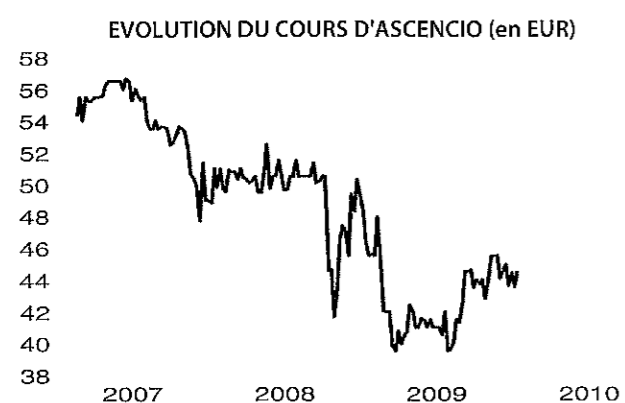


Bâtiments commerciaux et semi-industriels

Ascencio

Enfin, Ascencio a bien payé un dividende, mais alors que nous espérions un dividende inchangé, celui-ci s'est élevé à 2,31 EUR seulement, en baisse de 7,5 % par rapport à fin 2008. Pour effectuer ce paiement, les gestionnaires ont eu recours à un artifice comptable (le transfert des plus-values des réserves indisponibles vers les réserves disponibles), qui ne pourra se répéter si la valeur des actifs continue de baisser et si les dépréciations sur éléments de couverture se poursuivent. C'est pourquoi Ascencio envisage une augmentation de capital pour renforcer ses fonds propres. Pour l'exercice clôturé au 30 septembre 2009, le bénéfice par action s'élève à 3,34 EUR, un montant inférieur à nos prévisions (3,40 EUR à 3,50 EUR), en raison d'un quatrième trimestre particulièrement faible. Le taux d'occupation au 30/09/09 a une nouvelle fois baissé, à 91,3 %, contre 92,4 % au 30/06/09 et 95 % au 30/09/08. Le vide locatif est surtout le fait des surfaces attenantes aux immeubles commerciaux, mais aussi la résultante de quelques faillites. Vu l'augmentation de capital, il est difficile de faire des prévisions pour les prochains exercices, mais nous espérons pour 2010 un dividende d'un niveau au moins comparable à celui de fin 2009. *Le taux d'endettement s'élève à 45,3 %. Suite à la hausse du cours (qui a anticipé une stabilisation du dividende), la décote a baissé de plus de 10 %, et n'atteint même plus 5 %. Le rendement est relativement faible (±5 %) et le portefeuille est de moindre qualité que celui d'autres sicafi commerciales. Vu les incertitudes du fait de l'augmentation de capital projetée, nous conseillerions à nouveau de vendre Ascencio.*



La hausse du cours, combinée à la moindre qualité du portefeuille et à l'incertitude autour de l'augmentation de capital planifiée, nous incite à vendre Ascencio.

Immo Moury

Depuis son introduction en Bourse en 2007, la sicafi n'a toujours pas procédé au moindre investissement direct dans l'immobilier. Au cours du premier semestre de l'exercice 2009/10, les gestionnaires se sont contentés de renforcer leurs positions dans deux autres sicafi (Befimmo et WDP).

Désormais, quelque 20 % du portefeuille d'Immo Moury sont investis en sicafi, ce qui apparaît comme une politique plutôt judicieuse. La valeur des sicafi en portefeuille – essentiellement Cofinimmo et Befimmo – a en effet augmenté de près de 15 % par rapport à leur prix d'achat. Sur le semestre, la valeur du reste du portefeuille est restée quasiment stable. Pour l'exercice 2009/10, qui se clôturera le 31 mars prochain, les gestionnaires tablent sur un bénéfice par action et un dividende plus ou moins stables. Nous sommes plus optimistes, avec une prévision de bénéfice par action de 3,60 EUR (contre 3,27 EUR en 2008/2009) et de dividende net de 2,85 EUR (contre 2,80 EUR). *Le portefeuille présente une taille extrêmement réduite (à peine 20 millions EUR) et un caractère disparate. Vendez.*

Intervest Retail

Le redressement spectaculaire des comptes s'est encore intensifié au troisième trimestre. Pour 2009, la sicafi table désormais sur un bénéfice par action de 2,40 à 2,45 EUR, contre 2,30 à 2,40 EUR précédemment. Néanmoins, cette performance est surtout due à la baisse des taux de financement. Nous revoyons notre propre estimation à 2,44 EUR, contre 2,38 EUR, et tablons sur un dividende de 2,07 EUR net. Le 8 décembre dernier, Intervest a annoncé avoir cédé le site du projet Shopping Olen, lequel, après de nombreuses difficultés d'obtention des permis, n'avait pas pu être commercialisé de façon favorable. Le prix de cession est selon elle « une fraction » supérieure à la dernière valeur estimée. Si le projet peut encore être lancé dans les 30 mois, Intervest Retail aura droit à un complément. Selon toute vraisemblance, on doit s'attendre en 2010 et 2011 à une stabilisation du bénéfice par action et du dividende. *Le cours a encore augmenté et la décote est tombée sous la barre des 5 %. Le rendement net est de 5,5 %. Avec un taux d'occupation toujours supérieur à 99 %, la sicafi ne semble pas vraiment touchée par la crise. Conservez.*

Montea

Grâce à une réduction de capital opérée le 31 décembre pour apurer les pertes comptables dues aux dépréciations d'instruments de couverture et de valeurs immobilières, Montea pourra finalement payer un dividende inchangé de 1,78 EUR net début juin 2010. Ceci étant, comme prévu, les résultats ont poursuivi leur baisse au troisième trimestre, suite surtout à la forte baisse du taux d'occupation (91,1 % au 30/09 contre 94,4 % au 30/06/09 et 96,2 % au 31/12/08). Une lueur d'espoir cependant : l'immeuble de Savigny-le-Temple, dans la région parisienne, vacant depuis fin juin, est reloué à hauteur de 60 %. Le taux d'endettement est de 55,6 %, mais dans l'immédiat, cela ne semble pas poser problème au vu des conventions signées avec les banques. Il est cependant probable que Montea procédera à une augmentation de capital en 2010, ce qui pourrait avoir un effet dilutif non négligeable sur le bénéfice.

Le cours a réagi avec enthousiasme au maintien du dividende et cote désormais plus de 10 % au-delà de la valeur intrinsèque. Le rendement net s'élève maintenant à un bon 6,5 %. Vu la hausse du cours, le risque de dilution du bénéfice et de la valeur est moins préoccupant. Nous conservons, dans l'espoir d'une remontée du marché semi-industriel.

Retail Estates

Avec un bénéfice par action de 1,78 EUR, les résultats semestriels (au 30/09) étaient fort bons. Pourtant, la sicafi a sensiblement revu à la baisse ses prévisions pour l'exercice, de 3,13 EUR à 2,91 EUR. La raison principale est l'acquisition fin novembre d'un important portefeuille immobilier, composé de 14 immeubles situés dans toute la Belgique. Celle-ci a fait grimper de 7,5 % environ le nombre d'actions en circulation. Ces nouvelles actions donnent droit à l'entièreté du dividende qui sera payé début juillet 2010, d'où un effet dilutif assez important. D'importantes ventes d'actifs, dont principalement celle du certificat Wickes à Bricorama, vont également causer un certain manque à gagner. Quoi qu'il en soit, la prévision d'un dividende 2010 de 2,23 EUR net est maintenue. Le taux d'endettement est en légère diminution (56,8 % au 30/09, contre 58,1 % au 31/03). L'objectif est de le faire redescendre aux alentours de 55 %, ce qui demeure assez élevé, mais supportable pour cette sicafi.

Malgré un taux d'endettement élevé, les perspectives à long terme restent favorables. Le cours a poursuivi sa hausse et se situe maintenant autour de la valeur intrinsèque. Nous n'achetons plus. Conservez.

Warehouses De Pauw (WDP)

Les résultats trimestriels ne révèlent pas de surprises. WDP a légèrement revu à la baisse sa prévision de résultat pour 2009, à 3,14 EUR par action, ce qui rejoint quasiment notre prévision de 3,15 EUR. Entre fin mars et fin septembre, le taux d'occupation est passé de 97,2 % à 94,3 %, et pourrait même avoir plongé jusqu'à 91 % fin 2009 ! WDP ne fournit pas d'indication pour 2010, mais pour notre part, nous anticipons une légère baisse du bénéfice par action, à 3,10 EUR. Pour 2011, nous tablons sur une remontée à 3,20 EUR. Le total du dividende 2009, qui sera payé fin avril ou début mai prochain, est maintenu à 2,50 EUR net au travers des coupons n°18 (déjà détaché fin juin) et n°19. Pour l'exercice 2010, nous prévoyons un dividende inchangé. Le taux d'endettement, qui était descendu à 55,4 % après l'augmentation de capital de fin juin, est

remonté à 56,9 %. Il devrait encore légèrement progresser suite aux investissements en cours. A noter toutefois que WDP a dû mettre un frein à sa politique d'investissements, notamment en Roumanie. En octobre, elle a même cédé un terrain à Sint-Niklaas à Lidl.

Le cours dépasse toujours de plus de 25 % la valeur intrinsèque. A près de 7,5 % net, le rendement reste certes élevé, mais cela ne semble pas justifier une telle surcote au vu des perspectives. Vendez.

Warehouses Estates Belgium (WEB)

Avec un bénéfice par action de 3,44 EUR, les résultats annuels publiés par WEB au 30/09 ont été encore supérieurs à nos attentes (3,37 EUR). Finalement, le dividende payé le 14 décembre a augmenté de 13,7 % par rapport à celui de l'année précédente (2,56 EUR contre 2,25 EUR), alors qu'une petite hausse seulement était attendue. Entre-temps, WEB a pérennisé son dividende en affectant par une assemblée générale extraordinaire un montant aux réserves disponibles. Pour 2010, nous tablons sur un dividende en légère hausse, à 2,59 EUR. Fin septembre, le taux d'endettement était de 26,5 %, ce qui est très raisonnable. Cela laisse place à une croissance future, même si WEB est limité par la loi à un taux d'endettement maximal de 33 % (diversification insuffisante du portefeuille). Le taux d'occupation continue d'augmenter (96,4 % au 30/09, contre 96,2 % au 30/06 et 94,4 % au 31/03). Selon l'expert, les loyers sont supérieurs de quelque 10 % aux prix du marché ! WEB ne semble donc toujours pas touché par la crise et les perspectives restent favorables. *La décote a disparu et le rendement net frôle les 7 %. Nous restons acheteurs malgré la hausse du cours.*

COURS DE WAREHOUSES ESTATES BELGIUM (en EUR)



Ces derniers mois, le cours a grimpé jusqu'à faire disparaître complètement la décote. Les perspectives demeurent néanmoins excellentes et nous achetons toujours Warehouses Estates Belgium.

SICAFI D'IMMEUBLES COMMERCIAUX ET SEMI-INDUSTRIELS

Sicafi	Segment d'investissement	Cours le 08/01/2010	Valeur intrinsèque	(1)	(2)	(3)	Conseil
Ascencio	Commercial	44,99 EUR	46,58 EUR	-3,41%	2,31 EUR	5,13%	Vendre
Immo Moury	Mixte	53,08 EUR	53,29 EUR	-0,39%	2,85 EUR	5,36%	Vendre
Intervest Retail	Commercial	37,50 EUR	38,56 EUR	-2,75%	2,06 EUR	5,49%	Conserver
Montea	Semi-industriel	26,60 EUR	23,76 EUR	11,95%	1,78 EUR	6,68%	Conserver
Retail Estates	Commercial	40,55 EUR	40,19 EUR	0,90%	2,23 EUR	5,49%	Conserver
Warehouses De Pauw	Semi-industriel	34,00 EUR	26,77 EUR	27,01%	2,50 EUR	7,35%	Vendre
Warehouses Estates Belgium	Semi-ind. + comm.	37,50 EUR	36,68 EUR	2,24%	2,59 EUR	6,91%	Acheter

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