Wasquehal. Ces arrivées vont avoir un effet relatif sur le portefeuille avec un budget travaux qui restent concomitamment limité.

**Perspectives :** Le taux d'occupation de Multimobilier 2 en 2010 devrait être proche de celui de 2009 après une forte augmentation au premier trimestre. C'est le traitement des surfaces libres disséminées sur plusieurs petites lignes qui permettra de contenir au niveau actuel la vacance à fin 2010. Une dizaine d'actions spécifiques sur des lignes moyennes de 100 m<sup>2</sup> sont ainsi engagées. C'est la contrepartie de la bonne dilution du risque locatif. La bonne tenue de son portefeuille sur le plan locatif permet d'assurer une stabilisation de son niveau de distribution.

## Eurofoncière 2

	Performance prévisionnelle 2009	TRI 5 ans (2003-2008)	TRI 7 ans (2001-2008)	TRI 10 ans (1998-2008)	TRI 15 ans (1993-2008)
Eurofoncière 2	5,57 %	10,21 %	9,73 %	12,09 %	4,48 %

Eurofoncière 2, à l'image de Multimmobilier 2, a enregistré une très faible demande de baisses de loyer. Celles-ci n'ont concerné que 5 % des loyers et 4 actifs pour 1 300 m<sup>2</sup> sur les 58 500 m<sup>2</sup> détenus par le fonds.

Le magasin Noura Boulevard du Montparnasse, à titre d'exemple, supporte un loyer de 170 K euros et revendique un loyer de marché à 137 K euros, tandis que notre position de négociation est à 150 K euros.

L'impact des baisses de loyer consenties en 2009 sera donc très limité dans le résultat 2010, à peine 0,4 %.

En moyenne de 96 % en 2009, le taux d'occupation devrait s'établir autour de 91 % en 2010, du fait de l'arrivée sur le marché d'immeubles comme la rue Miollis (953 m<sup>2</sup> dans Paris 15<sup>e</sup>) ou le boulevard Biron à Saint-Ouen (1 531 m<sup>2</sup>) que les locataires vont libérer.

Néanmoins, le plein effet des acquisitions intervenues courant 2009 comme le Monoprix du Pré-Saint-Gervais (1<sup>er</sup> locataire du portefeuille en valeur) ou La Pilaterie à Wasquehal avec l'arrivée de locataires tels que Midas ou OCE vont avoir un impact positif sur le niveau de loyer global du fonds.

Perspectives : La qualité des actifs a permis de tenir des positions de négociation locatives limitant à -8 % des demandes qui visaient -17 %. Le pic de vacance conjoncturel du portefeuille en 2010 ne devrait être que temporaire. Eurofoncière 2 a été bien préservée des mouvements sur le marché locatif sur 2009, ce qui lui permet de maintenir un bon niveau de résultat et donc de distribution stable.

## Pierre Privilège

	Performance prévisionnelle 2009	TRI 5 ans (2003-2008)	TRI 7 ans (2001-2008)	TRI 10 ans (1998-2008)	TRI 15 ans (1993-2008)
Pierre Privilège	5,41 %	9,48 %	9,58 %	8,65 %	4,79 %

Pierre Privilège a également fait l'objet d'un nombre limité de négociation. Néanmoins, les 4 actifs représentaient 13 % des loyers du portefeuille.

Un locataire tel que la CNP dans le Héron Building à Montparnasse a entamé une campagne de renégociation avec l'ensemble de ses propriétaires, les discussions en cours devraient aboutir à une diminution de loyer de l'ordre de 20 à 25 %. La demande formulée à -29 %, est celle ce qui a été retenu dans les budgets pour 2010.

Le taux d'occupation sur cette SCPI demeure satisfaisant avec 96 % en moyenne sur 2009. Deux actifs situés à Bruges en périphérie de Bordeaux présentent une vacance structurelle importante dont le traitement par un réajustement sévère des loyers doit permettre de reconquérir 2,2 % des loyers du fonds.

Perspectives : La présence du fonds dans de grands ensembles tels Les Magasins d'usine à Troyes ou Maillot 2000 à Paris, où il existe une activité locative intrinsèque du fait de mouvements permanents de locataires, doit permettre de relouer rapidement des surfaces qui vont se libérer en 2010 et de défendre ainsi 5 % des loyers. Le niveau de résultat de cette SCPI reste confortable et permet de prévoir une augmentation de son niveau de distribution.

## PHILOSOPHALE

Au début de l'année 2009, la volatilité et la performance de certaines lignes d'actifs du portefeuille Philosophale ont neutralisé la performance globale de l'unité de compte : celle-ci ressortant quasi flat à la fin du premier trimestre.

C'est également à ce même moment que l'équipe de gestion est parvenue à finaliser la cession d'environ 48 M d'euros d'actifs, dans de bonnes conditions puisqu'à leurs valeurs, donc sans aucune conséquence sur la performance du support. Ces cessions ont immédiatement eu le double effet recherché :

- rétablir une poche de liquidité significative (permettant également de lever le délai de paiement instauré fin 2008) ;
- repositionner le portefeuille essentiellement sur des actifs immobiliers affichant des performances régulières.

Depuis avril 2009, la gestion a ensuite maintenu une allocation composée d'environ 20 % de liquidités et de 80 % de SCPI à capital variable gérées par UFG REM. Dès lors, celle-ci a permis à l'unité de compte de délivrer une performance très régulière, s'établissant à 3,13 % sur 2009 en date du 20 novembre, et d'abaisser significativement sa volatilité.

Les prévisions de baisse des valeurs de réalisation annoncées par UFG REM impacteront la valeur liquidative du 27 novembre 2009. Les statuts prévoient en effet une transparence parfaite et immédiate des valeurs de chacun des actifs composant la SCP.

Les deux lignes les plus importantes portées par Philosophale sont Sélectinvest 1, dont la baisse prévisionnelle annoncée de la valeur de réalisation est de 3,38 %, et UFG Pierre dont la baisse prévisionnelle annoncée de la valeur de réalisation est de 6,64 %.

Les projections réalisées sur le portefeuille de Philosophale donnent un impact moyen des corrections de valeurs immobilières d'environ -5,10 %. Les liquidités, actuellement d'environ 20 %, amortiront mécaniquement une partie de cette baisse, si bien que la performance cumulée 2009 diminuera de +3 % à environ -1,10 %.

Dans le cadre d'une unité de compte dont la durée de placement recommandée est de 8 ans, Philosophale continue d'afficher des TRI cohérents avec ceux de l'immobilier sur cet horizon de placement et des performances passées élevées. Cette diminution de performance doit donc être appréhendée de manière relative, ce support conservant ses atouts de diversification sur la classe d'actifs immobilier avec pour moteur de performance principale des coupons réguliers et une protection contre l'inflation.

## Performances sur différentes périodes\*

Au 27/11/2009	2005	2006	2007	2008	1 an glissant	2 ans glissants	3 ans glissants
Philosophale	8,17 %	8,85 %	10,34 %	0,14 %	-1,20 %	2,67 %	10,35 %

\* Sur VL estimée du 27/11/09 (avec impact baisse valeurs de réalisation)

## Après ces corrections, quelles perspectives pour l'unité de compte Philosophale sur la fin d'année et l'exercice à venir ?

Tout d'abord, le portefeuille de la SCP Philosophale conservera sa conformation actuelle, bénéficiant toujours du rendement régulier et peu volatile des coupons des SCPI à capital variable. Sur les bases de l'allocation actuelle, la contribution à la performance de ceux-ci permettrait d'obtenir une performance annuelle glissante pour l'unité de compte Philosophale autour de 4 à 4,5 %.

Concernant les valeurs, il convient de souligner que la totalité du portefeuille a intégré les corrections des exercices 2008 et 2009, au moment où les anticipations de marché tablent davantage sur une stabilisation des valeurs immobilières sur 2010 et 2011.