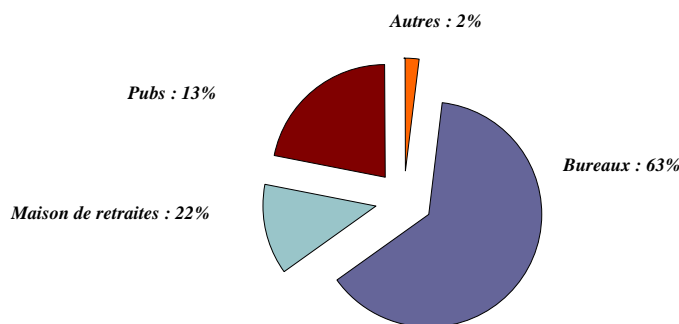


COFINIMMO

A l'occasion de la journée investisseur organisée le 7 avril 2009 par la foncière belge **Cofinimmo**, nous avons pu faire le point sur les marchés immobiliers de bureaux de Bruxelles et plus particulièrement sur ses investissements en murs de maison de retraite (secteur sur lequel la société se développe la depuis 2005).

Composition du portefeuille de la société au 31/12/2008 :



Sources : Cofinimmo

I) Point sur le marché de bureaux de Bruxelles :

Le marché de bureaux à Bruxelles devrait connaître une hausse de la vacance (taux au 31/12/2008 d'un peu plus de 9%) courant 2009 du fait des libérations de surfaces provoquées par la crise et de l'arrivée de programmes neufs spéculatifs pour 355 000m² soit 3% du parc. L'essentiel des livraisons concerne le centre ville, le projet le plus significatif est « le Capital » (appartenant à Axa) situé dans le quartier Léopold et totalisant 55 000m².

Dans ce contexte, la société va devoir renouveler 6% des ses baux en 2009. Dans les cas où il sera difficile d'appliquer l'indexation (du fait de la surévaluation des loyers de l'ordre de 10%), l'objectif est d'augmenter la durée des baux en contrepartie.

Notre opinion : Le potentiel de réversion négatif du portefeuille de bureaux nous inquiète car il peut conduire à une hausse du taux de vacance de la foncière dans un contexte de concurrence accrue (développements importants) et ce malgré une maturité moyenne des baux élevée (8 ans). Par ailleurs, une situation de sur-loyer grève la croissance organique future.

II) Le marché des maisons de retraites :

Cofinimmo possède un portefeuille en Belgique et en France de 721M€ de maisons de retraites soit 8 600 lits. Cette activité est exercée en partenariat avec des sociétés comme Korian ou Médimur qui assurent l'exploitation des établissements. Les baux sont signés pour des durées de 27 ans en Belgique et 12 en France et sont indexés. La forte réglementation régissant les maisons de retraites (faible nombre de nouveaux lits) permet de limiter la concurrence et donc de sécuriser les cash flows.

Notre opinion : Le marché des maisons de retraites est en croissance du fait du vieillissement de la population, nous apprécions le caractère défensif de cet investissement dans les pays où l'offre est régulée (France et Belgique). En revanche, la faible rentabilité des opérateurs, bridée par la capacité de paiement des occupants et du niveau des aides de l'état limitent la croissance organique. La foncière doit donc réaliser des acquisitions pour soutenir la croissance de son cash flow, or son niveau d'endettement actuel ne le lui permet pas.



III) L'opération ABInbev :

Cofinimmo a racheté en octobre 2007 le portefeuille de murs de pubs détenu par ABInBev (500 M€ pour un milliard d'actifs). Cette opération n'est pas un nouvel axe stratégique de développement pour la société mais une opportunité permettant d'acquérir un portefeuille de murs de pieds d'immeubles bien situés et pouvant faire l'objet d'une reconversion en cas de défaut (le loyer moyen en place de 60€/m² est inférieur au loyer moyen des commerces).

Le portefeuille est loué pour 23 ans à un taux de capitalisation net de 6.3%.

***Notre opinion :** Cette opération s'inscrit dans la logique de la foncière d'acheter des flux de cash flows longs et pérennes. Le risque de gestion que peut présenter un investissement dans une nouvelle classe d'actifs a été géré par le recrutement des équipes d'ABInbev en charge de la gestion de ce portefeuille immobilier lors de l'opération.*

IV) Le niveau d'endettement :

Le niveau d'endettement de la société est proche des ses covenants. La dette nette ramenée à la valeur du patrimoine est estimée à 52% au premier trimestre 2009 pour un covenant à 55% et un plafond du fait du statut SICAFI* à 60%. En cas de dépassement du covenant, la société dispose d'une année pour prendre les mesures nécessaires en contrepartie d'une hausse limitée du coût de la dette de 4 points de base. Le management qui doit encore faire face à 200M€ d'investissements en 2009 prévoit, malgré la vente d'actions auto-détenues pour 72M€ et la cession d'une créance pour 74M€, que la LTV pourrait atteindre 56% en 2009.

Pour faire face à cette situation, Cofinimmo souhaite céder des participations minoritaires dans les maisons de retraite.

***Notre opinion :** La société dispose de peu de marge de manœuvre en cas d'une baisse de valorisation supplémentaire de son patrimoine pour ne pas casser ses covenants. La réussite des opérations de cessions sera donc déterminante pour la foncière à court et moyen terme.*

Conclusion :

Nous préférons dans le cadre de la gestion de notre exposition sur le marché de bureaux de Bruxelles investir dans la société Befimmo, dont le portefeuille de bureaux nous paraît plus défensif (car plus exposé sur le centre de Bruxelles), et dont le niveau d'endettement est moins élevé (LTV de 51%) que celui de Cofinimmo.

L'exposition de Cofinimmo aux maisons de retraite est un axe de diversification intéressant, nous estimons cependant que tant que la société n'a pas résolu son problème de dette, il est préférable de rester à l'écart.

*Sicafi : société d'investissement à capital fixe en immobilier

