VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

BEDRIJFSPROFIEL AANDELEN

COFINIMMO

8 februari 2014

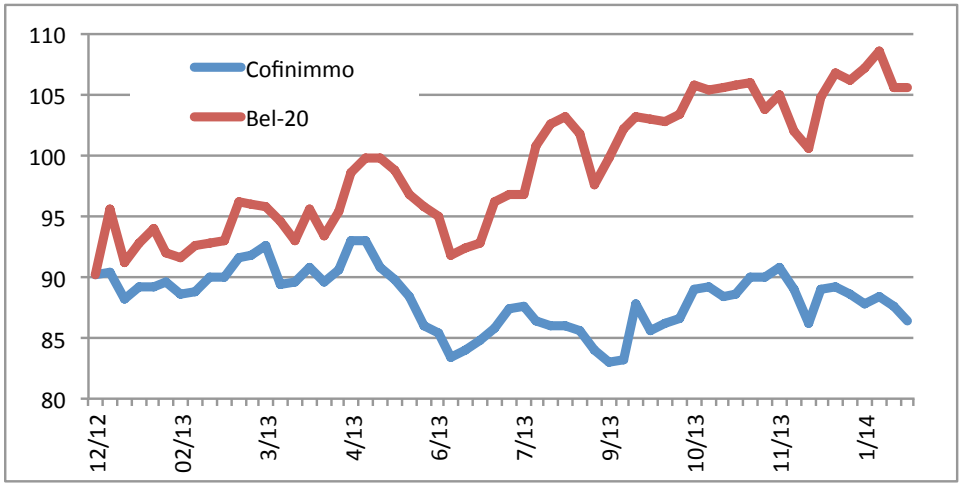
Koers	**84,90**
Aantal aandelen (m)	17,59
Marktkapitalisatie (m)	1.494

Intrins. waarde (dec/13)	91,79
Schuldgraad (dec/13)	48,9%

(in miljoen EUR)	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14E
Netto huurresultaat	214,29	214,32	208,57	222,37	216,91	n.b.
Groei in %	8,0%	0,0%	-2,7%	6,6%	-2,5%	n.b.
Bedrijfsresultaat	185,19	185,00	177,79	188,84	185,62	n.b.
Financieel resultaat	-85,05	-72,09	-67,11	-83,88	-74,90	n.b.
Resultaat portefeuille	-60,41	-21,24	19,11	1,50	n.b.	n.b.
Nettowinst, deel groep	32,45	83,80	118,54	98,07	58,74	n.b.
Uitkeerbaar (courant) resultaat	104,69	119,19	113,20	121,83	119,29	n.b.
Bezettingsgraad	96,9%	95,8%	95,3%	95,7%	95,4%	n.b.

	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14E
Winst per aandeel	2,32	5,64	7,80	6,12	3,34	n.b.
Courant resultaat per aandeel	7,47	8,02	7,45	7,61	6,78	6,74
Netto dividend	5,53	5,53	5,135	4,875	4,50	4,13
Intrinsieke waarde (reëel)	100,00	98,21	96,15	92,21	91,79	n.b.
Premie/discount	-1,4%	-0,8%	-5,6%	-2,8%	-7,5%	n.b.
Dividendrendement *	5,6%	5,7%	5,7%	5,4%	5,3%	4,9%

*: op basis van koersen eind december, voor 2013 en 2014E de huidige koers



Bedrijfsomschrijving

Cofinimmo was de eerste Belgische vastgoedbevak en is uitgegroeid tot de grootste sindsdien. Cofinimmo maakt deel uit van de Bel-20. De portefeuilleverdeling eind 2013 was als volgt: kantoren 45,6%, rusthuizen 36,7%, distributienetwerken en andere 17,7%. Op geografisch vlak bevindt 79,2% van de portefeuille zich in België, 15,8% in Frankrijk en 5% in Nederland. De portefeuille had eind 2013 een waarde van 3,479 miljard euro, tegenover 3,436 miljoen euro eind 2012.

Initieel bestond de portefeuille voor 100% uit kantoren, maar de voorbije jaren vond een belangrijke transformatie en diversificatie naar rusthuizen en cafés plaats (zie blad 2).

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 11,6 jaar eind 2013, terwijl dat eind 2006 iets minder dan 10 jaar was en slechts 8 jaar 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.

De bezettingsgraad eind 2013 komt uit op 95,4%. Voor de kantoren afzonderlijk is dat 91,2%, in de andere segmenten bedraagt de bezetting bijna 100%.

Voor de periode 2014-16 heeft de bevak een investeringspijplijn van 184 miljoen euro.

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221, 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

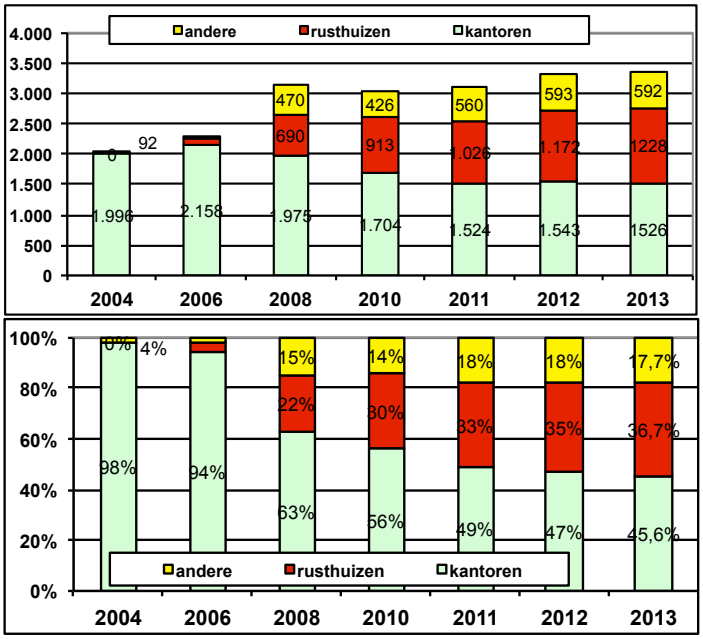
De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt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

VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Evolutie portefeuille

In 2004 bestond de portefeuille voor 100% uit kantoren, eind 2013 was dat teruggevallen tot 45,6%. Enerzijds was er een afbouw van de kantorenportefeuille, anderzijds werd er sterk geïnvesteerd in andere vastgoedsegmenten, meer bepaald in rusthuizen (nu wordt er meer gesproken over gezondheids-zorg).

In 2013 steeg de waarde van de portefeuille van 3,436 naar 3,479 miljoen euro: er werd voor 62 miljoen euro geïnvesteerd, voor 22 miljoen euro werd er verkocht. Het gros van die investeringen was bestemd voor de gezondheidszorg, deels in Nederland (8 miljoen euro over 3 projecten.



Het investeringsprogramma voor 2014-16 bedraagt 184 miljoen euro en omvat voor 106 miljoen euro renovaties in kantoren en voor 69 miljoen euro de bouw/verwerving van nieuwe gebouwen voor gezondheidszorg (volledig verhuurd al).

15% van de kantorenportefeuille maakt deel uit van herontwikkelings- of renovatieprojecten. Het betreft 23.700 m^2 omvorming tot residentiële woningen (afronding begin 2015, van het eerste project is 74% al verkocht, van het tweede 50%), 34.700 m^2 renovaties (oplevering voorzien medio 2014) en 56.800 m^2 gemengd gebruik (vnl. hoofdzetel Royale Belge, start vanaf 2017).

Wat de huurders betreft, is de nieuwe fusiegroep van Franse rusthuizen Korian/Medica de belangrijkste huurder geworden van Cofinimmo met 16,3% van de huurinkomsten, gevolgd door AB Inbev met 13,5% en de Belgische Staat met 12,6%.

Resultaten 2013

Op vergelijkbare basis stegen de huurinkomsten 1,7% door huurindexeringen en nieuwe verhuringen. 2013 was een druk jaar op dat vlak met nieuwe huurcontracten voor 66.150 m^2 (3,7% van het totaal): een derde had betrekking op de verlenging van bestaande contracten, een derde op nieuwe contracten en een derde op huurheronderhandelingen. Onderliggend namen de huurinkomsten 2,7% toe, door een combinatie van 1,7% groei op vergelijkbare basis en van diverse acquisities. Het netto huurinkomen tot slot daalde 2,5%. Het bedrijfsresultaat daarentegen ging slechts 1,7% achteruit.

Het financiële resultaat verbeterde afgerond 9 miljoen euro. Belangrijk hierbij was de herwaardering van indekkingsinstrumenten die wederom negatief waren, maar 11 miljoen euro minder dan in 2012 (dus een verbetering van 11 miljoen euro). De zuivere financiële resultaten gingen daarentegen 2 miljoen euro lager: er was een lichte daling van de totale schuld (momentopname), maar de gemiddelde rente steeg van 3,77% naar 3,92%.

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221, 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

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 verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.

Het resultaat op de vastgoedportefeuille was ditmaal negatief ten bedrage van 48 miljoen euro. Het gros (26 miljoen euro) betreft waardeverminderingen op kantoren die binnen de 5 jaar grondig gerenoveerd moeten worden, 21 miljoen euro heeft betrekking op afschrijving van goodwill op Pubstone (cafés van AB Inbev). Dit betreft geen afwaardering op de gebouwen zelf.

(cijfers in miljoen euro)	FY12	FY13	Δ 12/13
Netto huurinkomen	222,373	216,909	-2,5%
Bedrijfsresultaat	188,839	185,619	-1,7%
Financieel resultaat	-83,877	-74,935	
Operationeel resultaat	104,962	110,684	5,5%
Resultaat op de portefeuille	1,503	-48,066	
Resultaat van de periode, deel groep	98,072	58,737	
Intrinsieke waarde per aandeel	92,21	91,79	-0,5%
Uitkeerbare winst p/a	121,8	119,2	-2,1%
Uitkeerbare winst p/a	7,61	6,78	-10,9%

Het belangrijkste is evenwel het uitkeerbare resultaat. Dat daalde 2,1%, vnl. door het wegvallen van de eenmalige schadevergoeding betaald door Belfius (impact 0,7 euro per aandeel). Per aandeel komt de daling uit op -10,9% door een toename van het aantal uitstaande aandelen.

Cofinimmo gaf ook enkele interessante commentaren mee m.b.t. de kantorenmarkt. Zo blijven de huurprijzen relatief stabiel evolueren. De leegstand in de Brusselse kantorenmarkt bedraagt 11,08%, een lichte daling. Positief voor de verdere evolutie van de markt is dat het aantal nieuwe kantoorprojecten beperkt blijft. De stock verouderde kantoorgebouwen daalt daarenboven door de conversie naar residentiële units. In 2013 kreeg 80.000 m^2 kantoren een residentiële bestemming, in 2012 was dat 140.000 m^2.

Voor 2014 verwacht Cofinimmo een uitkeerbaar resultaat per aandeel van 6,61 euro, -2,5% tegenover 2013. Beperkte huurindexeringen en een lager gebruik van de schuldhefboom liggen aan de basis van de daling. Niet vermeld, maar zeker aanwezig, is de negatieve impact van het toestaan van lagere huurprijzen en/of huurkortingen. In 2013 had dit op de totale huurinkomsten een negatieve impact van -0,72%.

Conclusie

Door het wegvallen van de Dexia-vergoeding en de verwatering door de verkoop van eigen aandelen is het directe resultaat per aandeel gedaald in 2013 en dat verplichtte de bevak het brutodividend van 6,50 naar 6 euro te verlagen. Dat was allemaal verwacht, minder verwacht was de verdere daling van het dividend over 2014 naar 5,50 euro bruto, de pay-out ratio zal hierdoor dalen van 88% naar 83%. We moeten toegeven dat we de achtergrond hier niet goed van begrijpen, want in 2013 daalde ook al de schuldratio met een 1%. Misschien bereidt Cofinimmo een of andere grotere transactie voor en wil ze daarvoor al wat financiële ademruimte creëren. Door de opeenvolgende dividendverlagingen verliest Cofinimmo wat aan aantrekkingskracht op het vlak van dividendrendement. Na Intervest Offices bood het immers het hoogste dividendrendement onder de Belgische vastgoedbevaks, nu scoort het slechts iets beter dan het gemiddelde. In termen van koers/winst (of koers/uitkeerbaar resultaat) is het wel de goedkoopste, t.o.v. de intrinsieke waarde noteert het nu met een discount van 7,5% (bij Befimmo is dat 9%). Op basis van deze 2 ratio's lijkt Cofinimmo ons vandaag relatief aantrekkelijk. Het feit dat het ergste in de Brusselse kantorenmarkt achter de rug lijkt, is tevens een ondersteunend element.

Gert De Mesure

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221, 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

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 verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.