

| Immobilier | [Reco. abaissée](#) | Belgique |

# Befimmo

Prospection en France : risque ou opportunité ?

## Conserver (Achat)

Cours 30/08/12 **47.0 €**  
Obj. cours 12m **50.0 €**  
Pot. de hausse **6.4%**  
Prév. 12m div. **2.78 €**  
Rentabilité 12m **12.3%**  
[@ Go to SG website](#)

### Pondération

Neutre

**Valeur préférée**

Corio

**Valeur la moins attractive**

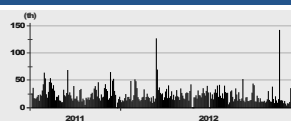
Land Securities

### Cours de l'action



Source : SG Cross Asset Research

### Volume



Source : SG Cross Asset Research

**Actualité** Les éléments saillants des résultats semestriels sont les suivants. 1) un taux d'occupation qui progresse, de 94.3% fin 2011 à 95.5% en juin 2012, grâce notamment à la location de l'immeuble Science-Montoyer par le Parlement européen pour une durée de 21 ans. 2) Un taux de marge d'EBE stable à 84%. 3) Une valeur du portefeuille stable à structure constante (-0.68% sur 6 mois) dont -12.36% pour le secteur Décentralisé. 4) Un ANR stable (56.8 €/a). 5) Une confirmation du dividende brut 2012 à 3.45 € (2.78 € net) avec un acompte de 2.59 € en décembre 2012 et le solde en mai 2013. Au cours de la conférence téléphonique, la direction est revenue sur ses intentions d'investir en France : l'objectif est d'acquérir des bureaux avec un rendement net initial d'au moins 6%, rendement introuvable aujourd'hui dans le QCA de Paris. Les recherches s'orienteront donc en périphérie ou bien en province. Le volume d'investissement ne devrait pas aller au-delà de 20% du portefeuille actuel (soit environ 400 M€) avec une taille unitaire d'immeuble d'un maximum de 80 M€. La direction a également précisé qu'elle prendra son temps et se dit prête à recourir si nécessaire à une augmentation de capital.

**Opinion SG** Nous avons réduit dans notre modèle les prévisions de rotation de portefeuille sur les années à venir pour tenir compte de la dégradation actuelle du marché de l'investissement à Bruxelles. Cet ajustement a un impact négatif de 2 € sur notre objectif de cours qui passe de 52 € à 50 €.

**Notre valorisation** Notre nouvel objectif de cours s'établit à 50 €. Il est le produit de notre valeur fondamentale (54.4 €) et de notre décote de marché (-9%). Notre valeur fondamentale est la moyenne de nos trois méthodes de valorisation : DCF à 10 ans avec valeur de sortie par croissance à l'infini de 2% et WACC de 7.4% (50.0 €), méthode de Gordon-Shapiro sur la base d'un dividende normalisé (52.1 €), actualisation du dividende à 10 ans avec valeur de sortie à l'ANR moyen brut et net (61.1 €). Notre décote de marché est la somme d'une décote sectorielle (-10%), d'une décote de liquidité (-1%) et d'une prime de notoriété (+2%). Le TSR étant désormais inférieur à 15%, nous abaissons notre recommandation à Conserver.

**Evénements, catalyseurs & risques** La prospection de Befimmo en France risque de brouiller l'image d'une société principalement axée vers les actifs « prime » dans les quartiers d'affaires de Bruxelles (60% du portefeuille actuel). Un investissement au profil de risque trop élevé aurait un impact négatif sur notre valorisation et sur notre recommandation boursière.

### Données boursières

RIC BEFB.BR, Bloom BEFB BB			
Extrêmes 12m	59.3-42.7		
VE 12 (M€)	1 763		
Capi. bours. (M€)	855		
Flottant (%)	81.2		
<b>Performance (%)</b>	<b>1m</b>	<b>3m</b>	<b>12m</b>
Actions ord.	-3.8	1.6	-17.5
Rel. Eurofirst 300	-4.3	-8.1	-28.0

### Données financières

	12/11	12/12e	12/13e	12/14e
Loyers bruts (M€)	156	128	127	132
Marge d'EBITDA (%)	82.7	81.0	81.8	81.8
CF courant/a (€)	5.13	3.74	3.63	3.84
ANR triple net/action (€)	57.2	56.4	56.8	57.6
Dividende (€)	4.13	2.78	2.78	2.78
CF Payout (%)	22.5	48.7	48.6	46.8
Interest cover (x)	3.7	3.2	3.1	3.3
Dettes/actif rééval. (%)	44.9	47.0	45.8	43.5

### Ratios

	12/11	12/12e	12/13e	12/14e
Cours/CF courant (x)	11.3	12.6	13.0	12.3
Cours/CF sect. (x)	17.1	17.1	16.8	15.4
VE/EBITDA (x)	14.2	17.0	16.6	15.4
Déc./ANR net (%)	1.6	-16.6	-17.2	-18.4
Déc./sec./ANR net (%)	-8.2	-6.5	-7.1	-7.9
Rendement (%)	7.1	5.9	5.9	5.9
Rend. CF courant (%)	10.9	8.0	7.7	8.2
ROCER/WACC (x)	2.0	5.1	0.7	-0.2

**Henri Quadrelli**  
(33) 1 42 13 37 33  
henri.quadrelli@sgcib.com

**Michel Varaldo**  
(33) 1 42 13 73 02  
michel.varaldo@sgcib.com

**Marc Mozzi**  
(44) 20 7762 5090  
marc.mozzi@sgcib.com

Societe Generale ("SG") does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that SG may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision. **PLEASE SEE APPENDIX AT THE END OF THIS REPORT FOR THE ANALYST(S) CERTIFICATION(S), IMPORTANT DISCLOSURES AND DISCLAIMERS AND THE STATUS OF NON-US RESEARCH ANALYSTS.**

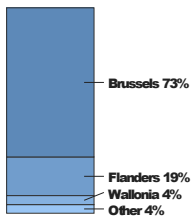
**Loyers/division 11**



**Valeur d'actif/division 11**



**Loyers/zone géo. 11**



**Principaux actionnaires (%)**

AG Insurance 18.8

**Immobilier (Belgique)**

**Befimmo**

Cours (30/08/12) Obj. cours 12m

**CONSERVER**

**47.0 €**

**50.0 €**

Valorisation*	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12e	12/13e	12/14e
Cours/cash flow courant (x)	18.5	14.2	11.4	13.8	11.3	12.6	13.0	12.3
Cours/CF courant ap. inv. de maintenance (x)	25.1	17.6	13.5	16.9	12.5	14.4	14.9	12.3
Prime (+)/Décote (-)/ANR triple net (%)	nd	-3.3	7.9	-0.2	1.6	-16.6	-17.2	-18.4
Prime (+)/ANR brut (%)	nd	-7.6	3.1	-4.7	-3.2	-20.7	-21.1	-22.1
VE/EBITDA (x)	20.6	19.1	17.0	17.0	14.2	17.0	16.6	15.4
Rendement (%)	4.7	5.4	5.9	5.5	7.1	5.9	5.9	5.9

**Données par action (€)**

Cash flow courant	4.40	5.04	5.59	4.38	5.13	3.74	3.63	3.84
Cash flow courant après inv. de maintenance	3.24	4.08	4.71	3.59	4.66	3.26	3.16	3.84
ANR triple net	0.0	74.0	58.9	60.6	57.2	56.4	56.8	57.6
ANR brut (y compris droits de mutation)	0.0	77.5	61.7	63.5	60.0	59.3	59.7	60.4
Dividende	3.83	3.87	3.75	3.32	4.13	2.78	2.78	2.78

**Compte de résultat (M€)**

Loyers bruts	105	110	119	124	156	128	127	132
Revenus	105	110	119	124	156	128	127	132
EBITDA	88	91	106	103	129	104	104	108
EBIT	88	91	106	103	129	104	104	108
Résultat financier	-36	-31	-64	-27	-35	-32	-33	-33
Résultat avant impôt	52	60	42	77	95	72	71	75
Résultat net courant	52	59	41	76	94	71	70	74
Eléments exceptionnels (après impôt)	40	3	-75	-25	-12	-19	-13	-10
Résultat net publié	94	66	-32	55	87	51	57	64
Résultat net publié SG	52	59	41	76	94	71	70	74

**Tableau de financement (M€)**

EBITDA	88	91	106	103	129	104	104	108
Cash flow courant	88	91	106	103	129	104	104	108
Variation du BFR								
Cash flow opérationnel	88	91	106	103	129	104	104	108
Investissements de maintenance	-13	-13	-13	-13	-8	-9	-8	-8
Cash flow courant après inv. de maintenance	75	79	93	90	121	95	96	108
Acquisitions/cessions	-13	-13	-106	37	21	-148	10	48
CF après investissement et financement	34	29	116	77	94	-73	63	106

**Bilan (M€)**

Total actifs immobilisés	1 897	1 972	1 989	1 936	1 996	2 055	2 052	2 057
dont actifs corporels (y compris en location)	1 813	1 788	1 867	1 835	1 940	1 998	1 995	2 001
BFR	-94	-71	-151	-115	-82	-82	-82	-82
Dette nette(-)/cash(+)	-806	-868	-786	-787	-873	-970	-932	-860
Fonds propres	932	967	988	1 017	1 003	1 026	1 033	1 047
Intérêts minoritaires	65	62	62	64	68	67	67	66
Passif (hors capitaux propres)	900	943	939	903	957	1 054	1 016	944

**Ratios**

ROCE (%)	92.9	6.0	28.8	5.4	15.5	40.4	5.2	-1.6
Cash flow courant/ANR triple net (%)	nd	6.8	8.4	7.2	8.8	6.5	6.4	6.7
Loyers nets/loyers bruts (%)	92.4	93.2	95.8	93.3	94.1	92.0	93.0	93.0
Marge d'EBITDA (%)	84.0	83.5	89.1	83.2	82.7	81.0	81.8	81.8
Cash flow courant/chiffre d'affaires (%)	84.0	83.5	89.1	83.2	82.7	81.0	81.8	81.8
Croiss. des loyers (%)	37.6	4.4	8.7	4.1	25.8	-17.7	-1.0	3.8
Croiss. des loyers nets (%)	37.9	5.2	11.8	1.4	26.8	-19.5	0.1	3.8
Croiss. de l'EBITDA (%)	41.0	3.8	16.1	-2.8	25.0	-19.4	0.1	3.8
Croiss. du cash flow courant (%)	41.0	3.8	16.1	-2.8	25.0	-19.4	0.1	3.8
Croiss. du cash flow courant/a (%)	-9.3	14.6	10.8	-21.6	17.1	-27.1	-3.0	5.8
Dette/patrimoine réévalué (%)	58.3	45.8	42.8	43.0	44.9	47.0	45.8	43.5
Couverture des frais financiers (x)	2.5	2.9	1.7	3.9	3.7	3.2	3.1	3.3
Dividende/résultat net courant (%)	97	85	152	73	31	71	72	68
Dividende/cash flow courant (%)	57	55	59	54	22	49	49	47

\* Les ratios de valorisation historiques sont calculés à partir des cours et capitalisations boursières moyens historiques