

Quotidien des foncières européennes

mardi 26 mai 2009

Analyse

Serge Demirdjian
Tél. 01 53 89 53 75
sdemirdjian@aureletcp.com

Marine Lafitte
Assistante recherche immobilier
Tél. 01 53 89 53 85
mlafitte@aureletcp.com

Vente Spécialisée

Laurent Saint Aubin
Tél. 01 53 89 53 44
lstaubin@aureletcp.com

Nouvelles du jour

- **Brèves du jour** **2**
 - Befimmo
 - Conwert
 - IVG (Vendre TP 2.5€)
 - Nieuwe Steen
 - SFL
 - Sponda (Prise en compte de l'augmentation de capital TP 2.6€ vs 5€)
- **Valorisation des foncières européennes** **7**
- **Agenda des publications** **10**
- **Contacts Aurel** **12**

Plus gros volumes	Cours (devises)	Variation	Capi. (m devises)	Volume (# actions)	Diff. Vol. comparé à la moyenne 6m
1 EUROCASTLE INVESTMENT LTD	0,85	32,8%	51,6	3 240 870	634%
2 INMOBILIARIA COLONIAL SA	0,17	10,0%	288,0	52 016 351	544%
3 BRIXTON PLC	61,75	24,1%	16 775,6	10 213 100	309%
4 AEDS SPA	0,82	26,5%	83,5	1 350 167	265%
5 LIBERTY INTERNATIONAL PLC	348,00	-2,9%	127 273,3	8 100 573	223%
6 IMMOBILIARE GRANDE DISTRIBUZ	1,15	7,2%	354,7	1 388 132	182%
7 RISANAMENTO SPA	0,48	12,7%	131,7	3 434 791	106%
8 NORWEGIAN PROPERTY ASA	7,73	1,8%	1 558,6	2 097 568	83%
9 RETAIL ESTATES	38,90	0,1%	159,3	2 079	67%
10 PIRELLI & C REAL ESTATE SPA	7,12	1,8%	303,3	617 862	49%

Plus fortes hausses	Cours (devises)	Variation	Capi. (m devises)	Volume (# actions)	Diff. Vol. comparé à la moyenne 6m
1 EUROCASTLE INVESTMENT LTD	0,85	32,8%	51,6	3 240 870	634%
2 AEDS SPA	0,82	26,5%	83,5	1 350 167	265%
3 BRIXTON PLC	61,75	24,1%	16 775,6	10 213 100	309%
4 RISANAMENTO SPA	0,48	12,7%	131,7	3 434 791	106%
5 NORDICOM A/S	125,00	11,6%	391,0	1 726	1%
6 QUINTAIN ESTATES & DEV PLC	54,00	10,2%	7 022,3	300 128	-35%
7 INMOBILIARIA COLONIAL SA	0,17	10,0%	288,0	52 016 351	544%
8 CAPITAL & REGIONAL PLC	49,50	7,6%	3 531,8	158 100	-44%
9 IMMOBILIARE GRANDE DISTRIBUZ	1,15	7,2%	354,7	1 388 132	182%
10 SPONDA OYJ	2,09	5,7%	232,1	1 433 486	28%

Plus fortes baisses	Cours (devises)	Variation	Capi. (m devises)	Volume (# actions)	Diff. Vol. comparé à la moyenne 6m
1 VIVACON AG	1,68	-5,1%	33,41	277 459	-16%
2 PAREF	37,99	-5,0%	37,03	1	-99%
3 ATRIUM EUROPEAN REAL ESTATE	3,18	-4,2%	722,49	146 015	-83%
4 CITYCON OYJ	1,81	-3,7%	400,01	310 521	-59%
5 KAUFMAN & BROAD SA	14,14	-3,7%	315,00	16 270	-27%
6 STE DE LA TOUR EIFFEL	28,92	-3,6%	150,18	18 022	12%
7 NEXITY	22,49	-3,1%	1 189,30	118 666	-50%
8 LIBERTY INTERNATIONAL PLC	348,00	-2,9%	127 273,27	8 100 573	223%
9 ORCO PROPERTY GROUP	6,85	-2,0%	74,97	63 689	-54%
10 SJAELSO GRUPPEN	30,90	-1,9%	815,64	43 856	-42%

Euribor 3 mois	OAT 10 ans	Corporate spread ITRAX	Coût total financement
1,26%	3,92%	128,76	2,55%

Source: Bloomberg



Brèves du jour

Befimmo

Hier, à l'occasion de la publication de ses résultats semestriels (exercice clos le 30/09/08), **Befimmo a annoncé son intention de réaliser une augmentation de capital d'environ 140m€** (capitalisation boursière au 25/05/09 : 853m€).

Les actionnaires du groupe bénéficieront de **droits préférentiels de souscription qu'ils pourront exercer entre le 4 et le 18 juin. Le but de l'opération serait de renforcer la structure financière du groupe mais également de lui permettre de saisir des opportunités d'acquisition.** A noter que selon Befimmo, l'opération ne diluera pas le rendement sur le dividende.

Fortis Insurance Belgium, actionnaire principal avec 18.8% du capital, a signalé souscrire à hauteur de sa quote-part.

Le groupe a signalé que les modalités pratiques, ainsi que les conditions de l'offre (montant final, termes, calendrier...), seront précisées au plus tard le premier jour de l'offre (soit, en principe, le 4 juin)...

Selon le groupe, suite à cette émission, le ratio d'endettement passerait de 49.43% au 31 mars 2009 à 47% en fin d'exercice, vs. 51,1% annoncés lors des résultats 2008 pour 2009.

A noter, que la valeur du portefeuille de Befimmo ressort à 1 787.5m€ au 31 mars, en repli de 2.65% sur l'ensemble du semestre, dont -2.41% au T1 et -0.24% au T2 (jan-mars). Le taux de rendement ressort à 6.7%, en hausse de 17pb sur le T2, soit 44pb sur le semestre.

Selon Befimmo, le ralentissement de la hausse des taux de rendement au T2 s'explique par 1/ le positionnement de ses actifs, bureaux prime situés majoritairement dans le CBD bruxellois, et 2/ la qualité des baux (locataires à rating élevé dont 65.8% d'institutions publiques et maturité moyenne de 9.7 ans).

Par ailleurs les résultats publiés au titre du S1 2008/2009, clôturé le 31 mars, ressortent comme suit :

	S1 08/09	S1 07/08	Variation
Revenus locatifs bruts	57.8	54.9	5.3%
Loyers nets	57.5	54.7	5.1%
EBIT retraité	51.0	46.758	9.1%
Marge opérationnelle	88.3%	85.2%	309.3 pb
Variation de juste valeur	-50.34	7.08	
Plus-value de cession	0.21	7.46	
EBIT publié	0.87	61.29	
Résultat financier	-50.13	-16.10	
dont non récurrent	-33.30	0.90	
PAI retraité	34.17	29.76	14.8%
PAI publié	-49.26	45.19	
Impôts	-0.17	-0.60	
RN retraité	33.99	29.16	16.6%
RN publié	-49.44	44.59	
	S1 08/09	T1 08/09	2007/2008
ANR	65.67	65.23	74.3
Prime	0.2%		

source : Befimmo



Les revenus locatifs nets progressent de 5.1% à 57,5m€ en raison de l'indexation (non chiffrée) et de la remise en location d'immeubles ayant subi des rénovations (immeuble WTC 2 à partir du 01/01/09, immeuble Bréderode 2 sur l'ensemble du S1).

L'EBIT retraité progresse de 9.1%, la marge d'EBIT ressort en hausse de 300pb.

Le résultat financier est en forte baisse à -50.1m€ (vs. 16.1m€ l'an passé), lourdement impacté par les variations de juste valeur des instruments financiers. Retraité de cet élément, il ressort pratiquement stable à -16.8m€ (vs. 17m€ au S1 07/08). Ainsi, au global, le RN est négatif à 49,4m€ (vs. 44,6m€ au S1 07/08). Retraité des éléments non récurrents, le RN ressort à 33.99m€, en hausse de 16.6%.

A noter que le 30 mars, Fedimmo (filiale à 90% de Befimmo) s'est vu attribuée par l'Etat belge le redéveloppement du site de Fedimmo, situé à Liège rue Paradis. Il s'agit de la construction d'un nouvel immeuble de bureaux destiné à accueillir différents départements du Service Public Fédéral Finances. Les travaux, dont le coût total est estimé à 91.1m€, devraient commencer en 2011. Le bail signé avec l'Etat belge prendra effet le 1^{er} juin 2013 pour une durée de 25ans. Le loyer annuel initial de 5 428.4m€ fait ressortir un **taux de rendement de 5.96%**.

Comme annoncé précédemment, Befimmo confirme sa prévision de maintenir, « à périmètre constant de fonds propres », une légère croissance du dividende à 4,60€ par action (contre 4,55 € en 2008). Il signale que la baisse récente des taux d'intérêt conforte cette prévision. Befimmo n'a pas réitéré la guidance de CF 2009 fournie au T1, à savoir un CF supérieur aux estimations qui figurent dans le rapport annuel, soit 4.43€/action.

Même si Befimmo offre un profil défensif (actifs prime, 65.8% de ses revenus proviennent du secteur public avec des baux d'une durée moyenne de ±9.7 ans, rendement du dividende de près de 7%), le titre nous paraît très cher par rapport à notre échantillon de valeurs de bureaux (16% de prime par rapport à la médiane d'EV/EBITDA09, légère prime par rapport à l'ANR) et par rapport à Cofinimmo.

Offices	CAGR EBITDA08/09	EV/EBITDA 08 (x)	EV/EBITDA 09 (x)	P/CF08	P/CF09	Yield 2008	NAV2008	Premium / Discount
Affine (JCF)	-7.6%	14.3	13.1	NC		6.8%	34.6	-57.5%
Alstria (JCF)	9.2%	16.0	16.7	8.5	10.8	9.2%	13.0	-56.5%
Gecina	8.2%	15.2	14.8	7.2	7.9	7.9%	128.3	-56.7%
Beni Stabill (JCF)	-1.4%	17.0	17.6	34.5		1.7%	1.1	-46.1%
Castellum	17.3%	14.8	14.3	10.4	10.3	5.9%	75.0	-28.3%
Cegereal	-1.3%	13.0	13.6	7.4	8.7	9.5%	40.0	-47.5%
Cofinimmo	13.4%	17.4	16.8	11.8	11.7	6.3%	109.4	-21.1%
DIC Asset (JCF)	3.6%	13.9	14.9	4.1	4.9	7.4%	16.2	-64.9%
Eurosic (JCF)	10.8%	14.9	16.0	9.5	8.9	8.4%	39.5	-51.9%
Foncière des Régions (JCF)	-0.7%	14.1	14.9	3.3	3.5	10.5%	90.5	-44.1%
Icade	3.5%	15.2	16.0	12.7	12.3	6.6%	101.6	-43.1%
Kungsleden	-0.1%	16.2	15.1	9.5	9.7	19.0%	51.8	-18.7%
Nieuwe Steen	5.2%	14.0	13.8	7.8	7.8	13.1%	16.3	-29.3%
Norwegian Property	21.9%	14.6	13.7	6.7	4.0	9.2%	19.8	-61.0%
PSP (JCF)	8.6%	21.6	22.5	14.4	17.8	4.5%	59.7	-7.9%
SFL	6.0%	16.2	16.7	12.0	12.1	10.2%	47.1	-43.8%
Silic	12.3%	15.1	14.5	11.3	11.4	6.3%	108.7	-41.9%
Sponda	2.0%	14.4	11.9	10.9	8.6	0.0%	7.9	-73.4%
Swiss Prime (JCF)	1.9%	17.5	23.3	15.2	15.1	6.2%	59.3	-7.3%
Technopolis (JCF)	10.9%	14.1	15.2	6.8	6.3	4.0%	4.8	-37.5%
Tour Eiffel (JCF)	1.3%	16.4	15.3	8.9	8.3	17.3%	88.5	-67.3%
Vastned office (JCF)	-1.6%	10.3	12.3	5.9	6.6	15.3%		
Wereldhave (JCF)	-1.3%	14.7	14.9	9.8	9.8	8.2%	83.7	-32.6%
Mean	5.3%	15.3	15.6	10.4	9.4	8.4%		-42.7%
Median	3.6%	14.9	14.9	9.5	8.9	7.9%		-43.9%
Befimmo (JCF)* premium/discount	6.0%	19.0	17.3	14.8	13.6	7.0%	65.7	-0.5%
		27.9%	16.1%	55.9%	53.7%			

Source: Aurel, JCF

