

Test-Achats Invest

20.04.2009

Circulation: 0

180931

Page: 16

1153

TEST ACHATS invest

Sicafi

Bâtiments de bureaux & semi-industriels

Depuis début 2009, l'évolution des sicafi a été contrastée, avec une moyenne en baisse. Une prestation cette fois moins bonne que les actions. Mais ces dernières semaines, un vent d'optimisme souffle à nouveau.

Comme nous l'évoquions en janvier, la récession frappe tous les segments de l'immobilier. Depuis le début de l'année, la valeur moyenne des sicafi a grimpé de 0,3 % mais depuis fin septembre 2008, la plupart des sicafi voient leur valeur intrinsèque[®] chuter. En cause, les réductions de valeur de leur portefeuille (les immeubles ont moins de valeur sur le marché), mais aussi les instruments de couverture contre les fluctuations de taux, dont la valeur doit aussi être adaptée dans les comptes (en vertu des normes IFRS; voir TA invest plus). En conséquence, le taux d'endettement[®] des sicafi augmente. Comme il ne peut dépasser 65 %, les sicafi sont de plus en plus contraintes à renforcer leurs fonds propres[®]. Les segments les plus touchés sont les bureaux et la logistique (mais ce dernier segment devrait être le premier à redémarrer). Sur le marché résidentiel, le recul devrait être moindre chez nous que dans d'autres pays. Le segment commercial subira quant à lui la baisse de la consommation, mais l'impact sur les loyers des bons emplacements devrait être limité. A plus long terme, le risque d'un regain d'inflation pourrait profiter à l'immobilier (sauf pour les bureaux loués à court terme).

Befimmo

Les nouvelles étant plutôt rassurantes au terme du 1^{er} trimestre de l'exercice (clôture annuelle le 31/09), nous relevons notre estimation de bénéfice par action 2008/09 à 4,48 EUR (contre 4,43 auparavant et contre 3,89 EUR au précédent exercice). Pour 2009/10, nous la maintenons à 5,18 EUR (contribution progressive de bâtiments en rénovation). Nous maintenons nos prévisions de dividende net à 3,91 EUR pour décembre 2009 et 3,95 EUR pour décembre 2010. La valeur intrinsèque[®] a subi la baisse de valeur du portefeuille (-2,41 %) et le taux d'endettement[®] est en hausse (à 51,29 %). Par ailleurs, Befimmo a remporté le marché public sur la nouvelle implantation du SPF Finances à Liège (l'immeuble existant lui appartenant sera rasé); sous réserve d'obtention des permis, la construction devrait être terminée le 01/06/2013. Le bail est de 25 ans. *Le cours dépasse de 8 % la valeur intrinsèque. Soutenu par l'entrée du titre dans le Bel 20, il a peu reculé depuis. Le rendement net, assez faible (±5,5 %), semble assuré. Néanmoins, vendez.*

Cofinimmo

Résultat 2008 mitigé (bénéfice de 7,56 EUR par action). A noter, la nette amélioration au 4^e trimestre, grâce à de nouveaux investissements (surtout en maisons de repos), la légère hausse du taux d'occupation (à 97,85 %) et la location à 37 % de l'immeuble Omega Court à Auderghem. Par contre, au 4^e trimestre, la valeur intrinsèque[®] a chuté, suite à la baisse de valeur du portefeuille (environ -2 %) et des éléments de couverture de taux. Le taux d'endettement[®] a grimpé à 52,79 %. Vu les investissements programmés (maisons de repos et bureaux à Anvers) et les risques de

nouvelle baisse des fonds propres[®], la sicafi est forcée de renforcer sa situation financière, en passant par les désinvestissements (dont des cessions de créances locatives sur la Commission européenne et l'Etat belge, qui sont de belles sources de revenus assurés !) et par la vente d'actions autodétenues (ce qui va diluer la valeur intrinsèque[®] et le résultat par action). Le cours a certes bien réagi (hausse de près de 20 %) mais la visibilité sur les résultats est encore atténuée. En février, Cofinimmo tablait sur un bénéfice 2009 de 7,42 EUR par action, mais nous craignons que cela soit trop optimiste et tablons sur 7,20 EUR. Cofinimmo s'est fixé comme objectif de maintenir le dividende 2010 au niveau de celui de 2009 (6,63 EUR net payables le 5 mai) ce qui suppose un pay out[®] de plus de 100 %.

La décote[®] est d'environ 18 % et le rendement net de ±7,5 % mais la visibilité est devenue très réduite. Conservez.

Immo Moury

Les comptes et les perspectives sont toujours obscurs. Le portefeuille est hétéroclite (biens de tous genres, portefeuille de sicafi) et vaut à peine 19 millions d'euros. Nous prévoyons un bénéfice 2009 de 3,39 EUR par action (hors variation de valeur du portefeuille). Aucune prévision de dividende n'a été donnée. *Vendez.*

Intervest Offices

Le résultat 2008 est un peu meilleur que prévu (2,01 EUR par action). La valeur intrinsèque a subi une baisse plus modérée que d'autres sicafi et le portefeuille n'a reculé que de 1,8 %, alors qu'il est en principe sensible à la conjoncture. Le taux d'occupation (94 %) et le taux d'endettement[®] (42 %) sont restés stables. Les perspectives sont cependant moroses (baisse de valeur du portefeuille, bénéfice en légère baisse). Nous prévoyons un bénéfice par action limité à 1,97 EUR en 2009 et sans doute encore plus faible en 2010. Le dividende (payé ce 17/04) est de 1,7085 EUR net (contre 1,68 attendu); pour 2010, nous relevons notre prévision à 1,67 EUR net. *Depuis fin 2008, le cours a repris quelques couleurs. Sa hausse, conjuguée à la baisse de la valeur intrinsèque[®], ont fait chuter la décote[®] de 25 % à ±15 %. Mais le rendement reste très élevé (±8,5 % net). Pour cette raison, conservez.*

Leasinvest Real Estate

La sicafi a acquis trois biens commerciaux au Luxembourg (loués à 100 %) et racheté les titres minoritaires de sa filiale Leasinvest Immo Lux, ce qui a nettement modifié le profil de son portefeuille : 59 % en Belgique, 41 % au Luxembourg; 19 % pour la partie commerciale, 60 % de bureaux et 21 % dans la logistique. Le résultat du dernier exercice (exceptionnellement de 18 mois) est fort différent de celui de la plupart des sicafi. La valeur intrinsèque[®] n'a que faiblement baissé au dernier trimestre, grâce en bonne

Sicafi

partie au redéveloppement d'un site à Luxembourg. Par contre, le solde du dividende (payable le 25/05) déçoit (1,5725 EUR net soit nettement moins de la moitié des 3,27 EUR net payés pour les 12 premiers mois), le bénéfice des 6 derniers mois est faible (1,38 EUR par action contre 4,12 sur les 12 premiers) et le taux d'endettement¹ a grimpé à 52 %. Nous prévoyons un bénéfice 2009 de 3,68 EUR par action et craignons un recul du dividende à 3,15 EUR net. Le cours est désormais de ± 22 % inférieur à la valeur intrinsèque. Le rendement net attendu est de ± 6 %. Mais les perspectives sont peu claires. Conservez.

Montea

Bénéfice par action 2008 (2,36 EUR) inférieur à notre prévision, pourtant nettement réduite. La valeur intrinsèque¹ a souffert de la dévalorisation des couvertures de taux et de la dépréciation du portefeuille (-3,6 %). Le taux d'occupation a reculé en fin d'année à 96,24 % (contre 97,07 % au 30/09), suite à la réception d'un immeuble non loué. Le taux d'endettement a grimpé à 52,8 %. Il n'y a heureusement pas d'échéance de dettes avant 2011. Mais le 30/06/09, l'immeuble de Savigny-Le-Temple (4 % du portefeuille) perdra son unique locataire. Le dividende à payer le 02/06 sera conforme aux prévisions (1,7765 EUR net) et devrait grimper en 2010 (à 1,83 EUR net selon nous).

Les perspectives sont assombries mais non dramatiques. Montea a subi rapidement les effets de la récession. Le rendement net est de $\pm 7,5$ %, la décote² de ± 12 %. Conservez.

Warehouses De Pauw

Le bénéfice par action 2008 gagne 9,4 %, à 3,34 EUR. Mais, comme nous le craignons, les prétentions de la sicafi pour 2009 sont très réduites. Nous prévoyons un bénéfice par action de 3,45 EUR en 2009 et de 3,50 EUR en 2010. Comme chez Montea, la valeur intrinsèque a fortement souffert des dépréciations comptables et de la baisse de valeur du portefeuille (environ -3 %), en particulier aux Pays-Bas. L'opération sales & lease back avec DHL (3 sites logistiques) s'étant achevée fin mars, des titres ont été créés, et pour un nombre plus important que prévu (baisse de cours), ce qui aura un léger impact négatif sur le bénéfice par action et la valeur intrinsèque¹. Cette opération ne résout en outre que très partiellement le problème de la

dette (61 % !). Les nombreux projets en cours ou prévus nécessiteront d'autres renforcement des fonds propres³. Quant au dividende, la sicafi se contente de penser pouvoir au moins le maintenir (auparavant, elle prévoyait une hausse sensible). Nous l'avions déjà prévu et maintenons nos estimations de dividende à 2,55 EUR pour 2009 et 2,60 EUR pour 2010 (sauf autres opérations dilutives). Les incertitudes sont importantes mais les liquidités générées restent élevées. Le rendement net atteint 8,5 %. Dans l'attente de précisions sur le renforcement du capital, conservez.

Warehouses Estates Belgium

Résultat encore très bon au 1^{er} trimestre de l'exercice (clôture annuelle le 30/09) : il passe de 0,76 à 0,84 EUR par action. Nous relevons dès lors notre estimation de bénéfice par action pour l'ensemble de l'exercice en cours et pour le suivant à 3,33 EUR. Nous augmentons nos prévisions de dividende à 2,38 EUR net pour fin 2009 et à 2,40 pour fin 2010. La valeur du portefeuille est en hausse de 0,88 % et le taux d'endettement¹ toujours raisonnable (27 %). En outre, la sicafi vient d'acquérir divers biens dans la région de Charleroi (pour 6,5 % du portefeuille actuel), loués à 100 % par une société détenue par le groupe Wagner. La décote² est de ± 13 % et le rendement net de ± 7 %. Les perspectives restent assez bonnes. Ne vendez plus. Conservez.

Wereldhave Belgium

Résultat 2008 très bon et qui dépasse un peu nos prévisions (bénéfice par action : 4,18 EUR). La valeur du portefeuille commercial (+3,5 %) a plus que compensé la baisse de celle du portefeuille d'immeubles de bureaux (-2 %). Par contre, le dividende (payé ce 17/04) n'est que de 3,281 EUR net (contre 3,40 attendu). Depuis quelques années, la politique de dividende est plus prudente (taux de distribution de 92,3 % contre 100 % auparavant). Le taux d'endettement¹ reste marginal (6,6 %). Les investissements à Nivelles et Tournai sont plus lents que prévu. La participation dans Basilix est passée à 6,2 %. Nous tablons sur une légère hausse du bénéfice par action 2009 (à 4,25 EUR) et du dividende (à 3,32 EUR net). La décote² est de ± 33 %. Vu le risque de confiscation du shopping Belle-île à Liège, seuls les spéculateurs peuvent conserver. Les autres : vendez.

¹ : voir lexique, page 7

SICAFI : IMMEUBLES DE BUREAUX ET SEMI-INDUSTRIELS

Sicafi	Type d'investissement	Cours le 17/04/09	Valeur intrinsèque	(1)	(2)	(3)	Conseil
Befimmo	Bureaux	70,50 EUR	65,23 EUR	8,08	3,91	5,55	Vendre
Cofinimmo	Bureaux	89,84 EUR	109,40 EUR	-17,88	6,63	7,38	Conserver
Immo Moury	Mixte	44,98 EUR	53,28 EUR	-15,58	2,92	6,49	Vendre
Intervest Offices	Bureaux	19,98 EUR	23,77 EUR	-15,94	1,67	8,36	Conserver
Leasinvest Real Estate	Bureaux + semi-industriel	51,94 EUR	66,17 EUR	-21,51	3,15	6,06	Conserver
Montea	Semi-industriel	25,01 EUR	28,60 EUR	-12,55	1,83	7,32	Conserver
Warehouses De Pauw	Semi-industriel	29,80 EUR	30,10 EUR	-1,00	2,55	8,56	Conserver
Warehouses Estates Belgium	Semi-industriel + commercial	32,89 EUR	37,75 EUR	-12,87	2,38	7,24	Conserver
Wereldhave Belgium	Bureaux + commercial	52,00 EUR	77,50 EUR	-32,90	3,32	6,38	Vendre

(1) décote (-) ou surcote (+) en % par rapport à la valeur intrinsèque; (2) dividende net attendu en EUR pour l'exercice en cours; (3) rendement net sur dividende attendu (en %).