



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

## COFINIMMO

14 februari 2017

Koers	104,25
Aantal aandelen (m)	21,35
Marktkapitalisatie (m)	2.226

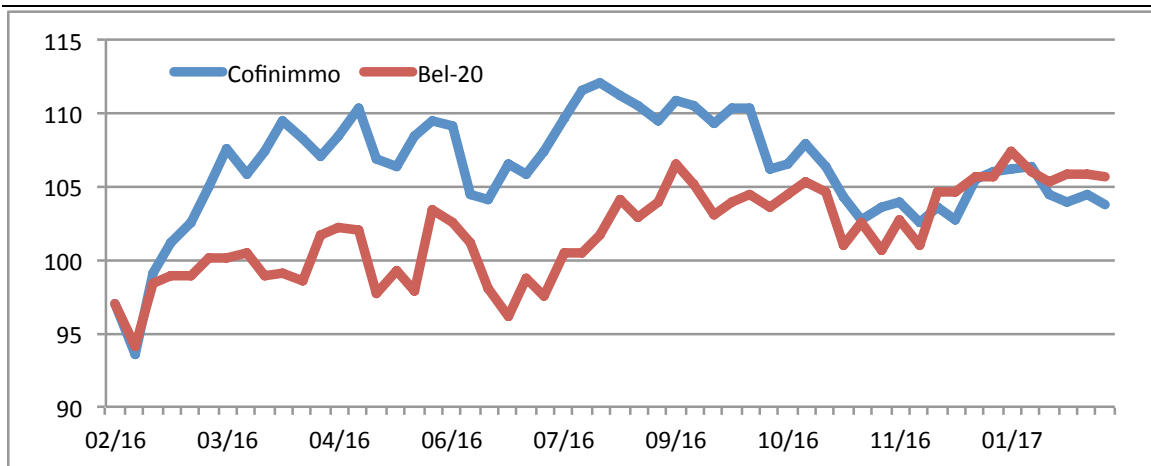
Intrins. waarde (dec/16)	88,29
Schuldgraad (dec/16)	43,7%

(in miljoen EUR)	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17E
Netto huurresultaat	222,37	216,909	208,074	207,534	210,654	n.b.
Groei in %	6,6%	-2,5%	-4,1%	-0,3%	1,5%	n.b.
Bedrijfsresultaat	188,839	185,619	177,742	174,341	172,079	n.b.
Financieel resultaat	-83,877	-74,900	-187,575	-67,638	-66,236	n.b.
Resultaat portefeuille	1,503	-46,187	-37,016	6,261	1,983	n.b.
Nettowinst, deel groep	98,072	58,737	-52,671	103,967	97,393	n.b.
Uitkeerbaar (courant) resultaat	121,826	119,286	120,409	128,517	134,260	n.b.
Bezettingsgraad	95,7%	95,4%	95,2%	94,9%	94,50	n.b.

	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17E
Winst per aandeel	6,12	3,34	-2,93	5,23	4,64	n.b.
Courant resultaat per aandeel	7,61	6,78	6,70	6,46	6,40	6,49
Netto dividend	4,875	4,50	4,13	4,02	3,85	3,85
Intrinsieke waarde (reëel)	92,21	91,79	85,80	88,66	88,29	n.b.
Premie/discount	-2,8%	-2,2%	10,5%	11,0%	18,1%	n.b.
Dividendrendement *	5,4%	5,0%	4,4%	4,1%	3,7%	3,7%

\*: op basis van koersen eind december, voor 2016 en 2017E de huidige koers

BEDRIJFSPROFIEL GVV



### Bedrijfsomschrijving

Cofinimmo was de eerste Belgische GVV (ex-vastgoedbevak) en is uitgegroeid tot de grootste sindsdien. Cofinimmo maakt deel uit van de Bel-20. De portefeuille had eind 2016 een waarde van 3,505 miljard euro. De portfeuilleverdeling was als volgt: kantoren 37,6%, zorgvastgoed 44,4%, distributienetwerken 17,2% en andere 0,8%. Initieel bestond de portefeuille voor 100% uit kantoren, maar de voorbije jaren vond een belangrijke transformatie en diversificatie naar rusthuizen en andere activa plaats (zie verder). Het onmiddellijke voordeel van deze diversificatie is een verlenging van de gemiddelde duur van de huurcontracten en dus een grotere stabiliteit van de resultaten. Dat cijfer bedroeg 10,2 jaar eind 2016, terwijl dat slechts 8 jaar was in 2003. Huurcontracten voor rusthuizen worden in België immers voor 27 jaar aangegaan, in Frankrijk is dat contractueel 12 jaar. Voor de cafés in België en Nederland is dat initieel 23 jaar.

Op geografisch vlak bevindt 71,3% van de portefeuille zich in België, 16,4% in Frankrijk, 8,8% in Nederland en 3,5% in Duitsland. De bezettingsgraad komt uit op 94,5%. Voor de kantoren afzonderlijk is dat 88,8%, in de andere segmenten bedraagt de bezetting 97,6% tot 100%..

Voor de periode 2017-19 heeft de groep een investeringspijln van 254,7 miljoen euro, waarvan 112 miljoen euro in zorgvastgoed en 131 miljoen euro in kantoren.

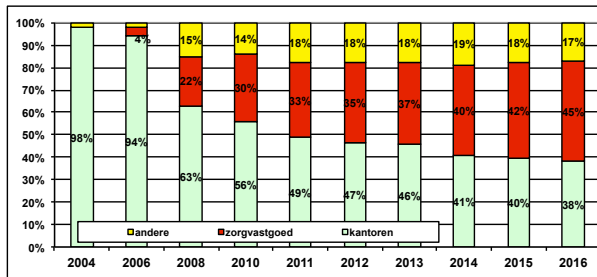
VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veeveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



## Evolutie portefeuille

In 2004 bestond de portefeuille voor 100% uit kantoren, eind 2016 is dit slechts 38%. Enerzijds was er een afbouw van de kantoren, anderzijds werd er geïnvesteerd in andere vastgoedsegmenten, meer bepaald in rusthuizen (nu wordt er gesproken over zorgvastgoed) en in vastgoed voor distributienetten.



In 2016 investeerde het 47,9 miljoen euro in 3 Duitse zorgcomplexen, kocht het 4 Nederlandse medische gebouwen voor 23,2 miljoen euro en verwierf het 5 kantoorgebouwen in België voor een bedrag van 88,9 miljoen euro, in totaal 160 miljoen euro. Sinds de kapitaalverhoging van mei 2015, waarmee 285 miljoen euro werd opgehaald, verwierf de groep voor 301 miljoen euro vastgoed. Voor 2017-19 heeft het een investeringspijplijn van 254,7 miljoen euro.

Vooral de aankopen van Brusselse kantoorgebouwen waren verrassend. Zo kocht het 4 gebouwen met een leegstand van 12% in de Leopoldwijk waar alle gebouwen van Cofinimmo volledig verhuurd zijn. Op de aankoop heeft het een brutorendement van 6,4%, slaagt het erin de leegstand weg te werken, dan neemt het rendement toe tot 7,4%. De eerste positieve impact hiervan zou in 2017 zichtbaar moeten worden.

## Resultaten 2016

De huurinkomsten stegen 0,5% tot 202,93 miljoen euro, op vergelijkbare basis was er een stijging van 0,9%. We merken op dat de negatieve impact van de belangrijke verkopen die in 2015 hebben plaats gevonden, gecompenseerd werd door de verschillende aankopen die in 2016 plaats vonden (zie hoger). Het netto huurinkomen dat o.a. opzegvergoedingen omvat, ging 1,5% hoger. Het bedrijfsresultaat daalde wel 1,3%, door een toename van de leegstandskosten.

(cijfers in miljoen euro)	FY15	FY16	Δ 15/16
Huurinkomsten	201,903	202,930	0,5%
Netto huurinkomen (vastgoedresultaat)	207,534	210,654	1,5%
Bedrijfsresultaat	174,341	172,079	-1,3%
Financieel resultaat	-37,235	-27,950	n.r.
Uitkeerbaar resultaat	128,517	134,260	4,5%
Uitkeerbare winst p/a	6,46	6,40	-0,9%
Herwaardering vastgoedportefeuille	6,261	1,983	n.r.
Herwaardering financiële indekkingen	-30,403	-38,286	n.r.
Resultaat van de periode, deel groep	103,967	97,393	-6,3%

Het zuivere financiële resultaat kende een substantiële verbetering van -42,3 naar -32,3 miljoen euro. Enerzijds was er een daling van de gemiddelde schuld van 1,46 naar 1,34 miljard euro, anderzijds daalde de financiële kost verder, van 2,9% naar 2,4% (2,1% alleen al in het 4<sup>e</sup> kwartaal). De gemiddelde looptijd van de schulden daalde wel van 5,3 tot 4,8 jaar. De sterke verbetering van het financiële resultaat was voldoende om het lagere bedrijfsresultaat te compenseren, waardoor het netto courant uitkeerbaar resultaat met 4,5% steeg tot 134,260 miljoen euro. Door een toename van het aantal uitstaande aandelen zakt dat resultaat per aandeel wel 0,9% tot 6,40 euro.

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopy, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

De herwaardering van de vastgoedportefeuille was slechts licht positief ten bedrage van 1,983 miljoen euro en bestaat uit 3 componenten: een effectief gerealiseerde meerwaarde van 2,7 miljoen euro, een herwaardering van het vastgoed in portefeuille (+0,4% op vergelijkbare basis) van 11,6 miljoen euro en een technische afwaardering van goodwill op Pubstone voor 12,7 miljoen euro.

De herwaardering van de financiële instrumenten kwam uit op -38,286 miljoen euro, enerzijds was er een positieve herwaardering van de financiële indekkingsinstrumenten (ten gevolge van de stijging van de marktrente) voor 12,1 miljoen euro, anderzijds was er een kost voor de herschikking van die indekkingsinstrumenten voor een bedrag van 50,4 miljoen euro.

Voor 2017 verwacht Cofinimmo een uitkeerbaar resultaat per aandeel van 6,49 euro, het (bruto)dividend van 5,50 euro blijft onveranderd.

### **Conclusie**

Met de belangrijke investeringen in 2016 heeft Cofinimmo de middelen aangewend die het in 2016 opgehaald heeft via een kapitaalverhoging. Maar dit was niet voldoende om de winstverwatering volledig te neutraliseren, temeer daar er nog zekere verkopen hebben plaats gevonden in 2015. Zo evolueert de schuldgraad tussen 40% en 45%, terwijl dat voor de kapitaalverhoging tussen 45% en 50%. Het mindere gebruik van de schuldhefboom heeft ook een negatief impact op de resultaatsontwikkeling. Wat 2017 in het bijzonder betreft, moet Cofinimmo afrekenen met het vertrek van AXA uit het gebouw Vorstlaan vanaf augustus 2017. Dankzij de overnames van 2016 kan het die negatieve impact compenseren en zelfs licht overtreffen, waardoor het management een courant resultaat per aandeel van 6,49 euro voorop stelt.

Na de sterke prestatie in 2016 is Cofinimmo de laatste weken in rustiger vaarwater terecht gekomen en dat heeft alles te maken met de stijging van de rente op lange termijn. Als grootste Belgische GVV is Cofinimmo hier het meest gevoelig voor. Door de goede prestatie is ook de waardering opgelopen en is de kantorendiscount bijna volledig verdwenen. Dat beperkt ook het verdere opwaartse potentieel en in combinatie met het risico op een verdere stijging van de langetermijnrente in de eurozone, zijn we vandaag geen koper. De bestaande posities zouden we behouden, tenzij ze te zwaar doorwegen in de portefeuille.

Het aandeel noteert met een koers/courant resultaat van 16,2 en met een brutodividendrendement van 5,3%, wat in beide gevallen gunstiger is dan het sectorgemiddelde.

Gert De Mesure

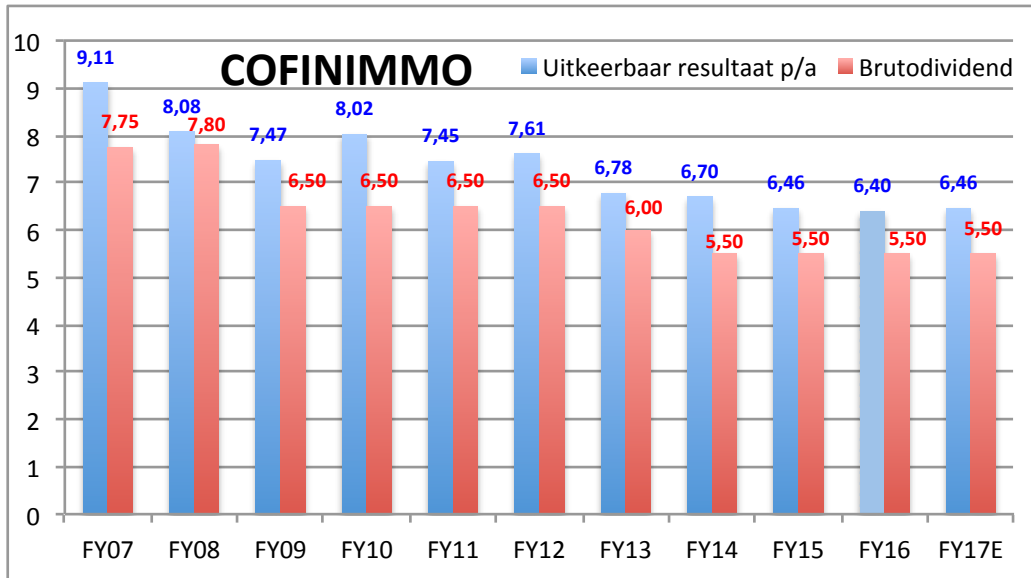
---

**VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60**

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS



---

**VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60**

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veeleelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.