



RAPPORT D'ACTIVITÉ

31 décembre 2014

SOMMAIRE

1	RAPPORT D'ACTIVITÉ	3
1.1	Commerce.....	3
1.2	Logement.....	12
1.3	Bureau.....	16
1.4	Innovation.....	19
2	RÉSULTATS CONSOLIDÉS	20
2.1	Résultats.....	20
2.2	Actif net réévalué (ANR).....	22
3	RESSOURCES FINANCIÈRES	24
3.1	Situation financière.....	24
3.2	Couverture et maturité.....	25

1 RAPPORT D'ACTIVITÉ

1.1 COMMERCE

1.1.1 Commerce physique

CHIFFRES CLES AU 31 DECEMBRE 2014

31 décembre 2014	Exploitation			Développement		
	m ² GLA	Loyers bruts actuels (M€) ^(d)	Valeur expertisée (M€) ^(e)	m ² GLA	Loyers bruts prévisionnels (M€)	Investissements nets (M€) ^(f)
Actifs contrôlés (intégration globale) ^(a)	640 409	162,8	3 105	340 000	143,5	1 583
Q/P Groupe	514 959	121,0	2 107	280 000	106,1	1 194
Q/P Minoritaires	125 449	41,8	998	60 000	37,5	389
Actifs mis en équivalence ^(b)	148 598	37,0	632	98 000	16,1	203
Q/P Groupe	70 822	17,8	309	39 000	5,9	73
Q/P Tiers	77 776	19,2	322	59 000	10,3	130
Gestion pour compte de tiers ^(c)	218 300	48,5	863	-	-	-
Total Actifs gérés	1 007 307	248,3	4 600	438 000	159,7	1 785
Q/P Groupe	585 781	138,9	2 416	319 000	111,9	1 266
Q/P Tiers	421 525	109,5	2 184	119 000	47,8	519

(a) Actifs dont Altarea est actionnaire et pour lesquels Altarea exerce le contrôle opérationnel. Intégrés en intégration globale dans les comptes consolidés.

(b) Actifs dont Altarea n'est pas actionnaire majoritaire, mais où Altarea exerce un co-contrôle opérationnel ou une influence notable. Intégrés par mise en équivalence dans les comptes consolidés.

(c) Actifs totalement détenus par des tiers, qui ont confié à Altarea un mandat de gestion pour une durée initiale comprise entre 3 et 5 ans, renouvelable.

(d) Valeurs locatives des baux signés au 1er janvier 2015.

(e) Valeur d'expertise droits inclus.

(f) Budget total incluant les frais financiers et coûts internes.

1.1.1.1 Évolution du marché et stratégie du Groupe

La consommation des ménages français amorce une légère reprise en fin d'année, pour atteindre une croissance globale de +0,6%¹ pour l'année 2014. Les ventes online convergent vers ces niveaux (+2% pour le marché français, et +3% à périmètre constant pour les grands sites marchands²), confirmant ainsi que le e-commerce est parvenu à une certaine maturité en France.

Le CNCC en revanche enregistre un chiffre d'affaires des locataires des centres commerciaux en baisse de -0,4 %³.

Dans ce contexte, de consommation atone, Altarea Cogedim poursuit sa stratégie de concentration de son patrimoine sur les sites premium bénéficiant d'une attractivité et d'une commercialité fortes.

Les centres commerciaux du Groupe affichent une performance très résiliente avec un chiffre d'affaires des locataires en hausse de +1,0%⁴.

1.1.1.2 Loyers nets consolidés

Les loyers nets IFRS s'élèvent à 156,6 millions d'euros (-0,9%) au 31 décembre 2014. A périmètre constant, la progression est de +2,8% au niveau du Groupe et de +2,0% en France, dans un contexte d'indexation stabilisée⁵.

	En M€	
Loyers nets 31 décembre 2013	158,0	
Cessions	(3,4)	
Restructurations	(1,7)	
Var. périmètre constant France	2,2	+2,0% (a)
Var. périmètre constant International	1,6	+6,2% (b)
Total Variation Loyers nets	(1,4)	(0,9)%
Loyers nets 31 décembre 2014	156,6	

(a) En pourcentage du périmètre constant France

(b) En pourcentage du périmètre constant International

¹ Source : INSEE à fin décembre 2014 (ventes de produits manufacturés).

² Source : Fevad et Baromètre ICE 100 (croissance des sites leaders à périmètre constant et en produits high-tech) à fin décembre 2014 (12 mois glissants).

³ Source : CNCC, évolution du chiffre d'affaires des locataires à surfaces constantes à fin décembre 2014.

⁴ Évolution du chiffre d'affaires des locataires à surfaces constantes sur l'année 2014 en France.

⁵ ILC (Indice des Loyers Commerciaux) T2 2013 : +0,85%, ICC (Indice du Coût de la Construction) T2 2013 : -1,7%.

MISES EN SERVICE

L'année 2014 a été marquée par la livraison du QWARTZ à Villeneuve-la-Garenne, centre commercial régional de 67 000 m² GLA qui accueille un hypermarché Carrefour, Primark, Mark & Spencer, H&M, Zara, et plus de 165 enseignes et restaurants.

Ce centre, détenu à 50% par Altarea, est intégré par mise en équivalence dans les comptes consolidés du Groupe. Son impact n'apparaît donc pas dans les loyers nets comptabilisés sur la période.

CESSIONS

Durant l'année, le Groupe a cédé trois actifs de petite taille pour un montant total de 82,3 millions d'euros net vendeur.

RESTRUCTURATIONS

La stratégie de concentration du Groupe sur des actifs premium repose également sur la restructuration et/ou extension de centres en patrimoine qui présentent un potentiel de création de valeur. Ces travaux sont souvent accompagnés de réductions de loyers pour les locataires en place, durant les travaux.

En 2014, les restructurations opérées par le Groupe pour renforcer ses centres concernent principalement :

- Aix-en-Provence, dont la restructuration de la galerie et l'extension de 4 800 m² GLA seront livrées au 1^{er} semestre 2015,
- Aubergenville, dont l'organisation a été revue afin d'y intégrer une Marque Avenue® (village de marques) qui permettra de capter une clientèle complémentaire et d'augmenter les loyers perçus. La livraison est prévue mi-2015.

1.1.1.3 Performance opérationnelle

FRANCE (87 % DU PATRIMOINE)

Evolution des loyers

En France, la progression de +2,0% des loyers nets à périmètre constant⁶ a été tirée par les grands centres (Cap 3000, Toulouse Gramont et Bercy Village).

⁶ Hors impact des mises en service, acquisitions, cessions et restructurations.

Chiffre d'affaires des enseignes⁷

Données à 100%	CA TTC	Fréquentation
Total Centres commerciaux	1,0%	0,2%
Indice CNCC	(0,4)%	(0,1)%

Activité locative (loyers bruts)

	Nb de baux	Nouveau loyer	Ancien loyer	Var
1ère commercialisation	62	6,7 M€	-	n/a
Commercialisation / Renouvellement	121	11,7 M€	8,1 M€	44%
Total 2014	183	18,3 M€	8,1 M€	n/a

Échéancier des baux

En M€, à 100%	Date de fin de bail	% du total	Option de sortie trien.	% du total
Echus	14,7	8,8%	14,7	8,8%
2015	5,4	3,2%	15,7	9,4%
2016	4,9	2,9%	39,3	23,6%
2017	13,9	8,3%	44,9	27,0%
2018	17,0	10,2%	19,8	11,9%
2019	12,1	7,2%	7,8	4,7%
2020	22,3	13,4%	13,4	8,0%
2021	16,1	9,6%	7,1	4,2%
2022	17,8	10,7%	0,1	0,1%
2023	17,4	10,5%	2,5	1,5%
2024	21,6	12,9%	0,0	0,0%
2025	1,1	0,7%	-	0,0%
>2025	2,4	1,4%	1,1	0,7%
Total	166,5	100%	166,5	100%

Taux d'effort⁸, créances douteuses⁹ et vacance financière¹⁰

	2014	2013	2012
Taux d'effort	9,8%	10,2%	10,1%
Créances douteuses	0,7%	1,5%	1,5%
Vacance financière	3,4%	3,4%	2,8%

INTERNATIONAL (13 % DU PATRIMOINE)

Le portefeuille de centres commerciaux à l'international est constitué d'un actif espagnol situé à Barcelone, et de 6 actifs italiens majoritairement situés dans le Nord de l'Italie.

En Italie, dans un contexte économique morose et un environnement fiscal et politique incertain, le portefeuille fait preuve de résistance avec un loyer net en forte hausse de +7,3%.

⁷ Evolution du chiffre d'affaires des locataires à surfaces constantes.

⁸ Ratio des loyers et charges TTC facturés aux locataires en 2014 (y compris allègements), ramenés au chiffre d'affaires TTC de la même période, à 100% en France. Hors actifs en restructuration.

⁹ Montant net des dotations et reprises de provisions pour créances douteuses ainsi que pertes définitives sur la période rapporté aux loyers et charges facturés, à 100% en France. Hors actifs en restructuration.

¹⁰ Valeur locative des lots vacants (ERV) rapportée à la situation locative y compris ERV. Hors actifs en restructuration.

Cette croissance s'appuie sur une stratégie de revue des baux (amélioration des enseignes présentes) et de restructuration des centres. Ainsi, malgré une hausse de la vacance financière (6,8% contre 4,0% en 2013), le chiffre d'affaires¹¹ des locataires progresse de +0,7% et la fréquentation de +3,0%. Les créances douteuses sont elles aussi réduites à 2,0%.

En Espagne, le loyer net enregistre également une nette hausse de +3,4%.

Les performances du centre confirment également la reprise économique, avec un chiffre d'affaires des locataires en hausse de +2,0%, une vacance financière réduite à 1,7% (contre 2,9% en 2013) et des créances douteuses réduites à 0,6% (contre 2,5% l'année précédente).

1.1.1.4 Gestion pour compte de tiers

Depuis plusieurs années, le Groupe a fortement développé son activité de gestion pour compte de tiers.

Fin 2014, ces actifs représentent 48,5 millions d'euros de loyers pour une valeur totale de 863 millions d'euros, et contribuent significativement aux honoraires encaissés par Altarea Commerce¹².

En additionnant actifs contrôlés et actifs gérés pour compte de tiers, Altarea gère un total d'environ 1 800 baux en France et 500 en Italie et en Espagne.

1.1.1.5 Patrimoine

COMPOSITION DU PATRIMOINE

Au 31 décembre 2014, la valeur du patrimoine détenu par le Groupe (actifs contrôlés ou mis en équivalence) augmente de 457 millions d'euros pour atteindre 3 737 millions d'euros.

en M€	Valeur
TOTAL au 31 décembre 2013	3 280
Mises en service	370
Acquisitions	-
Cessions	(88)
Variation à périmètre constant	176
Dont France	204
Dont Italie	(39)
Dont Espagne	11
Total Variation	457
TOTAL au 31 décembre 2014	3 737
Dont Q/P Groupe	2 416
Dont Q/P Tiers	1 321

Depuis 4 ans, le Groupe concentre son patrimoine sur les centres commerciaux « premium » : centres commerciaux régionaux, grands retail parks, centres de loisirs urbains, commerces de gare...

Conséquence de cette stratégie, le Groupe détient 35 sites en France d'une taille moyenne de 93 millions d'euros, et 7 sites à l'étranger.

Les centres commerciaux régionaux et les grands Retail Parks représentent quant à eux 82% du patrimoine (contre 76% en 2013).

Répart. par typologie (M€)	2014		2013		Var
C. commerciaux régionaux	2 275	61%	1 703	52%	9 pts
Grands retail parks (Family V)	802	21%	779	24%	(2) pts
Proximité / Centre-ville	661	18%	798	24%	(7) pts
TOTAL	3 737	100%	3 280	100%	
Dont Q/P Groupe	2 416		2 283		

Répart. géographique (M€)	2014		2013		Var
Ile-de-France	1 275	34%	944	29%	5 pts
PACA/Rhône-Alpes/Sud	1 573	42%	1 386	42%	(0) pts
France - Autres régions	411	11%	443	13%	(3) pts
International	478	13%	506	15%	(3) pts
TOTAL	3 737	100%	3 280	100%	
Dont Q/P Groupe	2 416		2 283		

Format des actifs	2014		2013		Var
France Valeur moyenne	93 M€		75 M€		24%
Nb actifs	35		37		-2
Internationale Valeur moyenne	68 M€		72 M€		(6)%
Nb actifs	7		7		-

¹¹ Evolution du chiffre d'affaires des locataires à surfaces constantes.

¹² Au total, 19,2 millions d'euros d'honoraires facturés pour compte de tiers en 2014.

TAUX DE CAPITALISATION¹³

Taux de capitalisation net moyen, à 100%	2014	2013
France	5,49%	5,98%
International	7,15%	6,75%
TOTAL Patrimoine	5,71%	6,10%
Dont Q/P Groupe	5,99%	6,30%
Dont Q/P Tiers	5,03%	5,62%

En France, la compression de près de 50 bps du taux moyen résulte principalement des grands actifs prime (Cap 3000, Quartz).

EXPERTISES IMMOBILIERES

L'évaluation des actifs du groupe Altarea Cogedim est confiée à DTZ Valuation et CBRE Valuation. Les experts utilisent deux méthodes :

- l'actualisation des flux futurs de trésorerie, avec valeur de revente en fin de période ;
- la capitalisation des loyers nets, sur la base d'un taux de capitalisation intégrant les caractéristiques du site, et des revenus locatifs (comprenant également le loyer variable et le loyer de marché des locaux vacants, et retraités de l'ensemble des charges supportées par le propriétaire).

Ces expertises sont effectuées conformément aux critères requis par le *Red Book – Appraisal and Valuation Standards* publié par la Royal Institution of Chartered Surveyors. Les missions confiées aux experts sont toutes effectuées selon les recommandations COB/CNC « Groupe de travail Barthès de Ruyter » et suivent intégralement les instructions de la Charte de l'Expertise en Évaluation Immobilière, mise à jour en 2012. La rémunération versée aux experts est fixée sur une base forfaitaire en fonction de la taille et de la complexité des actifs, et est totalement indépendante du résultat de l'expertise.

La décomposition de la valorisation du patrimoine par expert est la suivante :

Expert	Patrimoine	% de la valeur, DI
CBRE	France	27%
DTZ	France & International	73%

¹³ Le taux de capitalisation est le rendement locatif net sur la valeur d'expertise hors droits.

1.1.1.6 Centres commerciaux en développement

En cohérence avec sa stratégie de concentration du patrimoine sur les actifs « premium », le Groupe a entièrement renouvelé son portefeuille de développements, en privilégiant les opérations de création ou de restructuration/développement de grands centres commerciaux régionaux, de commerces de flux ou encore de grands retail parks, qui représentent désormais plus de 90% du pipeline.

Au 31 décembre 2014, le volume de projets maîtrisés par Altarea Cogedim représente un investissement net¹⁴ prévisionnel d'environ 1,8 milliard d'euros pour 160 millions d'euros de loyers potentiels à 100% (1,3 milliard d'euros en quote-part Groupe, pour 112 millions d'euros de loyers).

Rapporté au patrimoine en exploitation, le pipeline représente plus de 80% de loyers supplémentaires potentiels (à 100% comme en quote-part Groupe).

	m ² GLA (c)	Loyers bruts prévi. (M€)	Investis- sement net (M€) (d)	Rende- ment prévis.
Projets contrôlés (intégration globale)^(a)	340 000	144	1 583	9,1%
Q/P Groupe	280 000	106	1 194	
Q/P Minoritaires	60 000	37	389	
Projets mis en équivalence^(b)	98 000	16	203	8,0%
Q/P Groupe	39 000	6	73	
Q/P Tiers	59 000	10	130	
Total	438 000	160	1 785	8,9%
Q/P Groupe	319 000	112	1 266	8,8%

(a) Projets dont Altarea est actionnaire et pour lesquels Altarea exerce le contrôle opérationnel. Intégrés en intégration globale dans les comptes consolidés.

(b) Projets dont Altarea n'est pas actionnaire majoritaire. Intégrés par mise en équivalence dans les comptes consolidés (application IFRS 11).

(c) Total de la GLA (Gross Leasing Area) construite et/ou restructurée, hors VEFA pour compte de tiers.

(d) Budget total incluant les frais financiers de portage et les coûts internes.

Le groupe Altarea Cogedim ne communique que sur un portefeuille de projets engagés ou maîtrisés¹⁵. Ce pipeline n'inclut pas les projets identifiés sur lesquels les équipes de développement sont actuellement en cours de négociations ou d'études avancées.

Compte tenu des critères prudeniels du Groupe, le lancement des travaux n'est décidé qu'une fois atteint un niveau suffisant de pré-commercialisation. Au vu des avancées opérationnelles réalisées au cours de l'année

¹⁴ Budget total incluant les frais financiers et coûts internes.

¹⁵ Projets engagés : actifs en cours de construction. Projets maîtrisés : projets partiellement ou totalement autorisés, dont le foncier est acquis ou sous promesse, mais dont la construction n'a pas encore été lancée.

2014, tant du point de vue administratif que commercial, les projets du pipeline devraient être livrés en majorité entre 2015 et 2018.

En M€, net	A 100%	En Q/P
Dépensé	309	213
Engagé restant à dépenser	69	34
Total engagements	378	247
% investissement net	21%	19%

INVESTISSEMENTS REALISES EN 2014 SUR LES PROJETS EN DEVELOPPEMENT

Durant l'année 2014, Altarea Cogedim a investi¹⁶ 118 millions d'euros en quote-part sur son portefeuille de projets.

Ces investissements portent principalement sur :

- le Quartz, centre commercial régional de 86 000 m² SHON ouvert en avril à Villeneuve-la-Garenne,
- et les centres commerciaux en construction et/ou restructuration : Cap 3000, Toulon-La Valette, Aubergenville et Aix-en-Provence essentiellement.

GARE MONTPARNASSE

A l'issue de la consultation lancée par Gares & Connexions, Altarea Cogedim a été choisi comme partenaire pour la modernisation de la gare de Paris-Montparnasse. Le Groupe sera ainsi en charge de la conception, de la réalisation et de l'exploitation pour 30 ans des espaces commerciaux de la gare. Ce projet d'exception vise à faire de Paris-Montparnasse une gare connectée aux nouveaux modes de vie de tous ses publics, en répondant à la hausse de trafic de +50% attendue d'ici 2030.

CAP 3000

Après un premier « remodeling » en 2012, et l'ouverture de 4 nouveaux restaurants en front de mer en mai 2014, le Groupe a lancé en novembre le chantier d'extension-rénovation du centre commercial Cap 3000, situé près de Nice.

A l'issue de ce chantier, dont les phases s'achèveront successivement entre 2016 et 2018, le centre comportera 300 enseignes sur une surface totale de 135 000 m² SHON (100 000 m² GLA), contre 140 enseignes et 85 000 m² SHON aujourd'hui.

Le prix de revient de l'extension s'élève à environ 400 millions d'euros, et porte ainsi à plus d'un

milliard d'euros le montant global investi sur le centre depuis son acquisition.

LIVRAISONS PREVUES EN 2015

En 2015, le Groupe va livrer 3 opérations, générant un loyer additionnel annualisé de près de 14 millions d'euros¹⁷ :

- L'extension-rénovation du centre commercial Jas de Bouffan à Aix-en-Provence, pour une livraison au 1^{er} trimestre 2015,
- La restructuration du Family Village® d'Aubergenville avec la création, en partenariat avec Concepts & Distribution, du 1^{er} village de marques de l'Ouest parisien. Le projet, qui développe 12 000 m² et 80 boutiques en phase 1, ouvrira au 2^{ème} trimestre 2015,
- Et en fin d'année 2015, un centre commercial de plus de 30 000 m², situé Boulevard Macdonald à Paris et développé en partenariat avec la Caisse des Dépôts. Ce projet comportera 40 boutiques et restaurants dont 10 moyennes surfaces.

1.1.1.7 Cash-flow opérationnel

En M€	31/12/2014		31/12/2013
Revenus locatifs	169,6		174,4
Loyers nets	156,6	(1)%	158,0
% des revenus locatifs	92,3%		90,6%
Prestations de services externes	19,2	(12)%	21,8
Production immobilisée & stockée	19,7		12,3
Charges d'exploitation	(50,2)	(2)%	(51,4)
Frais de structure nets	(11,3)	(35)%	(17,3)
Contribution des sociétés MEE (a)	16,5		13,3
Cash-flow opérationnel	161,8	5%	153,9

(a) MEE : Mis en équivalence. Comprend notamment la contribution du Quartz à partir d'avril.

Le cash-flow opérationnel s'inscrit en hausse à 161,8 millions d'euros (+5,1%) : l'impact des arbitrages a été plus que compensé par la progression des loyers à périmètre constant, la mise en service du Quartz (intégré par mise en équivalence) et surtout la maîtrise des charges d'exploitation (-2%).

1.1.1.8 Commerces de proximité

Fruit des synergies de développement avec les équipes Logement de Cogedim, le Groupe a créé en 2013 une structure dédiée aux « commerces de proximité » pour valoriser les surfaces de commerce et d'activité rattachées aux programmes de promotion.

¹⁶ Variation de l'actif immobilisé net de la variation de dette sur fournisseurs d'immobilisations.

¹⁷ Loyer brut additionnel à 100%, hors impact des franchises et paliers.

Cette transversalité de savoir-faire entre les équipes Commerce, Logement et Bureau permet ainsi au Groupe d'apporter la meilleure réponse aux collectivités, notamment lors de la création de nouveaux quartiers.

Cette activité concerne des formats divers :

- boutiques de pied d'immeuble,
- rues commerçantes,
- moyennes surfaces,
- ensembles commerciaux de plusieurs milliers de m² (nouveaux quartiers).

Ces commerces sont destinés soit à être concervés pour les plus importants, soit à être arbitrés à terme, une fois loués.

Au 31 décembre 2014, le Groupe travaille sur 51 opérations, pour partie déjà louées et en phase de cession. Cette nouvelle activité devrait contribuer significativement au FFO du Groupe à partir de 2015/2016.

	Nombre	Surface
Opérations maîtrisées ^(a)	26	35 800 m ²
En développement	25	33 900 m ²
Total Opérations en cours	51	69 700 m²

(a) Opérations sécurisées par une promesse de vente.

Détail du patrimoine géré au 31 décembre 2014

Centre	m ² GLA	Loyers bruts (M€) (d)	Valeur (M€) (e)	Dont Q/P Altarea		Dont Q/P Tiers	
				Q/P	Valeur (M€) (e)	Q/P	Valeur (M€) (e)
Toulouse Occitania	56 200			51%		49%	
Paris - Bercy Village	22 824			51%		49%	
Gare de l'Est	5 500			51%		49%	
CAP 3000	64 500			34%		66%	
Thiais Village	22 324			100%		-	
Massy	18 200			100%		-	
Lille - Les Tanneurs & Grand' Place	25 480			100%		-	
Aix en Provence	3 729			100%		-	
Mulhouse - Porte Jeune	14 769			65%		35%	
Strasbourg - L'Aubette & Aub. Tourisme	8 400			65%		35%	
Strasbourg - La Vigie	16 232			59%		41%	
Flins	9 700			100%		-	
Toulon - Grand' Var	6 336			100%		-	
Toulon - Ollioules	3 185			100%		-	
Tourcoing - Espace Saint Christophe	13 000			65%		35%	
Okabé	15 077			65%		35%	
Villeparisis	18 623			100%		-	
Herblay - XIV Avenue	14 200			100%		-	
Pierrelaye (RP)	9 750			100%		-	
Gennevilliers (RP)	18 863			51%		49%	
Family Village Le Mans Ruaudin (RP)	23 800			100%		-	
Family Village Aubergenville (RP)	38 620			100%		-	
Brest - Guipavas (RP)	28 000			100%		-	
Limoges (RP)	28 000			75%		25%	
Nîmes (RP)	27 500			100%		-	
Divers centres commerciaux (3 actifs)	7 491			n/a		n/a	
Sous-total France	520 302	129,5	2 626		1 628		998
Barcelone - San Cugat	20 488			100%		-	
Bellinzago	21 069			100%		-	
Le Due Torri	33 691			100%		-	
Pinerolo	8 106			100%		-	
Rome - Casetta Mattei	15 301			100%		-	
Ragusa	13 060			100%		-	
Casale Monferrato	8 392			100%		-	
Sous-total International	120 107	33,3	478		478		-
Actifs contrôlés (intégration globale) (a)	640 409	162,8	3 105		2 107		998
Villeneuve la Garenne - Qwartz	42 980			50%		50%	
Carré de Soie	60 800			50%		50%	
Paris - Les Boutiques Gare du Nord	3 750			40%		60%	
Roubaix - Espace Grand' Rue	13 538			33%		68%	
Châlons - Hôtel de Ville	5 250			40%		60%	
Divers centres commerciaux (2 actifs)	22 279			n/a		n/a	
Actifs mis en équivalence (b)	148 598	37,0	632		309		322
Chambourcy	33 800			-		100%	
Bordeaux - Grand' Tour & St Eulalie	25 900			-		100%	
Orange - Les Vignes	30 700			-		100%	
Toulon - Grand Ciel	2 800			-		100%	
Angers - Fleur d'Eau	2 900			-		100%	
Brest - Coat ar Gueven	6 400			-		100%	
Brest - Jean Jaurès	12 500			-		100%	
Chalon Sud	4 000			-		100%	
Nantes - Le Sillon Shopping	11 200			-		100%	
Pau - Quartier Libre	33 800			-		100%	
Reims - Espace d'Erlon	7 100			-		100%	
Toulouse - Espace Saint Georges	12 800			-		100%	
Valdoly	5 800			-		100%	
Vichy - Les 4 Chemins	14 000			-		100%	
Ville du Bois	14 600			-		100%	
Actifs gérés pour compte de Tiers (c)	218 300	48,5	863		-		863
Total Actifs en gestion	1 007 307	248,3	4 600		2 416		2 184

(a) Actifs dont Altarea est actionnaire et pour lesquels Altarea exerce le contrôle opérationnel. Intégrés en intégration globale dans les comptes consolidés.

(b) Actifs dont Altarea n'est pas actionnaire majoritaire, mais exerce un co-contrôle opérationnel ou une influence notable. Intégrés par mise en équivalence dans les comptes consolidés.

(c) Actifs totalement détenus par des tiers, qui ont confié à Altarea un mandat de gestion pour une durée initiale comprise entre 3 et 5 ans, renouvelable.

(d) Valeur locative des baux signés au 1er janvier 2015.

(e) Valeur droits inclus.

(RP) Retail Park

Détail des centres en développement au 31 décembre 2014

Centre	CC / RP	Création / Restructuration / Extension	A 100%				En Q/P		
			m ² GLA créés (a)	Loyers bruts (M€)	Invest. nets (M€) (b)	Rendement	m ² GLA (a)	Loyers bruts (M€)	Invest. nets (M€) (b)
Cap 3000	CC	Restruct./Extens.	35 000				12 000		
Extension Aix	CC	Extension	5 000				2 000		
La Valette du Var	CC	Création	37 000				19 000		
F. Village Le Mans 2	RP	Création	16 000				16 000		
F. Village Aubergenville 2	RP	Restruct./Extens.	n/a				n/a		
Massy -X%	CC	Restruct./Extens.	11 000				11 000		
Chartres	CC	Création	56 000				56 000		
Ile-de-France	CC	Restruct./Extens.	84 000				84 000		
Entrepôt Macdonald	CC	Création	32 000				16 000		
Gare Montparnasse	CC	Création	19 000				19 000		
Développements France			295 000	129,0	1 429	9,0%	235 000	91,6	1 040,0
Ponte Parodi (Gênes)	CC	Création	37 000				37 000		
Le Due Torri (Lombardie)	CC	Extension	8 000				8 000		
Développements International			45 000	14,5	154	9,4%	45 000	14,5	153,8
Développements contrôlés (intégration globale)			340 000	143,5	1 583	9,1%	280 000	106,1	1 194
Promenade de Flandres - Lille	RP	Création	58 000				29 000		
Cœur d'Orly - Commerces	CC	Création	40 000				10 000		
Développements mis en équivalence			98 000	16,1	203	8,0%	39 000	5,9	72,7
Total au 31 décembre 2014			438 000	159,7	1 785	8,9%	319 000	111,9	1 266
<i>dont restructurations / extensions</i>			<i>143 000</i>	<i>86,6</i>	<i>926</i>	<i>9,4%</i>	<i>117 000</i>	<i>59,3</i>	<i>674</i>
<i>dont création d'actifs</i>			<i>295 000</i>	<i>73,1</i>	<i>860</i>	<i>8,5%</i>	<i>202 000</i>	<i>52,7</i>	<i>592</i>

(a) Total de la GLA (Gross Leasing Area) créée, hors VEFA pour compte de tiers. Pour les projets de restructuration/extension, il s'agit de la surface GLA additionnelle créée.

(b) Budget total incluant les frais financiers et coûts internes.

(CC) Centre commercial

(RP) Retail Park

1.1.2 Commerce online

Le groupe Altarea Cogedim est l'un des principaux acteurs du e-commerce en France, à travers Rue du Commerce dont le volume d'activité a représenté 428 millions d'euros en 2014 (stable comparé à 2013).

1.1.2.1 Évolution du marché¹⁸

A fin 2014, le e-commerce enregistre une croissance de +2% en France. Les grands sites marchands enregistrent pour leur part une croissance des ventes de +3% à périmètre constant.

1.1.2.2 Fréquentation du site RueduCommerce.com

Rue du Commerce maintient son positionnement de site leader, dans le « Top 10 » des sites marchands généralistes en France¹⁹.

Sites marchands généralistes	VU Mensuels moyens 11M 2014, en milliers
1 Amazon	16 248
2 Cdiscount	9 994
3 Fnac	9 576
4 PriceMinister	7 220
5 Carrefour	6 948
6 La Redoute	6 331
7 vente-privee	5 890
8 Rue du Commerce	5 033
9 E.Leclerc	4 748
10 Darty	4 621

1.1.2.3 Performances de Rue du Commerce

Au 31 décembre 2014, le site enregistre un volume d'affaires de 428 millions d'euros HT (stable comparé à 2013), issu à hauteur de 71% de la distribution en propre et à hauteur de 29% de la Galerie Marchande. Le nombre de commandes s'élève à 2,3 millions, pour un panier moyen d'environ 224 € TTC.

En M€	2014	2013	Var
Volume d'affaires Distribution	305,6	318,6	(4)%
Volume d'affaires Galerie Marchande	122,7	109,9	12%
Total Volume d'affaires	428,3	428,5	(0)%

En M€	2014	2013	Var
Volume d'affaires Distribution	305,6	318,6	(4)%
Commissions Galerie	11,1	9,6	17%
Taux commission	9,1%	8,8%	+0,3 pts
Chiffre d'affaires Rue du Commerce	316,7	328,1	(3)%

¹⁸ Source : Fevad et Baromètre ICE 100 (croissance des sites leaders à périmètre constant et en produits high-tech) à fin novembre 2014 (12 mois).

¹⁹ Classement Médiamétrie/NetRating selon le nombre de visiteurs uniques mensuels (i.e. nombre d'internautes ayant visité le site au moins une fois sur une période d'un mois) sur la période janvier-novembre 2014.

Au cours de l'année, Rue du Commerce a recentré son offre commerciale sur l'univers masculin (« High Tech - Maison - Brico ») afin de mieux répondre aux attentes de ses clients principaux (hommes, CSP +) : « 1200 marques qui font rêver les hommes ».

L'offre a été recentrée sur certains univers, ce qui explique notamment la baisse du volume d'activité Distribution.

Parallèlement, le taux de commission a été relevé sur les univers de la Galerie Marchande où Rue du Commerce est leader.

RESULTATS DE RUE DU COMMERCE

En M€	31/12/2014	31/12/2013
Chiffre d'affaires Distribution	305,6 (4)%	318,6
Achats consommés et autres	(293,9)	(297,8)
Commissions Galerie Marchande	11,1 17%	9,6
Frais de structure nets	(41,9)	(42,8)
Cash-flow opérationnel	(19,0) 53%	(12,5)
% du CA	(6,2)%	(3,9)%

La forte compétition sur la distribution de produits high-tech s'est traduite par une baisse des marges, Rue du Commerce ayant choisi de préserver ses parts de marché.

Grâce à sa position et à son trafic, Rue du Commerce est parvenu à augmenter la contribution de sa Galerie Marchande.

Au total, la perte opérationnelle s'est accrue en 2014, les mesures de réduction des frais de structure n'ayant qu'un impact partiel sur l'année écoulée.

1.2 LOGEMENT

1.2.1 Conjoncture 2014 et perspectives

Dans un marché pourtant caractérisé par des fondamentaux favorables (démographie, taux d'intérêt au plus bas²⁰, aspiration forte à l'accession à la propriété et surtout manque structurel de logements), les ventes de logements neufs sont estimées à 85 000 logements, en repli de 7%²¹ comparé au niveau déjà faible de 2013. Les mises en chantier et, plus en amont, les demandes d'autorisations de chantier suivent la même tendance à la baisse²² : à peine 300 000²³ logements construits en 2014, soit un niveau bien en-deçà de l'objectif annuel de 500 000 logements fixé par le gouvernement.

Les annonces faites par le gouvernement en faveur du logement au cours du 2^{ème} semestre 2014 sont autant de signaux positifs pour la relance du secteur :

- le dispositif Pinel, plus souple que le régime Duflot²⁴, permet, depuis sa mise en place, de voir revenir les investisseurs privés qui s'étaient pour beaucoup retirés du marché après la disparition du Scellier ;
- le logement intermédiaire doit favoriser le retour des investisseurs institutionnels sur le marché du logement²⁵ avec un rapport rendement / risque attractif ;
- les 50 premières mesures de simplification, intégrées à la Loi Macron sur la croissance, doivent concourir à une baisse des coûts de construction et donc à l'amélioration du pouvoir d'achat des ménages ;
- la révision des zones tendues aura également un effet positif sur l'ensemble des dispositifs de soutien au logement.

1.2.2 Prise de participation dans Histoire & Patrimoine

En juin 2014, Altarea Cogedim a fait l'acquisition, essentiellement par augmentation de capital, de 55% du capital de la société Histoire & Patrimoine pour un montant de 15,5 millions d'euros.

Histoire & Patrimoine est le spécialiste de la rénovation et de la réhabilitation du patrimoine urbain. La société emploie 100 collaborateurs et réalise environ 100 millions d'euros de placements annuels²⁶. Histoire & Patrimoine développe des programmes dans toute la France, et propose une offre immobilière complète allant de la conception des programmes jusqu'à l'administration de biens achevés en passant par le suivi des restaurations et la commercialisation de produits rénovés.

Altarea Cogedim étend ainsi son champ d'expertise dans la rénovation urbaine, grâce à un savoir-faire complémentaire lui permettant d'offrir une solution d'ensemble complète aux villes souhaitant préserver et mettre en valeur leur patrimoine architectural.

Le Groupe dispose d'une promesse de vente sur les 45% restant à horizon 2018/2019, lui permettant de prendre à terme le contrôle intégral d'Histoire & Patrimoine. En attendant, Histoire & Patrimoine est consolidé par mise en équivalence dans les comptes consolidés du Groupe.

1.2.3 Cogedim : progression des réservations²⁷ de +21% dans un marché difficile

Dans un marché difficile, le Groupe Altarea Cogedim enregistre une forte progression de ses ventes : +9% en valeur et +21% en nombre de lots²⁸, gagnant ainsi 1 point de parts de marché comparé à 2013²⁹.

Cette performance est liée à l'adaptation de l'offre du Groupe Altarea Cogedim aux secteurs où les besoins sont croissants, en maintenant « la qualité pour principe », fondement du capital marque de Cogedim.

ELARGISSEMENT DE LA GAMME

Cogedim a continué d'élargir son offre de logements pour répondre à la tendance de la

²⁰ Le niveau des taux n'a cessé de se réduire tout au long de l'année pour s'établir au mois de novembre à un taux moyen de 2.38% selon l'Observatoire Crédit Logement / CSA. Le recul est ainsi de 70 points de base depuis janvier 2014 et de 158 points de base depuis 2011.

²¹ Source : Commissariat Général au Développement durable : Observatoire et Statistiques n° 583 – commercialisation de logements neufs au 3^{ème} trimestre 2014.

²² Source : Commissariat Général au Développement durable : Observatoire et Statistiques n° 593 – construction de logements à fin novembre 2014.

²³ Y compris social.

²⁴ L'engagement de location est désormais variable entre 6, 9 ou 12 ans avec un bénéfice fiscal de 12%, 18% ou 21% ; le bien peut également être loué aux ascendants et descendants.

²⁵ La mise en place de ce régime, financé par l'Etat et la Caisse des Dépôts et Consignations, prévoit une TVA réduite à 10% et une exonération de taxe foncière pendant 20 ans.

L'ambition affichée par Manuel Valls fin juin 2014 est la création de 25.000 logements intermédiaires en 5 ans.

²⁶ A 100%.

²⁷ Réservations nettes des désistements, avec la prise en compte des réservations d'Histoire & Patrimoine à hauteur de la quote-part de détention du Groupe.

²⁸ +4% en valeur et +17% en volume à périmètre constant (hors Histoire & Patrimoine).

²⁹ Part de marché 2014 en volume : 5.3% / part de marché en valeur : 5.7%.

demande tout en capitalisant sur ses fondamentaux. L'offre Cogedim se décline aujourd'hui en :

- **produits haut de gamme** se définissant par un positionnement élevé en termes d'architecture, de qualité et de localisation. Cette gamme de produits propose des logements à plus de 5 000 € / m² en Ile-de-France et plus de 3 600 € / m² en régions, jusqu'aux programmes d'exception ;

- **produits de milieu et d'entrée de gamme** : tout en maintenant l'exigence de qualité Cogedim, ces programmes sont conçus pour répondre spécifiquement :

- au besoin de logements en accession adaptés à la solvabilité de nos clients,

- au souhait des investisseurs particuliers de bénéficier du nouveau dispositif « Pinel »,

- à la volonté des collectivités publiques de développer des opérations « à prix maîtrisés »

UN POSITIONNEMENT GEOGRAPHIQUE ORIENTE VERS LES ZONES TENDUES

Présent en Ile de France et parmi les 10 métropoles régionales³⁰ les plus dynamiques (économiquement et démographiquement), le Groupe Altarea Cogedim cible les zones tendues où le besoin de logements est le plus important.

En Ile de France, le Groupe développe en particulier de nombreuses opérations dans le cadre du Grand Paris, comme à Massy Place du Grand Ouest où le Groupe a su mettre à profit ses compétences transversales pour concevoir un Nouveau Quartier mêlant logements (680 appartements dont une résidence senior), commerces (moyenne surface, commerces pieds d'immeuble et cinéma) et bureaux (hôtel **** et centre des congrès).

UNE STRATEGIE MULTI-PRODUITS

Une gamme étendue de Résidences Services³¹.

Altarea Cogedim développe notamment sous la marque Cogedim Club® un concept de Résidences Services à destination des seniors actifs alliant une localisation au cœur des villes et un panel de services à la carte. Le groupe a fait le choix de maîtriser à la fois la conception, la promotion de ces résidences mais également d'en assurer la gestion locative, ce qui constitue, pour

les investisseurs comme pour les résidents-locataires, un gage de qualité et de pérennité.

La prise de participation de Crédit Agricole Assurances à hauteur de 35% dans Cogedim Résidences Services, la société d'exploitation des résidences Cogedim Club®, va permettre d'accélérer le développement de ces résidences qui constituent pour le groupe un réel relais de croissance à moyen terme.

Développement des ventes en démembrement

Pour répondre aux besoins croissants de sécuriser des revenus complémentaires à terme ou encore de diminuer la pression fiscale, Altarea Cogedim a développé une offre de produits vendus en démembrement.

Avec la constitution d'une équipe dédiée, le groupe a acquis une véritable expertise qui doit permettre le développement de ce nouvel outil patrimonial encore peu connu du grand public.

Une nouvelle offre de produits de rénovation avec l'acquisition d'Histoire & Patrimoine

Avec l'acquisition de 55% de la société Histoire & Patrimoine, Altarea Cogedim dispose aujourd'hui d'une offre de produits en Monuments Historiques, Malraux et Déficit Foncier qui complète l'éventail de produits d'investissement prisés par les contribuables.

Cette acquisition permet également au groupe de compléter son offre à destination des collectivités locales et de dégager des synergies commerciales et de développement avec l'ensemble des métiers.

RESERVATIONS EN VALEUR ET EN LOTS³²

Les réservations réalisées par le Groupe en 2014 s'établissent à 1 103 millions d'euros TTC (+9% comparé à 2013) et 4 526 lots (+21%), soit le plus haut niveau historique de nombre de lots vendus par le Groupe.

	2014	2013	Var.
Ventes au détail	730 M€	650 M€	+12%
Ventes en bloc	373 M€	366 M€	+2%
Total en valeur	1103 M€	1016 M€	+9%
Ventes au détail	2 695 lots	2 286 lots	+18%
Ventes en bloc	1 831 lots	1 446 lots	+27%
Total en lots	4 526 lots	3 732 lots	+21%

³⁰ Lyon, Grenoble, Annecy, Nice, Marseille, Montpellier, Nantes, Bordeaux, Toulouse et Strasbourg.

³¹ Résidences seniors Cogedim Club®, résidences étudiants, tourisme, affaires, foyers de jeunes travailleurs...

³² En méthode consolidée, à l'exception des opérations contrôlées conjointement prises en compte à hauteur de leur quote-part de détention. Les réservations d'Histoire & Patrimoine sont prises en compte à hauteur de 55%.

Les ventes au détail augmentent de +12% en valeur (+18 % en volume), sous l'effet du développement des produits d'entrée et de milieu de gamme.

Les ventes auprès des investisseurs privés sont en augmentation de +8% et représentent 43 % des réservations au détail en 2014 en valeur (vs. 42% en 2013 et 37 % en 2012).

Les ventes en bloc aux investisseurs institutionnels représentent 34% des placements totaux en 2014 en valeur, et progressent de +2% comparées à 2013, principalement en Régions.

Au total, 65 opérations ont été mises en vente en 2014, représentant plus de 4 700 lots (soit +9% comparé à 2013).

Réservations par gamme de produits

En nombre de lots	2014	%	2013	%	Var.
Entrée/Moyenne gamme	2 876	66%	2 349	63%	
Haut de gamme	999	23%	817	22%	
Résidences Services	494	11%	567	15%	
Sous-total	4 369		3 732		+17%
Histoire & Patrimoine	157				
Total	4 526		3 732		+21%

La croissance des ventes en 2014 est surtout liée aux programmes d'entrée et de milieu de gamme, qui représentent désormais les 2/3 des ventes en nombre de lots, hors Histoire & Patrimoine (contre 63% en 2013).

SIGNATURES NOTARIÉES

En M€ TTC	2014	%	2013	%	Var.
Entrée/Moyenne gamme	593	57%	458	51%	
Haut de gamme	324	31%	358	40%	
Résidences Services	124	12%	85	9%	
Sous-total	1 041		901		+16%
Histoire & Patrimoine	39				
Total	1 081		901		+20%

Les ventes notariées s'élèvent à 1 081 millions d'euros à fin 2014, et suivent la même croissance que les réservations comparées à 2013 (+20%).

1.2.4 Résultat opérationnel

CHIFFRE D'AFFAIRES COMPTABILISE A L'AVANCEMENT³³

En M€ HT	2014	%	2013	%	Var.
Entrée/Moyenne gamme	364	48%	342	39%	
Haut de gamme	318	42%	499	57%	
Résidences Services	72	9%	41	5%	
Total	755		883		(15)%

Le chiffre d'affaires logement représente 755 millions d'euros à comparer à 883 millions d'euros en 2013 qui intégrait une contribution importante de l'opération Paris Laennec. Hors Laennec, le niveau de chiffre d'affaires est globalement comparable³⁴.

MARGE IMMOBILIERE³⁵ ET CASH-FLOW OPERATIONNEL

En M€	31/12/2014		31/12/2013
Chiffre d'affaires	754,5	(15)%	883,2
Coût de vente	(699,7)		(788,5)
Marge immobilière	54,8	(42)%	94,7
% du CA	7,3%		10,7%
Production stockée	59,5		55,0
Frais de structure nets	(80,6)		(92,0)
Autres (a)	6,9		4,6
Cash-flow opérationnel	40,6	(35)%	62,3
% du CA	5,4%		7,1%

(a) Inclut notamment la contribution des sociétés consolidées par mise en équivalence

En 2014, le taux de marge immobilière s'établit à 7,3% du chiffre d'affaires vs 10,7% en 2013, l'opération de Laennec ayant eu une très forte contribution aux résultats en 2013.

BACKLOG

En M€ HT	2014	2013	Var
CA acté non avancé	879	777	
CA réservé non acté	580	554	
Backlog	1 459	1 331	+10%
En nombre de mois	22	17	+5

À fin 2014, le backlog Logement s'établit à 1 459 millions d'euros, soit 22 mois d'activité, en hausse de +10% comparé à fin 2013.

60% du backlog est composé de chiffre d'affaires acté, non avancé (vs 58% en 2013), ce qui confère au Groupe une excellente visibilité sur ses résultats futurs en Promotion Logement.

³³ Chiffre d'affaires comptabilisé à l'avancement selon les normes IFRS. L'avancement technique est mesuré par l'avancement du poste construction sans prise en compte du foncier.

³⁴ Chiffre d'affaires 2013 hors Laennec : 770 millions d'euros.

³⁵ La marge immobilière est calculée après frais financiers stockés, après frais et honoraires de commercialisation et de publicité.

1.2.5 Gestion des risques

Décomposition de l'offre à la vente à fin 2014 (562 millions d'euros TTC et environ 2 000 lots), en fonction du stade d'avancement opérationnel :

Phases opérationnelles	<--- Risque--->			Logements achevés en stock
	- Montage (foncier non acquis)	Foncier acquis / chantier non lancé	Foncier acquis / chantier en cours	
Dépenses engagées (M€ HT)	14	3		
Prix de revient de l'offre (M€ HT)			311	9
Offre à la vente (562 M€ TTC)	213	10	329	10
En %	38%	2%	59%	2%
Dont à livrer		en 2015	56 M€	
		en 2016	183 M€	
		en 2017	83 M€	
		en 2018	8 M€	

GESTION DE L'OFFRE A LA VENTE³⁶

40% de l'offre à la vente concerne des programmes dont la construction n'a pas encore été lancée et pour lesquels les montants engagés correspondent essentiellement à des frais d'études, publicité et indemnités d'immobilisation (ou cautions) versés dans le cadre des promesses sur le foncier avec possibilité de rétractation (promesses unilatérales principalement).

59% de l'offre est actuellement en cours de construction. Seuls 56 millions d'euros (sur 329 millions d'euros) correspondent à des lots à livrer d'ici fin 2015. Le stock de produits finis n'est pas significatif.

Cette répartition des opérations par stade d'avancement est le reflet des critères prudentiels mis en place par le Groupe :

- la volonté de privilégier la signature de foncier sous promesse de vente unilatérale plutôt que des promesses synallagmatiques ;
- une forte pré-commercialisation requise lors de l'acquisition du foncier puis de la mise en chantier ;
- un accord requis du comité des engagements à toutes les étapes de l'opération : signature de la promesse, lancement de la commercialisation, acquisition du foncier et démarrage des travaux ;
- l'abandon ou la renégociation des opérations dont la commercialisation serait décevante.

³⁶ L'offre à la vente est constituée des lots disponibles à la vente et exprimée en valeur TTC. La décomposition de l'offre n'intègre pas l'offre sur produits de Rénovation Histoire & Patrimoine (15 millions d'euros TTC).

Dans l'environnement actuel, une attention particulière est portée au lancement de nouvelles affaires, qui se fait en fonction du niveau et du rythme d'écoulement de l'offre à la vente, afin de garantir une gestion prudente des engagements du Groupe.

LA GESTION DU CYCLE

Grâce à la mise en place de critères prudentiels, Cogedim contrôle son portefeuille foncier quasi exclusivement au travers d'options unilatérales qui ne seront exercées qu'en fonction de la réussite commerciale des programmes.

APPROVISIONNEMENT³⁷

	CA TTC	Nb de lots
Opérations approvisionnées en 2014	2 100	10 128
dont Entrée et Milieu de gamme	1 432	7 390
% des opérations approvisionnées en 2014	68%	73%

Les promesses signées en 2014 représentent l'équivalent de 2 milliards d'euros de chiffre d'affaires TTC et concernent pour les ¾ des programmes d'entrée et moyenne gamme particulièrement adaptés aux niveaux de prix correspondant à la solvabilité des acquéreurs.

OFFRE A LA VENTE ET PORTEFEUILLE FONCIER³⁸

En M€ TTC	< 1 an	> 1 an	Au 31/12/2014	Nb de mois	Au 31/12/2013
Offre à la vente	562		562	6	711
Portefeuille foncier	2 128	2 252	4 380	49	3 719
Total Pipeline	2 690	2 252	4 942	55	4 430
31/12/2013			4 430		
Var.			+12%		

Le Pipeline résidentiel (offre à la vente + portefeuille foncier) augmente de +12% comparé à 2013.

Il est composé :

- à moins d'un an, d'opérations orientées principalement vers des produits d'entrée et milieu de gamme répondant aux attentes du marché existant ;
- à plus d'un an, d'opérations « tous produits » permettant au Groupe de saisir des opportunités dans toutes les gammes dès la reprise du marché.

³⁷ Nouvelles opérations rentrées dans le portefeuille foncier.

³⁸ Le portefeuille foncier est constitué par les programmes maîtrisés (par le biais d'une promesse de vente, quasi exclusivement sous forme unilatérale) dont le lancement n'a pas encore eu lieu et exprimés en valeur TTC. Hors opérations Histoire & Patrimoine.

1.3 BUREAU

1.3.1 Conjoncture et activité de l'année

INVESTISSEMENT EN IMMOBILIER D'ENTREPRISE³⁹

Avec près de 23 milliards d'euros investis en 2014, le marché de l'investissement en France a progressé de +37% comparé à 2013 alors que le nombre de transactions a diminué de 20%. Le marché a profité de 7 transactions de plus de 500 millions d'euros, masquant le peu d'opérations de taille intermédiaire qui représentent historiquement le cœur de marché.

Les investisseurs ont bénéficié d'un coût de la dette faible, générant un afflux de capitaux qui a principalement profité aux actifs « Core » de grande taille, surtout à Paris. Le marché reste concurrentiel pour ces actifs de qualité, entraînant une baisse des taux de rendement « prime » (3,75% au 4^{ème} trimestre 2014 à Paris Quartier Central des Affaires).

PLACEMENTS EN IMMOBILIER D'ENTREPRISE⁴⁰

En Ile de France, la demande placée s'établit à 2,1 millions de m² en 2014, en progression de +13% comparée à 2013.

Les motivations des utilisateurs restent l'optimisation des surfaces et la recherche d'économies des loyers. L'environnement économique et les faibles marges des entreprises incitent les utilisateurs à prendre peu de risques et à privilégier la renégociation de leur bail.

A fin 2014, l'offre immédiate est en légère hausse à 4 millions de m² (+2% vs fin 2013). La part du neuf et restructuré dans l'offre immédiate est en baisse à 20%.

1.3.2 Stratégie du Groupe

En matière d'immobilier d'entreprise, le Groupe a développé un modèle original lui permettant d'intervenir de façon très significative sur ce marché pour un risque mesuré.

- En tant qu'investisseur à travers le fonds AltaFund⁴¹ dont le Groupe est l'opérateur exclusif et l'un des principaux actionnaires avec une quote

part d'intérêts de 17%. En 2014, le Groupe a augmenté son allocation, passant de 100 millions d'euros à 150 millions d'euros sur les futures opérations du fonds, portant ainsi sa participation à 30% sur les nouvelles opérations.

- En tant que promoteur sous forme de VEFA / BEFA / CPI avec une position particulièrement forte sur le marché des clés en main utilisateurs.

- En tant que prestataire pour le compte de grands investisseurs institutionnels.

Au total, le Groupe est susceptible d'intervenir tout au long de la chaîne de création de valeur avec un modèle de revenus diversifié (marges, honoraires, plus-values,...) pour une allocation en fonds propres optimisée.

1.3.3 Synthèse des projets en cours

Nature du projet	Surface à 100%	Equivalent valeur en QP
AltaFund (a)	70 650 m ²	461 M€
CPI / VEFA / BEFA (b)	369 927 m ²	1 114 M€
MOD (c)	50 100 m ²	127 M€
TOTAL	490 677 m²	1 702 M€
<i>dont en cours de construction</i>	<i>134 189 m²</i>	<i>450 M€</i>

(a) Montant = prix de revient total des opérations à 100%.

(b) Montant = montant des contrats signés (ou estimation, pour les BEFAs).

(c) Montant = honoraires capitalisés.

SIGNATURES

Au cours de l'année 2014, le groupe a maîtrisé⁴² 7 nouveaux projets, représentant un potentiel d'activité de près de 500 millions d'euros et 130 000 m² dont les principaux sont les suivants :

- Paris – Champs Elysées : Signature d'un contrat de MOD pour la restructuration en site occupé d'un immeuble de 24 000 m².

- Paris – Richelieu : Signature d'une promesse d'achat du siège historique d'Allianz sur 31 000 m².

- Paris – Matignon : Signature d'un contrat de MOD pour la réalisation des études de faisabilité préliminaires à la rénovation/restructuration de l'immeuble de 8 100 m².

- Paris – Raspail : Cession par AltaFund de l'immeuble Raspail et signature avec l'acquéreur d'un CPI pour la réalisation des travaux de restructuration de l'immeuble de 10 145 m² dont la livraison est prévue fin 2015.

³⁹ Source CBRE : vs. 16,5 milliards d'euros en 2013.

⁴⁰ Ensemble des transactions, à la location ou à la vente, réalisées par des utilisateurs finaux. Etude CBRE Janvier 2015 – Bureaux Ile de France.

⁴¹ AltaFund est un fonds d'investissement discrétionnaire doté de 600 millions d'euros de fonds propres.

⁴² Opération maîtrisée : opération pour laquelle le Groupe a signé un contrat de VEFA, BEFA, CPI ou MOD, ou encore opération pour laquelle AltaFund a acquis un bien.

• Toulouse – Safran : La signature d'un bail avec SAFRAN pour son futur site de Toulouse de 25 100 m². L'immeuble vendu en VEFA à un grand investisseur français est en cours de travaux pour une livraison prévue fin 2015.

• Lyon – Sanofi : Signature d'un BEFA avec le Groupe Sanofi Aventis, qui y installera les sièges sociaux de deux de ses filiales dans un immeuble de 15 100 m². Le démarrage des travaux est intervenu fin 2014 pour une livraison prévue fin 2016.

Durant l'année 2014, le Groupe a également procédé à 6 mises en chantier, pour un total de 80 000 m² : l'îlot Askia (Cœur d'Orly), le siège de la Mutuelle des Motards à Montpellier, la 1^{ère} tranche du Technopôle de la Mer à Ollioules, la 3^{ème} tranche Euromed Center à Marseille, Safran à Toulouse, et Sanofi à Lyon.

LIVRAISONS DE L'ANNEE

Le Groupe a livré 4 programmes, pour un total de 83 000 m² : le siège de Mercedes-Benz France à Montigny-le-Bretonneux, la Tour Blanche (Chartis) à La Défense, l'immeuble Sisley à Saint-Denis (Landy) et l'immeuble Opale à Lyon Gerland.

Le rechargement très important de ses projets en immobilier d'entreprise effectué depuis 2013 devrait donner des résultats significatifs à partir de 2016 / 2017.

1.3.4 Chiffre d'affaires et cash-flow opérationnel

En M€	31/12/2014		31/12/2013
Chiffre d'affaires	59,0	(45)%	107,5
Marge immobilière	6,2	(56)%	14,1
% du CA	10,6%		13,1%
Prestation de services externes	7,3	118%	3,3
Production stockée	12,4		2,7
Charges d'exploitation	(15,1)		(12,9)
Frais de structure nets	4,5		(6,8)
Autres (QP de résultat MEE) ^(a)	7,1		8,1
Cash-flow opérationnel	17,8	15%	15,5
% du CA	30,2%		14,4%

(a) Dont AltaFund (Raspail).

La structure de résultat varie fortement sur l'année en raison du « mix » des opérations contributives : la baisse du chiffre d'affaires résultant des opérations de VEFA (après la contribution 2013 de l'opération Mercedes) est fortement contrebalancée par les honoraires et la contribution d'AltaFund. Au total, le Cash-flow

opérationnel est en hausse de +15% à 17,8 millions d'euros.

1.3.5 Backlog⁴³ VEFA/CPI et MOD

Le backlog VEFA/CPI représente 167 millions d'euros à fin décembre 2014, comparé à 78 millions d'euros l'année précédente. Le Groupe dispose également d'un backlog d'honoraires de MOD stable de 4,1 millions d'euros.

En M€	31/12/2014	31/12/2013
Backlog VEFA/CPI	167,0 M€	78,0 M€
Backlog honoraires de MOD	4,1 M€	4,7 M€

⁴³ Le backlog est composé des ventes notariées HT restant à comptabiliser à l'avancement, placements HT non encore régularisés par acte notarié et honoraires à recevoir de tiers sur contrats signés.

DETAIL DES OPERATIONS EN COURS AU 31 DECEMBRE 2014

Projet	Nature	Surface à 100%	Equivalent valeur en QP	Statut
PARIS - Semapa	AltaFund	14 650 m ²		Maitrisé
NEUILLY - Avenue Charles de Gaulle	AltaFund	25 000 m ²		Maitrisé
PARIS - Rue de Richelieu	AltaFund	31 000 m ²		Maitrisé
Opérations AltaFund ^(a)		70 650 m²	461 M€	
PARIS - Raspail	CPI	10 145 m ²		En cours de travaux
CŒUR D'ORLY - Ilot Askia	CPI	18 341 m ²		En cours de travaux
MONTPELLIER - Mutuelle des motards	CPI	9 000 m ²		En cours de travaux
OLLIOULES - Technopôle de la Mer	VEFA	4 630 m ²		En cours de travaux
MARSEILLE - Euromed Center (Phases 1, 2 et 3)	CPI	33 873 m ²		En cours de travaux
TOULOUSE Blagnac - SAFRAN	VEFA	25 100 m ²		En cours de travaux
LYON GERLAND - SANOFI	BEFA	15 100 m ²		En cours de travaux
ISSY-LES-MOULINEAUX	CPI	56 400 m ²		Maitrisé
LYON GERLAND - Ivoire	VEFA	7 600 m ²		Maitrisé
VILLEURBANNE	VEFA	17 000 m ²		Maitrisé
MARSEILLE - Michelet	VEFA	16 000 m ²		Maitrisé
TOULON - TPM (Commerces & hôtel)	VEFA	4 740 m ²		Maitrisé
PARIS - Rue des Archives	CPI	20 800 m ²		Maitrisé
MASSY - Hôtel Place du Grand Ouest	VEFA	6 029 m ²		Maitrisé
ANTONY - Croix de Berny (Tranche 2)	VEFA	16 646 m ²		Maitrisé
NANTERRE - Cœur de Quartier	VEFA	20 785 m ²		Maitrisé
CŒUR D'ORLY (Hors Ilot Askia)	CPI	54 372 m ²		Maitrisé
NICE MERIDIA - Ilot Robini (Lot 1 & 3)	CPI	9 384 m ²		Maitrisé
MARSEILLE - Euromed Center (Phases 4 et 5)	CPI	23 982 m ²		Maitrisé
Opérations CPI / VEFA / BEFA ^(b)		369 927 m²	1114 M€	
PARIS - Laennec	MOD	18 000 m ²		En cours de travaux
PARIS - Champs Elysées	MOD	24 000 m ²		Maitrisé
PARIS - Maignon	MOD	8 100 m ²		Maitrisé
Opérations MOD ^(c)		50 100 m²	127 M€	
TOTAL		490 677 m²	1702 M€	

(a) Montant = prix de revient total de l'opération à 100%.

(b) Montant = montant du contrat signé (ou estimation, pour les BEFAs).

(c) Montant = honoraires capitalisés.

1.4 INNOVATION

En 2015, Altarea Cogedim crée AltaFuture, une nouvelle structure dotée d'une équipe pluridisciplinaire qui a pour objectifs d'identifier les innovations pouvant être mises en œuvre par le Groupe, d'accompagner leur déploiement et d'irriguer la stratégie d'Altarea Cogedim en créant des liens avec de jeunes entreprises innovantes.

AltaFuture interviendra dans tous les métiers et continuera de développer les innovations actuellement en cours d'implémentation au sein du Groupe :

- En commerce : la Digital Factory, une approche révolutionnaire de collecte et de traitement des données, permet d'acquérir une connaissance profonde des comportements clients. Ce système, déjà mis en œuvre sur le Centre Commercial QWARTZ à Villeneuve-la-Garenne (92), renforce l'attractivité de nos actifs. Le Groupe continue également d'investir dans Rue du Commerce afin d'accélérer le rythme des synergies entre commerce physique et e-commerce.

- En logement, Altarea Cogedim développe de nouvelles façons de vendre grâce à des outils de commercialisation digitaux (visites virtuelles, maquettes 3D des projets, etc.) et des solutions de financement innovantes (« Bon Plan Cogedim » : solution de financement 10% - 90%).

- En bureau, Altarea Cogedim intègre à ses nouveaux développements de bureau des solutions durables et innovantes, permettant de garantir à ses clients confort et productivité. Le siège de Sanofi Pasteur et Merial à Lyon (69), en cours de double certification NF HQE® « Exceptionnel » et BREEAM® « Excellent », produira ainsi plus d'énergie qu'il n'en consomme (BEPOS) grâce à une conception sobre en énergie et au recours conjoint à l'énergie solaire thermique, photovoltaïque et géothermique.

2 RÉSULTATS CONSOLIDÉS

2.1 RESULTATS

Au 31 décembre 2014, le chiffre d'affaires consolidé du Groupe s'inscrit en baisse de -13% et le FFO consolidé (Groupe et hors Groupe) de -0,7% à 166,5 millions d'euros.

Ramené en part du Groupe, le FFO baisse de -11,3% à 126,2 millions d'euros, soit 10,47 € par action après dilution.

Cette baisse du FFO par action est principalement imputable aux opérations de désendettement ayant permis de faire baisser le LTV de 49,3% en 2012 à 37,7% en 2014. A structure financière comparable⁴⁴, le FFO par action baisse de -1,3% à 12,49 € par action.

	En €/action	
FFO au 31 décembre 2013	12,66	
Variation du FFO 2014	(0,17)	
FFO au 31 décembre 2014 à structure financière comparable	12,49	(1,3)%
Dilution partenariat (Allianz)	(1,26)	(2,03)
Dilution créations d'actions	(0,77)	
FFO au 31 décembre 2014	10,47	(17,3)%

Le résultat net consolidé atteint 260 millions d'euros (+18%), tiré par la forte progression de valeur des actifs en patrimoine. Ramené en quote part Groupe, le résultat net s'élève à 114,3 millions d'euros.

En M€	31/12/2014			31/12/2013		
	Cash-flow courant des opérations (FFO)	Variations de valeurs, charges calculées et frais de transaction	TOTAL	Cash-flow courant des opérations (FFO)	Variations de valeurs, charges calculées et frais de transaction	TOTAL
Commerce "Physique"	188,7 (4)%	3,5	192,2	196,1	-	196,1
Commerce "Online"	316,7 (3)%	-	316,7	328,1	-	328,1
Logement	755,3 (14)%	-	755,3	883,3	-	883,3
Bureau	66,2 (40)%	-	66,2	110,8	-	110,8
CHIFFRE D'AFFAIRES	1 326,9 (13)%	3,5	1 330,4	1 518,4	-	1 518,4
Commerce "Physique"	161,8 5,1%	104,5	266,3	153,9	68,5	222,4
Commerce "Online"	(19,0) 52,7%	(5,2)	(24,3)	(12,5)	(47,0)	(59,5)
Logement	40,6 (34,8)%	(7,0)	33,6	62,3	(5,2)	57,0
Bureau	17,8 15,4%	1,4	19,3	15,5	(1,9)	13,6
Autres	0,6	(2,7)	(2,1)	(0,6)	(0,6)	(1,2)
RESULTAT OPERATIONNEL	201,8 (7,7)%	91,1	292,9	218,6	13,8	232,4
Coût de l'endettement net	(34,1) (29,3)%	(5,0)	(39,1)	(48,2)	(6,6)	(54,8)
Var. de valeur et résultat de cessions des	-	(78,7)	(78,7)	-	22,0	22,0
Résultat de cession de participation	-	0,0	0,0	-	(0,0)	(0,0)
Impôts sur les sociétés	(1,3)	86,1	84,8	(2,7)	23,2	20,4
RÉSULTAT NET CONSOLIDÉ	166,5 (0,7)%	93,5	260,0	167,7	52,3	220,0
Minoritaires	(40,3) 58,1%	(105,4)	(145,7)	(25,5)	(48,3)	(73,8)
RÉSULTAT NET PART DU GROUPE	126,2 (11,3)%	(11,8)	114,3	142,2	4,1	146,3
<i>Nombre moyen d'actions après effet dilutif (en millions)</i>	12,055			11,232		
FFO PART DU GROUPE PAR ACTION	10,47 (17,3)%			12,66		

⁴⁴ Partenariat avec Allianz qui a pris 49% de cinq actifs (Bercy Village, Gare de l'Est, Gennevilliers, Toulouse Gramont et La Valette du Var) et paiement en titres du dividende versé au titre de l'année 2013 (création de 922 692 nouvelles actions à 108,3 €/action).

2.1.1 Cash-flow opérationnel⁴⁵ : 201,8 M€ (-7,7%)

Les contributions des Commerces physiques et du Bureau sont en hausse, respectivement +5,1% à 161,8 millions d'euros et +15,4% à 17,8 millions d'euros, grâce à l'impact positif du repositionnement stratégique initié il y a plusieurs années.

La contribution du Logement s'inscrit à la baisse (-34,9% à 40,6 millions d'euros) en raison d'une baisse des marges (volonté d'accélérer les taux d'écoulement) et d'un effet de base (la contribution 2013 était fortement tirée par l'opération Laennec)⁴⁶.

En e-commerce, la baisse de la contribution (-19,0 millions d'euros) résulte de la forte pression concurrentielle sur les prix du high tech et de la volonté de maintenir les parts de marché. La marketplace a atteint son point d'équilibre.

2.1.2 FFO⁴⁷ : 166,5 M€ (-0,7%)

Le FFO correspond au cash-flow opérationnel après impact du coût de l'endettement net et de l'impôt décaissé.

COÛT DE L'ENDETTEMENT NET : -34,1 M€ (-36%)

La baisse du coût de l'endettement net résulte en partie de la diminution de l'encours de la dette consolidée (1 772 millions d'euros contre 1 837 millions d'euros en 2013), mais surtout de la baisse de son coût moyen (-39 bps).

Cette baisse du coût moyen de la dette résulte à la fois des opérations de financement effectuées cette année (financements/refinancements conclus à des conditions plus avantageuses), mais également de la restructuration des instruments de couverture.

IMPOT DECAISSE

Il s'agit de l'impôt payé par le secteur non SIIC, essentiellement regroupé sous l'intégration fiscale Altareit et comprenant notamment la promotion et Rue du Commerce. En 2014, le Groupe a bénéficié de déficits fiscaux imputables sur son secteur taxable portant le montant d'IS à décaisser à -1,3 million d'euros.

NOMBRE MOYEN D' ACTIONS & DILUTION DU FFO

Fin 2013 et courant 2014, le Groupe a consolidé sa structure financière par deux opérations qui ont pour conséquence une dilution des indicateurs par action :

- 395 millions d'euros de fonds propres apportés par Allianz en décembre 2013 dans le cadre d'un partage d'un portefeuille de 5 actifs, se traduisant par une augmentation de la quote-part de résultat attribuable aux minoritaires (dilution du résultat part du Groupe),

- 100 millions d'euros d'augmentation de capital⁴⁸ relative au paiement du dividende 2014 en actions, ayant entraîné la création de 922 692 actions (dilution du résultat par action).

2.1.3 Variations de valeurs et charges calculées : 93,5 M€

	En M€
Variation de valeurs - Immeubles de placement (a)	121,2
Variation de valeurs - Changement droits d'enregistrement (b)	(11,8)
Variation de valeurs - Instruments financiers	(78,7)
Cessions d'actifs et frais de transaction	0,7
Part des sociétés mises en équivalence	(4,2)
Impôts différés	86,1
Charges calculées (c)	(19,8)
TOTAL	93,5

(a) Y compris la variation de valeur des actifs consolidés par mise en équivalence.

(b) Pour 65% des actifs, les droits d'enregistrement sont passés de 6,20% à 6,90%.

(c) Dotations aux amortissements et aux provisions non courantes, AGA, provisions retraite, étalement des frais d'émission d'emprunts.

2.1.4 Contrôle fiscal : règlement définitif du litige

Fin 2011, le Groupe avait reçu une notification de rappel d'impôt pour un montant de 133,9 millions d'euros en principal, relatif à des opérations de restructuration effectuées en 2008.

A l'issue d'une procédure qui s'est achevée au cours du 1^{er} semestre 2014⁴⁹, un règlement d'ensemble a été accepté conduisant au dégrèvement intégral du rappel des droits et à une réduction partielle des déficits fiscaux générés en 2008.

Ce litige est définitivement clos et se conclut par une absence de sortie de ressources financières pour le Groupe. La société en a tiré toutes les conséquences comptables dans ses comptes au 31 décembre 2014.

⁴⁵ Ou EBITDA consolidé.

⁴⁶ Hors effet Laennec, le cash-flow opérationnel du Logement est en croissance de +28%.

⁴⁷ Funds From Operations ou Cash-flow courant des opérations.

⁴⁸ Paiement du dividende 2013 en actions pour 536 364 titres, et paiement du dividende 2014 en actions pour 922 692 titres.

⁴⁹ Deux avis entièrement favorables aux contribuables concernés du Groupe ont été successivement rendus par la Commission Départementale des Impôts et la Commission Nationale des Impôts, les 3 octobre 2013 et 31 janvier 2014 respectivement.

2.2 ACTIF NET RÉÉVALUÉ (ANR)

ANR GROUPE	31/12/2014				31/12/2013	
	En M€	Var	€/action ^(c)	Var/act.	En M€	€/action ^(c)
Capitaux propres consolidés part du Groupe	1 249,5		99,9		1 151,3	99,3
Autres plus-values latentes	276,8				317,6	
Retraitement des instruments financiers	87,8				71,5	
Impôt différé au bilan sur les actifs non SIIC (actifs à l'international)	22,4				23,4	
ANR EPRA	1 636,5	4,6%	130,8	(3,1)%	1 563,9	134,9
Valeur de marché des instruments financiers	(87,8)				(71,5)	
Valeur de marché de la dette à taux fixe	(13,1)				(2,3)	
Impôt effectif sur les plus-values latentes non SIIC ^(a)	(17,6)				(32,1)	
Optimisation des droits de mutations ^(a)	55,6				48,7	
Part des commandités ^(b)	(14,9)				(15,4)	
ANR NNAV de liquidation	1 558,6	4,5%	124,6	(3,2)%	1 491,2	128,7
Droits et frais de cession estimés	65,9				63,6	
Part des commandités ^(b)	(0,6)				(0,7)	
ANR de continuation dilué	1 623,9	4,5%	129,8	(3,2)%	1 554,1	134,1

(a) En fonction du mode de cession envisagé (actif ou titres)

(b) Dilution maximale de 120 000 actions

(c) Nombre d'actions diluées

12 512 638

11 590 807

2.2.1 Variation de l'ANR de continuation

Au 31 décembre 2014, l'ANR de continuation dilué du Groupe s'établit à 1 624 millions d'euros, en hausse de +5,7% par rapport à 2013.

Ramené par action, l'ANR de continuation du Groupe est stable à structure financière comparable ⁵⁰.

Après impact de la dilution générée par les opérations de restructuration (partenariat avec Allianz, dividende 2014 versé en titre), l'ANR de continuation du Groupe s'élève à 129,8 €/action, soit une baisse de -3,2%.

ANR de continuation dilué	En M€	€/action	
Au 31 décembre 2013	1 554	134,1	
Résultat net à périmètre comparable	117	10,1	
Dividende 2013	(116)	(10,0)	
Autres variations de valeurs ^(a)	(10)	(0,8)	
Au 31 décembre 2014	1 545	133,3	(0,6)%
à structure financière comparable			
Dilution partenariat (Allianz)	(21)	(1,8)	(3,5)
Dilution créations d'actions	100	(1,7)	
Au 31 décembre 2014	1 624	129,8	(3,2)%

(a) Dont 64 millions d'euros d'effet impôt (activation d'impôts).

⁵⁰ Hors impact partenariat Allianz sur 5 actifs (Bercy Village, Gare de l'Est, Gennevilliers, Toulouse Gramont et La Valette du Var dont Allianz a pris 49%) et hors impact dividende en titres (dividende versé au titre de l'année 2013, création de 922 692 nouvelles actions à 108,3 €/action).

2.2.2 Principes de calcul

AUTRES PLUS ET MOINS-VALUES LATENTES

Elles sont constituées de la ré-estimation de la valeur des actifs suivants :

- deux fonds de commerces hôteliers (hôtel Wagram et Résidence hôtelière de l'Aubette),
- le pôle de gestion locative et de développement commerces (Altarea France),
- la participation du Groupe dans le marché de Rungis (Semmaris),
- le pôle promotion (Cogedim),
- le pôle e-commerce (Rue du Commerce),
- le pôle d'investissement en immobilier d'entreprise (AltaFund).

Une fois par an ces actifs sont évalués dans le cadre de la clôture annuelle par des experts externes (CBRE pour les fonds de commerce hôteliers et Accuracy pour Altarea France, la Semmaris, Cogedim et AltaFund). Les méthodes utilisées par CBRE et Accuracy reposent toutes deux sur une actualisation de flux de trésorerie

prévisionnelle (DCF) assortie d'une valeur terminale basée sur un cash-flow normatif. CBRE fournit une valeur unique alors qu'Accuracy fournit une fourchette d'évaluation afin de prendre en compte différents scénarii. En complément de son évaluation par la méthode des DCF, Accuracy fournit également une évaluation sur la base de comparables boursiers.

NOMBRE D' ACTIONS DILUEES

Le nombre d'actions diluées tient compte de l'intégralité des actions souscrites dans le cadre du versement du dividende en titres versé au titre de l'année 2013, soit 922 692 actions.

FISCALITE

En raison de son statut de SIIC, l'essentiel du patrimoine d'Altarea Cogedim n'est pas soumis à l'imposition sur les plus-values à l'exception de quelques actifs dont les modes de détention ne leur permettent pas de faire partie du périmètre exonéré et des actifs situés hors de France. Pour ces actifs, la fiscalité de cession est directement déduite dans les comptes consolidés au taux de l'impôt ordinaire du pays où ils se situent sur la base de l'écart entre la valeur vénale et la valeur fiscale de l'actif.

Dans l'ANR de continuation après fiscalité, Altarea Cogedim a tenu compte des modalités de détention de ces actifs ne figurant pas dans le périmètre SIIC puisque l'impôt pris en compte dans l'ANR correspond à l'impôt qui serait effectivement dû soit en cas de cession de titres ou soit immeuble par immeuble.

DROITS

Dans les comptes consolidés IFRS les immeubles de placements sont comptabilisés pour leur valeur d'expertise hors droits. Dans l'ANR de continuation, les droits déduits en comptabilité sont réintégrés pour le même montant.

Dans l'ANR NNNAV d'Altarea Cogedim (ANR de liquidation), les droits sont déduits soit sur la base d'une cession des titres, soit immeuble par immeuble.

INSTRUMENTS FINANCIERS

Le mark-to-market des instruments financiers s'élève à -88 millions d'euros au 31 décembre 2014, et impacte la situation nette du Groupe à hauteur de -73 millions d'euros.

Ce montant est réintégré dans le calcul de l'ANR EPRA, et est déduit des ANR EPRA NNNAV et de continuation dilué publiés.

PART DES COMMANDITES

La part des commandités représente la dilution maximale prévue par les statuts du Groupe en cas de liquidation de la commandite (l'associé commandité se verrait attribuer 120 000 actions).

3 RESSOURCES FINANCIÈRES

3.1 SITUATION FINANCIÈRE

Le groupe Altarea Cogedim bénéficie d'une situation financière solide :

- une trésorerie mobilisable de 622 M€,
- des covenants consolidés robustes (LTV<60 % et ICR>2) avec une marge de manœuvre importante au 31 décembre 2014 (LTV à 37,7% % et ICR à 5,9 x).

Ces atouts reposent avant tout sur un modèle économique diversifié lui permettant de générer d'importants cash-flows en haut de cycle tout en affichant une forte résilience en bas de cycle.

3.1.1 Trésorerie mobilisable : 622 M€

Le cash mobilisable est composé de :

- 595 M€ de ressources au niveau corporate (cash et autorisations confirmées),
- et 27 M€ d'autorisations de crédits confirmés non utilisés adossés à des projets spécifiques.

3.1.2 Financements : 805 M€ de financements corporate à long terme signés, dont une émission obligataire privée de 230 M€

L'année a été particulièrement active avec 805 M€ de financements corporate signés répartis entre 350 M€ de refinancement de lignes existantes prolongées à des conditions plus avantageuses et 455 M€ de nouvelles ressources. Par nature ces financements se répartissent de la façon suivante :

- 200 M€ de crédit corporate destiné au refinancement du crédit d'acquisition Cogedim de 2007,
- 375 M€ de lignes de crédits corporate émises par les banques du Groupe,
- 230 M€ d'émission obligataire privée à 7 ans, assortie d'un coupon de 3,0%. Cette émission a été souscrite par un pool diversifié d'investisseurs majoritairement non-résidents, externalisant un spread de 195 bp.

Par ailleurs, le Groupe a continué à diversifier ses sources de financement à court terme avec la montée en puissance de son programme de Billets de Trésorerie dont l'encours atteint 53 M€, ce qui lui permet d'optimiser le coût de sa liquidité.

La durée moyenne des financements montés cette année est de 5,5 ans.

3.1.3 Dette par nature

Au 31 décembre 2014, la dette financière nette du groupe Altarea Cogedim s'élève à 1 772 millions d'euros, contre 1 837 millions d'euros au 31 décembre 2013 (-65 millions d'euros).

En M€	Déc. 2014	Déc. 2013
Dette corporate bancaire	458	657
Marchés de crédit	537	250
Dette hypothécaire	901	997
Dette promotion	234	168
Total Dette brute	2 130	2 072
Disponibilités	(358)	(235)
Total Dette nette	1 772	1 837

3.1.4 Covenants financiers

PRINCIPAUX COVENANTS CORPORATE

	Covenant	Déc. 2014	Déc. 2013	Delta
LTV (a)	≤ 60%	37,7%	41,7%	(4,0)%
ICR (b)	≥ 2,0 x	5,9 x	4,5 x	+ 1,4 x

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

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

AUTRES COVENANTS SPECIFIQUES

A fin 2014, l'ensemble des covenants du Groupe sont contractuellement respectés.

3.2 COUVERTURE ET MATURITÉ

NOMINAL (M€) ET TAUX DE COUVERTURE MOYEN

Échéance	Swap	Dettes à taux fixe	Total	Taux swap moyen
Déc. 14	1 515	580	2 095	1,10%
Déc. 15	1 438	580	2 018	1,39%
Déc. 16	1 365	580	1 945	2,91%
Déc. 17	1 033	380	1 413	2,70%
Déc. 18	877	380	1 257	2,53%
Déc. 19	550	230	780	2,43%
Déc. 20	550	230	780	2,43%
Déc. 21	-	-	-	-

Le Groupe dispose également d'un portefeuille de caps/collars de 388 millions d'euros à fin 2014, qui sont tous « en dehors de la monnaie ».

Au début de l'exercice 2015, le Groupe a procédé à des restructurations significatives de ses couvertures qui auront un fort effet positif sur le FFO des prochaines années.

COUT DE LA DETTE

Le coût de financement moyen du groupe Altarea Cogedim s'établit à 2,41% marge incluse au 31 décembre 2014, contre 2,80% à fin 2013.

Cette baisse par rapport à 2013 résulte à la fois des opérations de financement effectuées cette année (financements/refinancements conclus à des conditions plus avantageuses), mais également de la restructuration des instruments de couverture dont l'horizon a été raccourci et le nominal réduit.

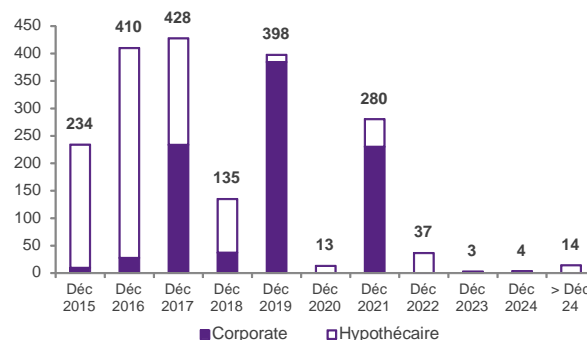
Par ailleurs, le Groupe a continué à bénéficier des financements hypothécaires « millésime 2006/2007 » conclus à des conditions très favorables en termes de spread (50-60 bps), lesquels ont fortement contribué à pondérer à la baisse le coût moyen.

MATURITE DE LA DETTE

Après prise en compte des opérations de l'année, la maturité moyenne de l'endettement s'établit à 3,7 ans au 31 décembre 2014, et se décompose comme suit :

- 4,8 ans pour les crédits corporate, suite aux financements signés durant l'année,
- 2,8 ans pour les crédits hypothécaires.

ÉCHEANCIER DE LA DETTE DU GROUPE⁵¹



Les tombées hypothécaires 2015 concernent principalement la dette d'acquisition Cap 3000. Un accord a été passé fin 2014 entre les actionnaires d'Aldeta, société propriétaire du centre commercial, pour une nouvelle mise de fonds propres de 200 M€. Afin de couvrir les besoins additionnels de financement relatifs aux travaux en cours de restructuration/extension du centre, un nouveau financement sera mis en place au courant du 1^{er} semestre 2015.

Les tombées hypothécaires 2016-2017 sont adossées à des actifs très peu endettés (LTV moyen de 40%) et pourraient toutes être refinancées sans difficultés. De facto, le Groupe n'a pas d'échéance significative avant 2017.

⁵¹ Hors dette promotion et billets de trésorerie, en millions d'euros.

Compte de résultat analytique au 31 décembre 2014

En millions d'euros	31/12/2014			31/12/2013		
	Cash-flow courant des Opérations (FFO)	Variations de valeurs, charges calculées, frais de transaction	Total	Cash-flow courant des Opérations (FFO)	Variations de valeurs, charges calculées, frais de transaction	Total
Revenus locatifs	169,6	-	169,6	174,4	-	174,4
Autres charges	(13,0)	-	(13,0)	(16,4)	-	(16,4)
Loyers nets	156,6	-	156,6	158,0	-	158,0
Prestations de services externes	19,2	-	19,2	21,8	-	21,8
Production immobilisée et stockée	19,7	-	19,7	12,3	-	12,3
Charges d'exploitation	(50,2)	(2,1)	(52,4)	(51,4)	(1,8)	(53,2)
Frais de structure nets	(11,3)	(2,1)	(13,4)	(17,3)	(1,8)	(19,2)
Part des mises en équivalence	16,5	19,9	36,4	13,3	25,1	38,4
Dotations nettes aux amortissements et provisions	-	(0,1)	(0,1)	-	(1,7)	(1,7)
Gains / Pertes sur cessions d'actifs	-	1,9	1,9	-	8,8	8,8
Gains / Pertes sur valeur des immeubles de placement	-	85,2	85,2	-	39,9	39,9
Indemnités (frais) de transaction	-	(0,3)	(0,3)	-	(1,7)	(1,7)
RESULTAT COMMERCES PHYSIQUES	161,8	104,5	266,3	153,9	68,5	222,4
Chiffre d'affaires distribution et Autres	305,6	(0,0)	305,5	318,6	(0,0)	318,6
Coût des ventes et autres charges	(293,9)	-	(293,9)	(297,8)	-	(297,8)
Marge Distribution	11,7	(0,0)	11,7	20,8	(0,0)	20,8
Commissions Galerie Marchande	11,1	-	11,1	9,6	-	9,6
Charges d'exploitation	(41,9)	(0,3)	(42,2)	(42,8)	(0,3)	(43,1)
Frais de structure nets	(41,9)	(0,3)	(42,2)	(42,8)	(0,3)	(43,1)
Dotations nettes aux amortissements et provisions	-	(4,3)	(4,3)	-	(45,7)	(45,7)
Indemnités (frais) de transaction	-	(0,6)	(0,6)	-	(1,0)	(1,0)
RESULTAT COMMERCES ONLINE	(19,0)	(5,2)	(24,3)	(12,5)	(47,0)	(59,5)
Chiffre d'affaires	754,5	-	754,5	883,2	-	883,2
Coût des ventes et autres charges	(699,7)	-	(699,7)	(788,5)	-	(788,5)
Marge immobilière	54,8	-	54,8	94,7	-	94,7
Prestations de services externes	0,7	-	0,7	0,1	-	0,1
Production stockée	58,7	-	58,7	54,9	-	54,9
Charges d'exploitation	(80,6)	(1,4)	(82,0)	(92,0)	(1,4)	(93,4)
Frais de structure nets	(21,1)	(1,4)	(22,6)	(37,0)	(1,4)	(38,5)
Part des mises en équivalence	6,9	(2,2)	4,7	4,6	0,1	4,7
Dotations nettes aux amortissements et provisions	-	(2,9)	(2,9)	-	(3,4)	(3,4)
Indemnités (frais) de transaction	-	(0,4)	(0,4)	-	(0,5)	(0,5)
RESULTAT LOGEMENTS	40,6	(7,0)	33,6	62,3	(5,2)	57,0
Chiffre d'affaires	59,0	-	59,0	107,5	-	107,5
Coût des ventes et autres charges	(52,7)	-	(52,7)	(93,4)	-	(93,4)
Marge immobilière	6,2	-	6,2	14,1	-	14,1
Prestations de services externes	7,3	-	7,3	3,3	-	3,3
Production stockée	12,4	-	12,4	2,7	-	2,7
Charges d'exploitation	(15,1)	(0,6)	(15,8)	(12,9)	(0,5)	(13,4)
Frais de structure nets	4,5	(0,6)	3,9	(6,8)	(0,5)	(7,3)
Part des mises en équivalence	7,1	2,3	9,5	8,1	(1,1)	7,1
Dotations nettes aux amortissements et provisions	-	(0,3)	(0,3)	-	(0,3)	(0,3)
Indemnités (frais) de transaction	-	-	-	-	-	-
RESULTAT BUREAUX	17,8	1,4	19,3	15,5	(1,9)	13,6
Autres (Corporate)	0,6	(2,7)	(2,1)	(0,6)	(0,6)	(1,2)
RESULTAT OPERATIONNEL	201,8	91,1	292,9	218,6	13,8	232,4
Coût de l'endettement net	(34,1)	(5,0)	(39,1)	(48,2)	(6,6)	(54,8)
Actualisation des dettes et créances	-	(5,9)	(5,9)	-	(0,2)	(0,2)
Variation de valeur et résultat de cessions des instruments financiers	-	(72,8)	(72,8)	-	22,2	22,2
Résultat de cession de participation	-	0,0	0,0	-	(0,0)	(0,0)
RESULTAT AVANT IMPOT	167,7	7,4	175,2	170,4	29,2	199,6
Impôts sur les sociétés	(1,3)	86,1	84,8	(2,7)	23,2	20,4
RESULTAT NET	166,5	93,5	260,0	167,7	52,3	220,0
Minoritaires	(40,3)	(105,4)	(145,7)	(25,5)	(48,3)	(73,8)
RESULTAT NET, Part du Groupe	126,2	(11,8)	114,3	142,2	4,1	146,3
<i>Nombre moyen d'actions après effet dilutif</i>	<i>12 054 997</i>	<i>12 054 997</i>	<i>12 054 997</i>	<i>11 231 747</i>	<i>11 231 747</i>	<i>11 231 747</i>
RESULTAT NET PAR ACTION (€/ACTION), Part du Groupe	10,47	(0,98)	9,48	12,66	0,36	13,02

Bilan au 31 décembre 2014

En millions d'euros	31/12/2014	31/12/2013
ACTIFS NON COURANTS	3 940,6	3 600,7
Immobilisations incorporelles	244,7	237,7
<i>dont Ecart d'acquisition</i>	128,7	128,7
<i>dont Marques</i>	96,8	98,6
<i>dont Autres immobilisations incorporelles</i>	19,2	10,4
Immobilisations corporelles	10,6	12,6
Immeubles de placement	3 163,6	3 029,0
<i>dont Immeubles de placement évalués à la juste valeur</i>	2 974,4	2 917,9
<i>dont Immeubles de placement évalués au coût</i>	189,2	111,1
Titres et investissements dans les sociétés mises en équivalence ou non consolidées	362,0	278,6
Prêts et créances (non courant)	43,3	6,6
Impôt différé actif	116,4	36,2
ACTIFS COURANTS	1 406,4	1 292,2
Actifs non courants détenus en vue de la vente	0,7	1,7
Stocks et en-cours nets	617,9	606,4
Clients et autres créances	392,5	428,2
Créance d'impôt sur les sociétés	6,3	2,3
Prêts et créances financières (courant)	15,2	18,1
Instruments financiers dérivés	15,9	0,8
Trésorerie et équivalents de trésorerie	358,0	234,9
TOTAL ACTIF	5 347,0	4 892,9
CAPITAUX PROPRES	2 169,2	1 832,9
Capitaux propres attribuables aux actionnaires d'Altarea SCA	1 249,5	1 151,3
Capital	191,2	177,1
Primes liées au capital	518,7	437,0
Réserves	425,2	391,0
Résultat, part des actionnaires d'Altarea SCA	114,3	146,2
Capitaux propres attribuables aux actionnaires minoritaires des filiales	919,8	681,6
Réserves, part des actionnaires minoritaires des filiales	579,0	498,8
Autres éléments de capitaux propres, Titres Subordonnés à Durée Indéterminée	195,1	109,0
Résultat, part des actionnaires minoritaires des filiales	145,7	73,8
PASSIFS NON COURANTS	1 849,8	1 782,5
Emprunts et dettes financières à plus d'un an	1 795,1	1 722,7
<i>dont Prêts participatifs et avances associés</i>	50,8	41,8
<i>dont Emprunts obligataires</i>	477,2	248,5
<i>dont Emprunts auprès des établissements de crédit</i>	1 267,1	1 432,3
Provisions long terme	21,3	21,1
Dépôts et cautionnements reçus	26,2	26,8
Impôt différé passif	7,2	11,9
PASSIFS COURANTS	1 328,0	1 277,6
Emprunts et dettes financières à moins d'un an	448,3	436,2
<i>dont Emprunts obligataires</i>	4,3	0,2
<i>dont Emprunts auprès des établissements de crédit (hors trésorerie passive)</i>	326,5	323,4
<i>dont Billets de trésorerie</i>	53,0	28,0
<i>dont Concours bancaires (trésorerie passive)</i>	2,1	39,7
<i>dont Avances Groupe et associés</i>	62,3	44,9
Instruments financiers dérivés	102,7	73,7
Dettes fournisseurs et autres dettes	758,3	739,5
Dettes d'impôt exigible	18,7	28,1
Dettes auprès des actionnaires	0,0	0,0
TOTAL PASSIF	5 347,0	4 892,9