Gert De Mesure
Analist VFB

Cofinimmo kan winst eindelijk weer verhogen

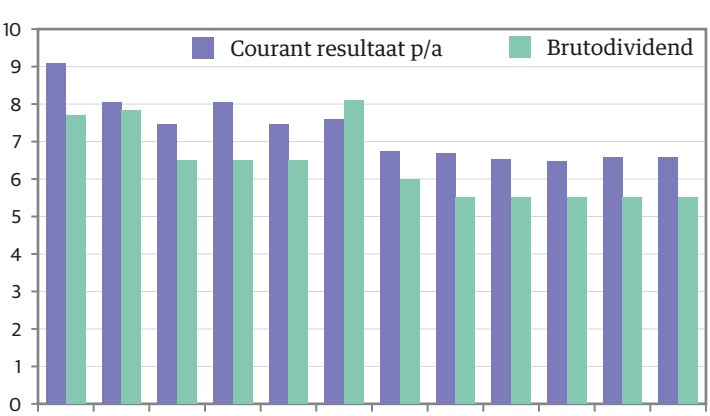
WIE HET VOORBIJE JAAR een van onze presentaties bijgewoond heeft in een van de VFB-trefpunten, weet dat we bij Cofinimmo steevast de minder gunstige evolutie van het courant resultaat per aandeel aanhaalden. Het is met plezier dat we nu kunnen zeggen dat het courant resultaat per aandeel in 2017 herstelde en ook voor 2018 gaat het management uit van een (heel) beperkte stijging. Dat is een duidelijke trendbreuk met het verleden (zie grafiek).

(cijfers in miljoen euro)	FY16	FY17	Δ 16/17
Huurinkomsten	202,930	203,862	0,5 %
Bedrijfsresultaat	172,079	172,047	0,0 %
Financieel resultaat	-27,950	-24,958	n.r.
Courant of EPRA resultaat	134,260	139,090	3,6 %
Courant of EPRA resultaat p/a	6,40	6,53	2,0 %
Herwaardering vastgoedportefeuille	1,983	-2,791	n.r.
Herwaardering financiële indekkingen	-38,286	1,063	n.r.
Resultaat van de periode, deel groep	97,393	137,362	41,0 %

Een blik op de resultatenrekening toont dat de huurinkomsten in 2017 slechts met 0,5% stegen, het bedrijfsresultaat kwam nagenoeg ongewijzigd uit. Gelukkig was er een belangrijke verbetering van het financiële resultaat, waarbij Cofinimmo kon profiteren van een lagere financiële kost (van 2,4% naar 1,9%). Dat resulteerde in een verbetering van het courant resultaat met 3,6%. Per aandeel was dat +2% tot 6,53 euro.

De lage groei van de huurinkomsten zal u misschien verbazen, want er waren regelmatig aankondigingen van overnames. Uw verbazing is terecht, een detailoverzicht van de evolutie van de globale brutto-huurinkomsten (+0,7%) en de globale netto huurinkomsten (+0,5%) van de verschillende vastgoedsegmenten, geeft de verklaring. We starten bij de de evolutie van de vergelijkbare brutohuurinkomsten (eerste kolom), dit is zonder rekening te houden met aan/verkoop van gebouwen.

Bij het zorgvastgoed merken we 1,5% groei op vergelijkbare basis, dit kan voornamelijk toegewezen worden aan de jaarlijkse indexeringen. Bij de kantoren daarentegen merken we een daling van 1,9%, m.a.w. de impact van indexeringen wordt tenietgedaan door ofwel het verval van huurcontracten, ofwel het toestaan van een lagere huurprijs.



Kijken we naar de effectieve evolutie van de huurinkomsten, dan zien we een 8,1% stijging bij het zorgvastgoed. De huurinkomsten werden positief beinvloed door de 88,4 miljoen euro investeringen, waarvan 31,2 miljoen euro in Duitsland en 36,5 miljoen euro in Nederland (minus verkoop van 10,5 miljoen euro in Nederland).

Bij de kantoren is er een daling van 6,9%. Zo waren er in 2017 een paar gebouwen die door de huurders verlaten werden. Die gebouwen zullen een renovatie ondergaan. Het belangrijkste gebouw in dit kader is de AXA-site aan de Vorstlaan in Brussel

(1,6% van de portefeuille) die sinds april 2017 leeg staat. De site zal een residentiële bestemming krijgen.

Het omgekeerde kan zich voordoen in 2018, in die zin dat de renovatie van het gebouw Belliard 40 in Brussel eerstdaags afgerond wordt en de eerste huurinkomsten ontvangen zullen worden. De Belliard 40 is goed voor 2,5% van de portefeuille.

Het kan niet ontkend worden dat de kantoren, eind 2017 nog goed voor 38,4% van de portefeuille, Cofinimmo regelmatig met uitdagingen confronteren. Desondanks kan Cofinimmo de negatieve impact ervan counteren door groei in zorgvastgoed en door een verdere daling van de financiële lasten. Na de stijging van het courant resultaat in 2017, voorziet het management ook voor 2018 een stijging, zij het een beperkte tot 6,54 euro per aandeel (versus 6,53 euro per aandeel in 2017). Het dividend zou onveranderd blijven over 2018.

	Omzetgroei	Vergelijkbaar
Zorgvastgoed	+8,1 %	+1,5 %
Kantoren	-6,9 %	-1,9 %
Distributienetwerken	-0,7 %	+0,1 %
GROEPSTOTAAL	+0,7 %	-0,1 %

"Cofinimmo kreeg een hogere waardering. Dankzij een daling van de kantorendiscount en een betere waardering voor de investeringen in zorgvastgoed."

Al bij al heeft de aandeelhouder van Cofinimmo de voorbije 18 maanden niet te klagen gehad in vergelijking met aandeelhouders van andere GVV's. Enerzijds kon Cofinimmo profiteren van zijn Bel-20 lidmaatschap. Anderzijds kreeg Cofinimmo ook een hogere waardering mee. We zouden dit kunnen interpreteren als een daling van de kantorendiscount of als een hogere waardering voor de investeringen in zorgvastgoed. Op basis van het courant resultaat per aandeel over 2014 en de koers eind 2014, kwam de ratio koers/courant resultaat nog uit op 14,1, op de cijfers van 2015 was dat 15,2 en op het resultaat van 2017 en de huidige koers is dat 15,9.

Met deze 15,9 kan Cofinimmo nog altijd niet duur genoemd worden. De waardering vormt vandaag dus geen probleem, de onzekerheid over de evolutie van de langetermijnrente is dat wel. Elke belegger moet hiervoor op zijn hoede zijn. Afsluitend geven we nog mee dat het netto dividendrendement uitkomt op 3,7%.

Gert De Mesure
Redactie 12 februari 2018
Koers Cofinimmo 104,20 euro
www.cofinimmo.be