



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGER VZW

COFINIMMO

18 mei 2015

Koers	97,80
Aantal aandelen (m)	18,03
Marktkapitalisatie (m)	1.763

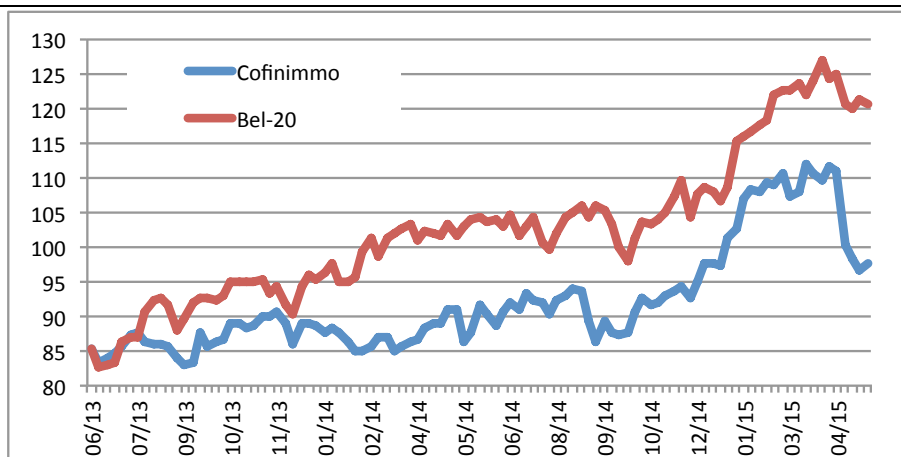
Intrins. waarde (dec/14)	85,80
Schuldgraad (dec/14)	48,1%

(in miljoen EUR)	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15E
Netto huurresultaat	214,32	208,57	222,37	216,909	208,074	205,50
Groei in %	0,0%	-2,7%	6,6%	-2,5%	-4,1%	-1,2%
Bedrijfsresultaat	184,996	177,791	188,839	185,619	177,742	n.b.
Financieel resultaat	-72,094	-67,107	-83,877	-74,900	-187,58	n.b.
Resultaat portefeuille	-21,240	19,108	1,503	-46,187	-37,016	n.b.
Nettowinst, deel groep	83,796	118,539	98,072	58,737	-52,671	n.b.
Uitkeerbaar (courant) resultaat	119,192	113,200	121,826	119,286	120,409	n.b.
Bezettingsgraad	95,8%	95,3%	95,7%	95,4%	95,2%	n.b.

	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15E
Winst per aandeel	5,64	7,80	6,12	3,34	-2,93	n.b.
Courant resultaat per aandeel	8,02	7,45	7,61	6,78	6,70	5,94
Netto dividend	5,53	5,135	4,875	4,50	4,13	4,13
Intrinsieke waarde (reëel)	98,21	96,15	92,21	91,79	85,80	n.b.
Premie/discount	-0,8%	-5,6%	-2,8%	-2,2%	14,0%	n.b.
Dividendrendement *	5,7%	5,7%	5,4%	5,0%	4,2%	4,2%

*: op basis van koersen eind december, voor 2014 en 2015E de huidige koers

BEDRIJFSPROFIEL AANDELEN



Bedrijfsomschrijving

Cofinimmo was de eerste Belgische vastgoedbevak (nu GVV) en is uitgegroeid tot de grootste sindsdien. Cofinimmo maakt deel uit van de Bel-20. De portefeuille had eind maart 2015 een waarde van 3,203 miljard euro. De portefeuillevreiding eind maart 2015 was als volgt: kantoren 40,7%, zorgvastgoed 40,7%, distributienetwerken (Pubstone in B en NL: 13,2%; Cofinimur 3,4% in F) 16,6% en andere 2%. Initieel bestond de portefeuille voor 100% uit kantoren, maar de voorbije jaren vond een belangrijke transformatie en diversificatie naar rusthuizen en andere activa plaats (zie verder). 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 10,9 jaar eind maart 2015, terwijl dat slechts 8 jaar was 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.

Op geografisch vlak bevindt 75% van de portefeuille zich in België, 15,3% in Frankrijk, 7,3% in Nederland en 0,4% in Duitsland (en nog 2% niet bepaald). De bezettingsgraad eind maart 2015 komt uit op 95,2%. Voor de kantoren afzonderlijk is dat 90,5%, in de andere segmenten bedraagt de bezetting bijna 100%.

Voor de periode 2015-17 heeft de groep een investeringspijplijn van 250 miljoen euro.

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

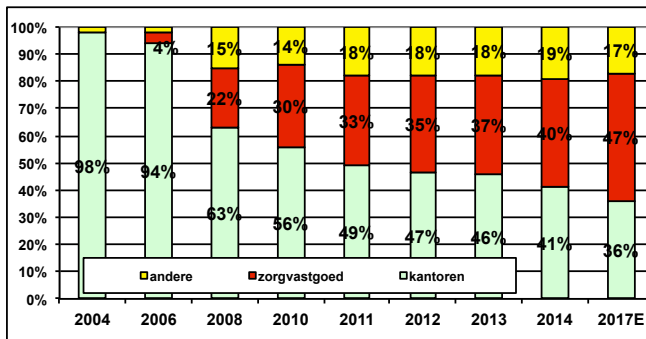
De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopye, 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 2014 was dat teruggevallen tot 41%. Enerzijds was er een afbouw van de kantorenportefeuille, anderzijds werd er sterk geïnvesteerd in andere vastgoedsegmenten, meer bepaald in rusthuizen (nu wordt er gesproken over zorgvastgoed) en in vastgoed voor distributienetten.



Door de kapitaalverhoging van mei 2015 en de daaruitvolgende daling van de schuldgraad, heeft Cofinimmo meer financiële flexibiliteit verworven om te groeien. Ten eerste is daar de pijnlijke van getekende (en voor een deel al voorverhuurde) projecten die in de periode 2015-17 opgeleverd zal worden. Voor bijna 30% betreft het zorgvastgoed, het gros gaat naar de herontwikkeling en renovatie van kantoorgebouwen.

Voor de periode 2015-17 ziet Cofinimmo tevens voor 600 miljoen euro investeringen, voor 500 miljoen euro in zorgvastgoed en voor 100 miljoen euro in kantoren. Tevens plant ze voor 250 miljoen euro verkopen (50 miljoen euro in zorgvastgoed, 200 miljoen euro in kantoren). Na uitvoering van deze plannen zou tegen 2017 het relatief deel van de portefeuille in kantoren moeten dalen naar 36%, zorgvastgoed zou dan goed zijn voor 47%.

Resultaten eerste kwartaal 2015

De huurinkomsten stegen 2,4% in het eerste kwartaal van 2015. Bij de kantoren was er een stijging van 0,6%, bij het zorgvastgoed was er een stijging van 5,2%, het vastgoed van de distributienetten zag de huurinkomsten 1,8% dalen. Op vergelijkbare basis stegen de huurinkomsten 1%, het resultaat van negatieve effecten (-1,7% door vertrekkende huurders en -0,4% door huurheronderhandelingen) en van positieve effecten (+0,4% door huurindexeringen en +2,7% door nieuwe huurders. De post 'terugnemingen overgedragen en verdisconteerde huren' bedroeg 2,554 miljoen euro, tegenover 6,907 miljoen euro in 2014 en betreft de afwikkeling van de verkoop van het North Galaxy kantoorgebouw. Zonder de impact van deze post had het bedrijfsresultaat (2) een daling van 1% gekend, nu bedraagt de daling 10,3%.

(cijfers in miljoen euro)	14Q1	15Q1	Δ 14/15	
Netto huurinkomen	48,412	49,590	2,4%	(1)
Bedrijfsresultaat	46,426	41,667	-10,3%	(2)
Financieel resultaat	-15,028	-8,985		(3)
Uitkeerbaar resultaat	30,613	30,731	0,4%	(4)
Uitkeerbaar resultaat per aandeel	1,74	1,71	-1,7%	(5)
Herwaardering vastgoedportefeuille	-5,460	-6,310		(6)
Herwaardering financiële indekkingen	-24,399	-29,580		(7)
Resultaat van de periode, deel groep	0,753	-5,272		(8)
Idem per aandeel	0,04	-0,29		(9)

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



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Het zuivere financiële resultaat (3) kende een substantiële verbetering die vooral het gevolg is van het dalen van de gemiddelde financiële kost van 3,9% in het eerste kwartaal van 2014 naar 2,7% (was 3,4% over het volledige jaar 2014). Tevens was er een daling van de netto financiële schuld met iets minder dan 100 miljoen euro. Ook verlengde Cofinimmo de gemiddelde looptijd van de schulden van 3,4 tot 4,7 jaar, door de herschikking van enkele kredietlijnen. Opmerkelijk is de uitgifte van een obligatie van 190 miljoen euro op 7 jaar met een rente van 1,929%.

Dankzij de sterke verbetering van het financiële resultaat boekte Cofinimmo een uitkeerbaar resultaat (4) van 30,731 miljoen euro, een stijging van 0,4%. Per aandeel (5) is er wel een daling van 1,7% tot 1,71 euro door een toename van het aantal uitstaande aandelen, meer bepaald door de toekenning van een keuzedividend in 2014.

De herwaardering van de vastgoedportefeuille (6) was negatief ten bedrage 6,31 miljoen euro. De waardedaling van de kantoren die gerenoveerd moeten worden, kon niet volledig gecompenseerd worden door de waardestijging van het zorgvastgoed.

De herwaardering van de financiële instrumenten (7) kwam uit op -29,58 miljoen euro. Afwaarderingen op de rente-indekkingen waren goed voor -11,7 miljoen euro, de herwaardering van de converteerbare obligaties had een negatieve impact van -17,9 miljoen euro.

In dit kwartaal kocht de groep voor 5,7 miljoen euro 2 medische centra in Nederland, voor 15 jaar verhuurd, met een rendement van 7,45%. Tevens verleende het een erfpacht van 27 jaar aan een groep die het kantoorgebouw aan de Woluwelaan herontwikkeld tot een woonzorgcentrum zal uitbaten. Tot slot verkocht het een kantoorgebouw in de Leopoldswijk voor 5,5 miljoen euro (met een meerwaarde).

In mei voerde Cofinimmo een kapitaalverhoging door van 285,4 miljoen euro. Hierdoor daalde de schuldgraad van 48,4% naar 40,4%.

Voor 2015 verwacht Cofinimmo een uitkeerbaar resultaat per aandeel van 5,93 euro, lager dan de 6,85 euro die eerst vooropgesteld was en dit door de verwatering na de kapitaalverhoging. Het voorspelde dividend van 5,50 euro bruto blijft wel behouden.

Conclusie

Cofinimmo timmert gestaag verder aan de weg om minder afhankelijk te worden van de Brusselse kantorenmarkt en dat zou op termijn tot een herwaardering van het aandeel moeten kunnen leiden. Vandaag noteert het met een discount van zo'n 15 tot 20% tegenover het gemiddelde van de Belgische GVV's (vastgoedbevaks). Aedifica daarentegen die in Europa als referentie voor beleggen in rusthuizen beschouwd wordt, noteert met een premie van 30%. Mocht Cofinimmo in een eerste fase qua waardering naar het sectorgemiddelde kunnen opschuiven, dan zijn we al tevreden.

Tevens zou de gestage daling van het uitkeerbaar resultaat en van het dividend in de voorbije jaren (zie grafiek op laatste blad) tot een einde moeten komen, om plaats te maken voor een groei.

De evolutie van de rente in de eurozone gooide de voorbije dagen wat roet in het eten en leidde tot wat verkoopdruk bij rentegevoelige aandelen (voor Cofinimmo kwam er ook nog de koersdruk van de kapitaalverhoging bij). We menen dat deze correctie geen lang leven beschoren is en dat een periode van consolidatie (voor de rentemarkt) zal aanbreken, waarna de koers van Cofinimmo in staat moet zijn om te herstellen.

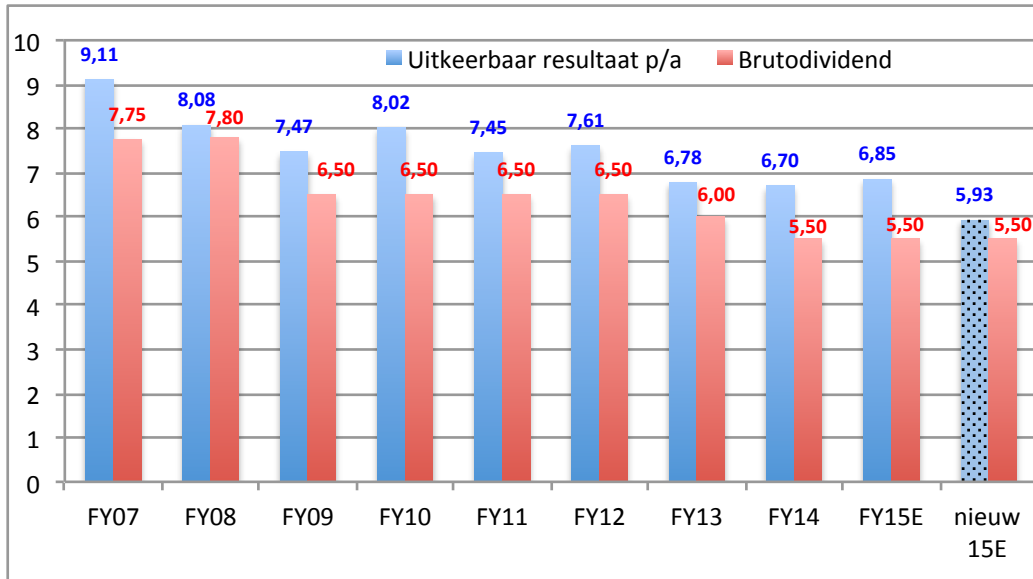
Gert De Measure

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 veelelvoudigd 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



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