

## Befimmo

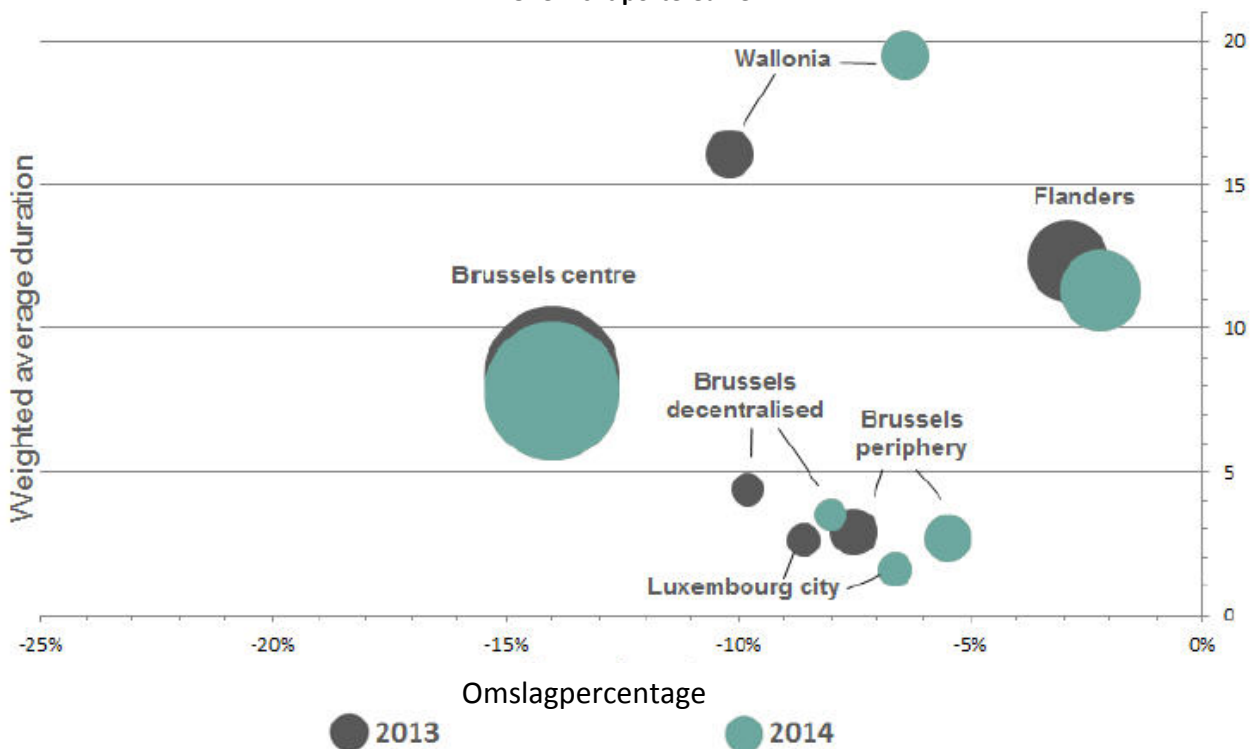
Advies:	<b>HOUDEN</b>	Huidige koers:	<b>61.91 EUR</b>
Naam analist:	<b>Koen Overlaet-Michiels</b>	Koersdoel:	<b>63 EUR</b>
ISIN code:	<b>BE0003678894</b>	Opwaarts potentieel:	<b>1.8%</b>

	<u>2014</u>	<u>2015E</u>	<u>2016E</u>	<u>2017E</u>
<b>Winst per aandeel (EUR)</b>	<b>3.90</b>	<b>3.72</b>	<b>3.60</b>	<b>4.02</b>
% groei j/j	-8.2%	-4.6%	-3.4%	11.8%
Koerswinst ratio	15.9x	16.6x	17.2x	15.4x
<b>Bruto dividend (EUR)</b>	<b>3.45</b>	<b>3.45</b>	<b>3.45</b>	<b>3.45</b>
% groei j/j	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Dividendrendement (%)	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%

### In een notendop

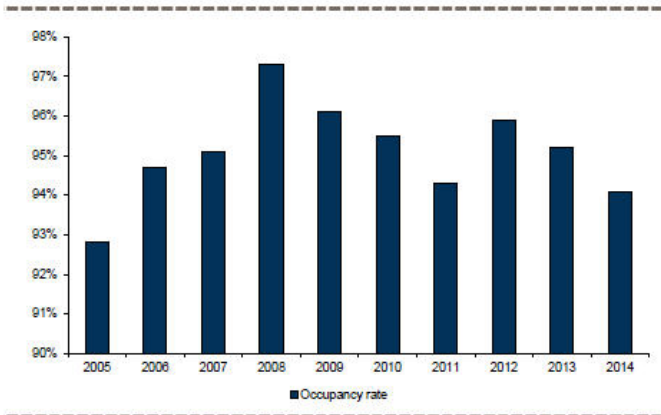
Befimmo is een Belgische vastgoedbevak, ondertussen herdoopt tot een GVV of REIT, die gespecialiseerd is in kantoorinvesteringen in Brussel, andere grote steden in België en het Groot-Hertogdom Luxemburg. De groep richt zich op toplocaties, die op lange termijn verhuurd worden aan huurders van zeer hoge kwaliteit zoals bijvoorbeeld overheden (publiek en Europees). Deze zijn verantwoordelijk voor meer dan twee derde van de huurinkomsten. De portefeuille toont een hoge bezettingsgraad en de gemiddelde resterende looptijd van de huurcontracten is bijna 9 jaar.

### Overzicht portefeuille



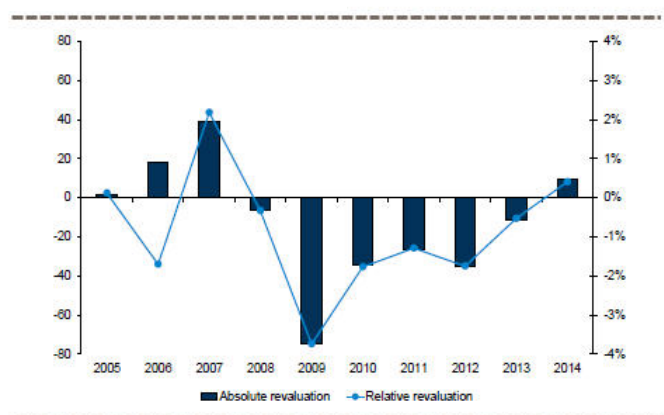
# Aandelenfocus

Bezettingsgraad



Source: Befimmo

Herwaarderingen



Source: Befimmo

## Resultaten

De resultaten van Befimmo voor het boekjaar 2014 waren weinig inspirerend en ook de vooruitzichten stelden teleur. De onderliggende marktomstandigheden zijn moeilijk en drukken de inkomsten, terwijl de lage rentevoeten de concurrentie onder investeerders hebben versterkt. De lopende capex-programma's blijven echter behouden om de kwaliteit van de activa te waarborgen.

In de loop van het boekjaar 2014 boekte Befimmo een netto portefeuillegroei van ongeveer 90 miljoen euro, die bijna volledig samenhangt met investeringen in de huidige portefeuille (slechts 15 miljoen euro externe groei), maar werd verminderd door enkele kleine verkopen (< € 8 miljoen in totaal). De portefeuille zelf werd geherwaardeerd op een licht positieve 9,4 miljoen euro, een jaar-op-jaar herwaardering van 0,41% en dus een verbetering na zes jaar van negatieve herwaarderingen. Die positieve herwaardering is het gevolg van een mix van factoren, waardoor de totale portefeuillevaarde van 2,2 tot 2,3 miljard euro steeg.

- i) leaseverlengingen,
- ii) de oplevering van het Paradis-gebouw,
- iii) een lichte daling van het rendement
- iv) de verlaging van de GHW's
- v) de natuurlijke verkorting van de huurcontracten.

WTC IV Brussel Noord



Bron: Befimmo

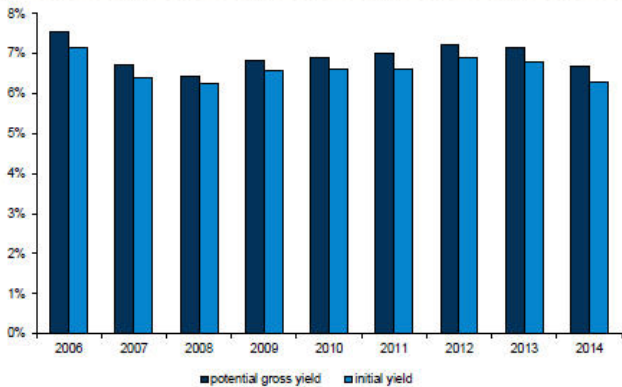
CBD Brussel Noord



Bron: Befimmo

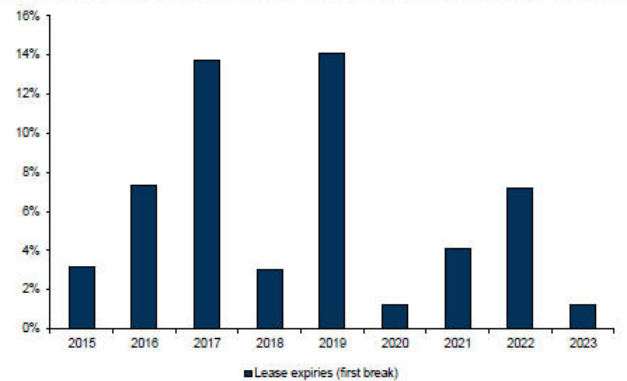
# Aandelenfocus

Rendement



Source: Befimmo

Lengte van de lease looptijden



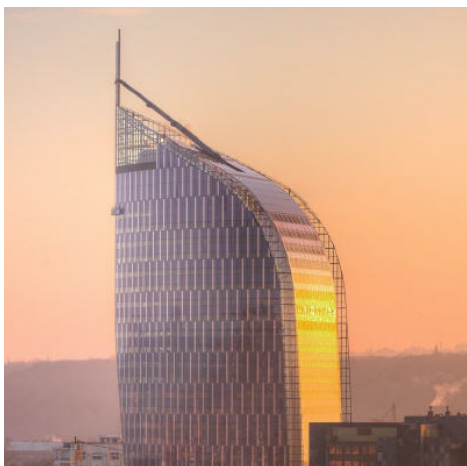
Source: Befimmo

## Markt ongunstig voor de portefeuille

Ondanks de marginaal positieve portefeuilleherwaardering, gaat het slechter met de portefeuille:

- De bezetting van de voor lease beschikbare eigendommen daalde van 95,2% naar 94,1%, vooral doordat verschillende leasecontracten ten einde liepen (Mons II, Brederode 9 & Namur 48) en doordat enkele gerenoveerde, maar voorlopig onbezette projecten in de berekening werden opgenomen.
- De gewogen gemiddelde leaseduur daalde van 9,1 naar 8,6 jaar, gedeeltelijk door de natuurlijke verkorting van de contracten, maar ook door het lagere aantal nieuwe langetermijncontracten die aan de portefeuille werden toegevoegd (Brederode 13 (26 miljoen euro) werd geleased voor 15 jaar en Koolstraat 35 (15 miljoen euro) werd geleased voor 8 jaar).
- Het rendement daalde van 6,8% tot 6,3%, hoofdzakelijk omdat enkele recent gerenoveerde (en onbezette) gebouwen werden opgenomen in de berekening, enkele hoogrenderende activa uit de berekening verdwenen, de oplevering van het Paradis-gebouw een lager rendement opbracht dan verwacht (lange lease) en de rendementen op de langetermijnleases van kantoren op toplocaties licht daalden.
- Het omslagpercentage ((lopende huur + de geraamde huurwaarde van de leegstaande oppervlaktes)/de geraamde huurwaarde van de totale oppervlaktes) verbeterde van -10,4% tot -9,7%. Het grootste deel van deze te hoge huurprijzen ten opzichte van de marktprijzen, is terug te vinden in de langetermijnleases van kantoren op toplocaties. We verwachten dan ook niet dat de reversion rate in de komende jaren fors zal verbeteren.

Paradis Tower Luik



Bron: Befimmo



Bron: Befimmo

# Aandelenfocus

## Vooruitzichten

De Brusselse kantorenmarkt blijft woelig vanwege de aanhoudend zwakke of zelfs afwezige vraag van bedrijven. Nieuwe bezettingen zijn dan ook bijna exclusief afkomstig van overheidsinstellingen en Europese instellingen (ruwweg 70% van de huurdersmix van Befimmo). Maar ook die instellingen snijden nu drastisch in hun kantoorruimte per werknemer. Dat kan geïllustreerd worden door de verhuizing van de Vlaamse regering van de Noord Building naar het Meanderproject bij Tour&Taxis, waar ze een vergelijkbare oppervlakte zal innemen terwijl er ook personeel van een ander kantoorgebouw bijkomt. Ook de bank- en verzekeringssector verkleint zijn kantoorvoetdruk, waardoor oudere leegstaande gebouwen opnieuw op de markt zullen terechtkomen. Dat ziet KBC Securities onder andere bij BNP Paribas, Belfius en KBC. Tot slot zien ze ook dat sommige ontwikkelaars begonnen zijn met speculatief bouwen, waardoor er in 2015 en 2016 diverse nieuwe gebouwen opgeleverd zullen worden (ongeveer 150 000 m<sup>2</sup> op jaarbasis).

De daling van de leegstand in de voorbije jaren was voornamelijk een gevolg van het gebrek aan nieuwe speculatieve ontwikkelingen en van de verbouwing van kantoorgebouwen tot woongebouwen en dus niet van een gezond herstel van de economie. Volgens KBC Securities-analist Koen Overlaet-Michiels zal deze reconversietrend nog een tijd aanhouden, maar niet alle kantoorgebouwen zijn daar geschikt voor. De makelaars verwachten dan ook dat de leegstand in 2015 opnieuw zou kunnen stijgen na vier jaar van dalingen.

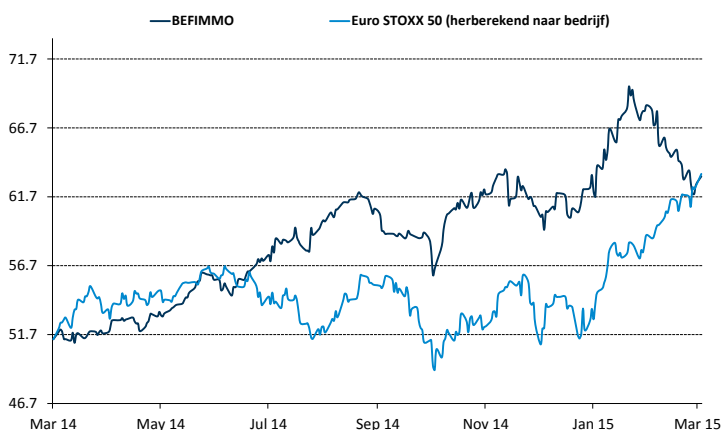


## Winstdaling

De onderneming verraste negatief door zijn al eerder gedaalde winst per aandeel nogmaals te verlagen met 3%. In 2015, verwacht Befimmo een daling in de winst per aandeel van 7,2% jaar-op-jaar, van 3,90 naar 3,62 euro. Deze lagere voorspelling is het gevolg van i) de lagere verwachtingen voor de huurinkomsten (als gevolg van de aanhoudend zwakke markt), ii) de aanhoudend hoge bedrijfslasten, en tot slot iii) een jaar-op-jaarstijging van de financiële lasten met 5,6%, van -28,1 miljoen euro naar -29,7 miljoen euro, ondanks de lagere rentevoeten op de markt. Die stijging van de financiële lasten gaat tegen de tendens in en komt omdat er minder kosten geactiveerd worden in bouwprojecten.

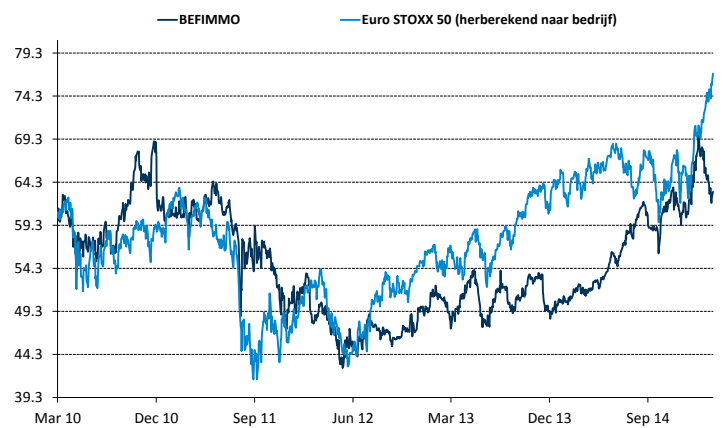
KBC Securities stelde de schattingen op basis daarvan bij, met dat verschil dat een kleine aankoop verwacht wordt in het tweede halfjaar van 2015, terwijl de voorspellingen van Befimmo een constante portefeuille veronderstellen. We hielden ook rekening met een lagere indexering dan Befimmo zelf (Befimmo: 0,3% in boekjaar 2015 en 1,4% in boekjaar 2016 t.o.v. 0% in de boekjaren 2015-2016 volgens KBC Securities).

KOERSEVOLUTIE (-1J)



Bron: DataStream

KOERSEVOLUTIE (-5J)



Bron: Datastream

# Aandelenfocus

## Conclusie

1. De ongezonde kantorenmarkt schaadt de inkomsten.

De Brusselse kantorenmarkt lijdt nog altijd onder de aanhoudend zwakke vraag van bedrijven. Nieuwe bezettingen zijn dan ook voornamelijk afkomstig uit de overheidssector. Maar ook de overheidsinstellingen snijden in hun kantooruimte, net zoals de bank- en verzekeringssector. Dat laat zich stilaan voelen in de bezettingsgraad van de portefeuille van Befimmo. Recent gerenoveerde gebouwen vinden moeilijk nieuwe huurders, terwijl nieuwe ontwikkelingsprojecten niet van start kunnen gaan door de lage vraag. Daarbovenop neemt de speculatieve ontwikkeling toe, waardoor de makelaars verwachten dat de leegstand opnieuw zal stijgen in BJ15.

2. De lage rendementen beperken de groeimogelijkheden.

De meerinkomsten uit de verhuur van gebouwen zouden dan van nieuwe aankopen moeten komen, maar door de lage rentevoeten krijgt Befimmo voor kantoren op toplocaties met kwaliteitshuurders sterke concurrentie van verzekeraars en pensioenfondsen. Dergelijke fondsen kunnen kopen aan laag rendement omdat ze immers geen schulden moeten aflossen.

3. Investerings zijn noodzakelijk om de kwaliteit hoog te houden.

De duurzaamheidsvereisten in de kantorensector veranderen snel en worden steeds strenger. Het is dan ook essentieel om de kwaliteit van de portefeuille hoog te houden. Daar hangt echter een hoog prijskaartje aan vast. In de komende jaren zal Befimmo gemiddeld 30 miljoen euro per jaar investeren. Normaal wegen die investeringen niet erg zwaar door, aangezien ze kwaliteitshuurders aantrekken tegen hogere huurprijzen. Maar door de lagere vraag van de bedrijven is dat tegenwoordig moeilijker geworden.

4. Een goed gelegen portefeuille met een sterke huurdersbasis.

De activa in de portefeuille van Befimmo zijn goed gelegen en kunnen profiteren van een kwaliteitsvolle huurdersbasis met langetermijnleases. De huurders uit de overheidssector vertegenwoordigen ongeveer 70% van de huuropbrengsten, met een gemiddelde leaseduur van 10,4 jaar. De onderneming heeft ook projecten beschikbaar op goede locaties (Noordwijk), maar de concurrentie is moordend en de vraag is zwak.

5. De balans is klaar voor de aanval.

Als de markt zich herstelt, zal Befimmo klaarstaan. Met een loan-to-value ratio van 45,2% en een gemiddelde schuldenlooptijd van 3,8 jaar is de onderneming volgens ons klaar om te investeren. Het jaarlijkse optionele dividend heeft intussen ook bewezen dat het een terugkerende bron van kapitaalbehoud is.

6. Dividend gedekt

Ondanks de weinig opwekkende vooruitzichten denken we dat Befimmo in staat zal blijven een stabiel dividend uit te keren. In de huidige markt komt dat overeen met een dividendrendement boven de 5%, dat best aantrekkelijk is aangezien het ondersteund is door een kwaliteitsvolle portefeuille.

## Advies en koersdoel

KBC Securities heeft een "houden"-advies op Befimmo omdat analist Koen Overlaet-Michiels van mening is dat het dividend van 3,45 euro per aandeel behouden kan worden, wat een brutorendement van meer dan 5% zou moeten ondersteunen. Hij raadt beleggers echter aan te wachten op betere marktfundamentals vooraleer ze instappen.

De overname van het project Gateway op Brussels Airport dat de groep onlangs aankondigde kan de analist evenmin overtuigen:

- Het rendement is erg scherp voor een locatie die zover verwijderd is van het actieve centrum van Brussel.
- Het rendement van 4,65% is daarenboven een brutorendement.
- Befimmo zal de werken voorfinancieren en dat zal toch wel op de ROCE wegen.
- Na 18 jaar zal Befimmo tegen aanzienlijke investeringen aankijken, terwijl de marges lager waren. Koen Overlaet Michiels is er immers niet van overtuigd dat Befimmo het project tegen minder dan 2% zal kunnen financieren.

**Hij verlaagde op het nieuws het koersdoel van 67 naar 63 euro.**

# Aandelenfocus

## OVERVIEW REAL ESTATE

Company	P/NAV*	Div. yield	Type	Segment	Geographic spread	Current Price	Target Price	Up(down)side	Rating
Cofinimmo	14.9%	5.0%	REIT	Offices/Residential/Other	BE/FR/NL/D	€ 110.5	€ 116	5.0%	Accumulate
Befimmo	18.8%	5.3%	REIT	Offices	BE/LUX	€ 64.6	€ 63	(2.5%)	Hold
Warehouses De Pauw	87.8%	4.9%	REIT	Logistics	BE/NL/FR/RO	€ 73.6	€ 80	8.7%	Buy
Aedifica	42.7%	3.3%	REIT	Residential	BE/D	€ 60.5	€ 60	0.9%	Hold
Retail Estates	38.9%	4.3%	REIT	Retail	BE	€ 72.5	€ 81	11.7%	Buy
Leasinvest RE	27.4%	4.8%	REIT	Retail/Offices/Logistics	BE/LUX/CH	€ 96.2	€ 92	(4.4%)	Hold
Intervest Offices & Wareh.	36.4%	5.7%	REIT	Offices/Logistics	BE	€ 27.0	€ 26	(3.4%)	Hold
Montea	55.5%	5.6%	REIT	Logistics	BE/FR/NL	€ 36.7	€ 37.5	2.2%	Hold
Care Property Invest	82.8%	4.5%	REIT	Residential	BE	€ 15.9	€ 17.0	6.9%	Hold
Qrf	15.4%	5.2%	REIT	Retail	BE	€ 27.7	€ 27.5	(0.7%)	Hold
Atenor	107.1%	4.6%	Developer	Offices/Residential/Retail	BE/LUX	€ 43.5	€ 44	1.1%	Hold
Immobel	-4.7%	6.5%	Developer	Offices/Residential/Landbank	BE/LUX/PL	€ 46.5	€ 52	11.8%	Accumulate
Banimmo	-11.3%	1.9%	Developer	Offices/Retail/Other	BE/FR	€ 8.6	€ 9.0	5.1%	Accumulate

Source: KBC Securities

\*NAV (EPRA) FY14

## Disclaimer

Dit is een publicatie van KBC Securities, een beursvennootschap gereguleerd door de NBB (Nationale Bank van België) en de FSMA (Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten). Er kan niet worden gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen noch dat ze in de realiteit tot uiting zullen komen. De prognoses zijn indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig. Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. De accuraatheid, de volledigheid en de tijdigheid van de informatie kan niet worden gegarandeerd. In de mate de aanbevelingen inzake aandelen gebaseerd zijn op analyserapporten van KBC Securities, dienen de aanbevelingen steeds gelezen te worden in samenhang met voormelde analyserapporten. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar [www.kbcsecurities.com/disclosures](http://www.kbcsecurities.com/disclosures) voor specifieke informatie inzake belangenconflicten. KBC Securities garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. KBC Securities verstrekt langs deze weg geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U aanvaardt dan ook de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.