

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 intrinsèque² 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'endettement³ des sicafi augmente. Comme il ne peut dépasser 65 %, les sicafi sont de plus en plus contraintes à renforcer leurs fonds propres⁴. 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).

nouvelle baisse des fonds propres⁵, 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 intrinsèque⁶ 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 out⁷ de plus de 100 %.

La décote⁸ est d'environ 18 % et le rendement net de 17,5 % mais la visibilité est devenue très réduite. 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'endettement⁹ 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 décote¹⁰ est de +13 % et le rendement net de ±7 %.

Les perspectives restent assez bonnes. Ne vendez plus. Conservez.

SICAF 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	8,03	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
Worldhave 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 %).