



Bolero

TOPIC



L'immobilier de bureau dans la nouvelle norme

KBC Securities se tourne vers l'avenir

24 novembre 2020

RECHERCHE : WIDO JONGMAN ET JOACHIM VANSANTEN

RESUMÉ POUR VOUS PAR : SENIOR FINANCIAL ECONOMIST KBC TOM SIMONTS



Dans ses **TOPICS**, Bolero approfondit un sujet de bourse spécifique comme une introduction en bourse, une fluctuation des prix du pétrole, mais il peut également s'agir d'un indice ou d'un secteur spécifique qu'il passe au peigne fin.

Tom Simonts, Senior Financial Economist KBC, a interrogé les analystes immobiliers de KBC Securities Wido Jongman et Joachim Vansanten **sur l'avenir de l'immobilier de bureau dans la nouvelle norme** : le travail à domicile.

Dans ce dossier, vous découvrirez comment les experts considèrent les développements récents, ce que cela veut dire pour la **valorisation** et **les actions** dans l'immobilier de bureau, et quelles sont les **sociétés préférées** de KBC Securities.



Attention: Les objectifs de cours et recommandations mentionnés dans ce dossier datent du 24/11/2020 et reflètent l'opinion de l'analyste à la date mentionnée. Veuillez noter que ces informations peuvent avoir changé au moment où vous lisez la publication. Pour tous les objectifs de cours et recommandations les plus récentes, rendez-vous sur la plateforme Bolero.

Immobilier de bureau dans la nouvelle norme

Le Covid-19 a frappé fort ces dernières semaines et de **nouvelles mesures renforcées** se sont imposées pour lutter contre la propagation du virus. Nous n'avons cette fois pas affaire à un confinement total, qui marque l'arrêt de l'activité industrielle, mais, tout comme pendant la première vague, **les magasins non essentiels ont dû fermer leurs portes et le télétravail est redevenu obligatoire.**

Tom Simonts, KBC Senior Financial Economist, a demandé à Wido Jongman et Joachim Vansanten, **analystes immobiliers** de KBC Securities, de commenter les conséquences pour le marché de **l'immobilier de bureau** et pour les entreprises actives dans ce segment si le **'télétravail'** devient la « **nouvelle norme** ».

Dans ce cadre, les analystes se sont penchés sur des sociétés spécialisées dans la mise en location comme **Befimmo** (acteur pur), **Leasinvest RE** (retail), **Intervest Offices & Warehouses** (logistique) et **Cofinimmo** (immobilier de santé) ainsi que sur le rôle des promoteurs immobiliers.

Quel regard portez-vous sur les récents développements ?

KBC Securities: « Plus ces circonstances persisteront, plus **notre comportement changera**. Les entreprises pourraient à l'avenir opter davantage pour des **bâtiments régionaux** et **plus accessibles**, notamment en raison du souhait accru des travailleurs de bénéficier d'une plus grande **flexibilité**. D'autres facteurs qui joueront un rôle sont la **durabilité** et le concept flexible de **co-working**. **Intervest Offices** surfe ainsi déjà sur cette tendance avec ses « Greenhouses », de même que **Befimmo** avec Silver Square.

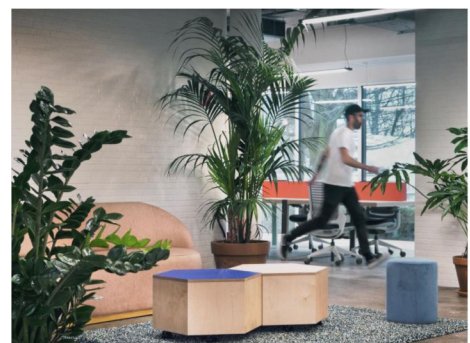


Intervest Greenhouse

La demande de surfaces plus grandes pourrait diminuer.

Les sièges sociaux pourraient voir leur taille diminuer et se transformer en « **hub** » **régional**, avec de petits bureaux satellites gravitant autour d'eux. Les entreprises qui louent attachent d'ailleurs de l'importance à la

modularité, surtout dans le climat actuel. Il en découle également une demande croissante de **baux flexibles**, ce qui n'est **pas une évolution favorable pour les acteurs de l'immobilier de bureau**. Il s'agit en réalité d'une tendance que nous observions déjà avant la crise sanitaire, qui n'a fait que renforcer le mouvement. »



Befimmo Silver Square

Qu'est-ce que cela signifie à court terme ?

KBC Securities: « Le marché de la location est actuellement en grande partie **protégé par des baux de longue durée**. **Befimmo** affiche ainsi une durée de location d'environ 7 ans. Les locataires ne peuvent pas rompre leurs contrats sans payer de grosses indemnités. Mais la **demande de flexibilité** ira en grandissant, ce qui se fera sentir dans les 5 à 10 années à venir.

Dans ce cas, il faut s'attendre à une période marquée par une **hausse du taux d'inoccupation** en raison d'une phase de **réorganisation**. Un certain volume d'espaces de bureaux disparaîtra. Ils seront démolis ou réaffectés. Les **loyers** pourraient donc subir des **pressions** dans un premier temps, mais un nouveau **potentiel de hausse** se profilera à terme, lorsque l'offre de bureaux réaménagés ne pourra pas répondre à la demande. »

L'incertitude transparait-elle déjà maintenant dans la valorisation de l'immobilier ?

KBC Securities: « Non, pas encore. Et les experts immobiliers sont aussi **réticents**. Avec 2,4 milliards d'euros d'investissements, **le marché bruxellois de l'immobilier de bureau** semble avoir atteint un **niveau record** au premier semestre 2020. Cela vaut aussi pour les entreprises qui y sont actives, mais les statistiques incluent plusieurs grosses transactions. Nous songeons notamment à la vente de la **Tour des Finances** pour 1,3 milliard d'euros.

Le **nombre de transactions**, en revanche, est en **baisse**, tout comme le **nombre total de surfaces louées**. Il correspondait au premier trimestre à environ un quart du niveau observé à la même période un an plus tôt et à la moitié au deuxième trimestre. Cela signifie également que **les experts immobiliers disposent de moins de chiffres sur lesquels fonder leur évaluation**. Mais quelle est donc la **valeur de référence** d'un bâtiment s'il n'y a pas de transactions? Étant donné le faible nombre de transactions et la crise du covid-19, les experts immobiliers soulignent que la valeur allouée actuellement aux bâtiments est entourée d'une grande incertitude. Mais cet avertissement n'a pas été donné pour l'immobilier logistique par exemple. »



Tour des Finances, Bruxelles
Source : Jaspers-Eyers Architecten

Qu'en est-il de la valorisation des actions ?

KBC Securities: « **L'action Befimmo a considérablement baissé depuis mars** et ne s'est pas encore redressée. La valeur intrinsèque est de 62,50 euros, alors que le cours s'élève actuellement à environ 38 euros, ce qui représente une **décote de 39%**. Cette décote signifie notamment que le marché estime que **la valeur des biens immobiliers de Befimmo est trop élevée au bilan**. À titre de comparaison, la **décote est encore plus importante pour certaines sociétés actives dans**

l'immobilier de détail (en l'occurrence les centres commerciaux situés en centre-ville): elle atteint 50%, voire plus.



Performance de l'action Befimmo

C'est compréhensible, car l'activité commerciale est sous pression. Nous continuerons certes à acheter la plupart des produits dans les magasins classiques après la crise du Covid-19, mais **l'e-commerce ne cessera de s'accaparer une part croissante du chiffre d'affaires**. Ici aussi, le Covid-19 devrait renforcer et perpétuer cette tendance existante. Les marchés d'actions anticipent également cette évolution. Il y a toutefois fort à parier que la pression exercée par **l'anticipation de l'évolution de la situation pèse actuellement trop lourdement sur les cours**, entre autres sur l'action Befimmo. Les marchés pourraient **réagir de façon excessive** à court terme. »

Quel message souhaiteriez-vous transmettre aux investisseurs qui ont opté pour des entreprises exposées à ce type de risque ?

KBC Securities: « Que **la liquidité et la solvabilité ne sont pas remises en question**. En ce qui concerne **Leasinvest**, par exemple, la situation est quelque peu préoccupante à ce niveau (le bilan offrant peu de marge de manoeuvre en cas de revers), mais l'entreprise peut compter sur un solide actionnaire, à savoir **Ackermans & Van Haaren**. Pour ce qui est de **Befimmo**, nous sommes **plus rassurés en ce qui concerne le taux d'endettement**, mais des **menaces** planent à long terme sur la valeur et l'évolution du portefeuille existant. »

Quelles sont vos entreprises préférées ?

KBC Securities: « En ce moment, **nous miserions surtout sur les promoteurs immobiliers dans le segment de l'immobilier de bureau**. Il existe en effet une grande différence entre les créateurs de valeur pour les promoteurs (comme **Atenor**) et les sociétés immobilières qui détiennent des bureaux dans leur bilan.

Dans le cas des promoteurs immobiliers, ce sont justement les changements dont nous avons parlé qui stimulent la demande. **Les bâtiments devenus inutiles,**

qui doivent donc être réaménagés et/ou rendus plus **durables**, impliquent une demande supplémentaire. Tant qu'il y aura des entreprises qui veulent un bâtiment qui n'existe pas aujourd'hui ou qui veulent modifier un bâtiment existant, il y aura un marché pour les promoteurs immobiliers.

Ces acteurs présentent néanmoins un **profil de risque différent des sociétés actives dans la mise en location de biens immobiliers** : taux d'endettement plus élevé, pas de revenus récurrents, faible visibilité sur les cash-flows totaux,...

Atenor est un bon exemple: si le groupe travaille sur un projet de trois ans, les dépenses seront plus ou moins fixes sur cette période. Mais si le prix de vente du bâtiment varie pendant cette période, l'impact sur le rendement sera très important. Il s'agit clairement d'un grand risque. Le marché des bureaux **est en proie à une grande incertitude**. Les choses évoluent à première vue en sa faveur, mais nous devons encore en avoir la confirmation. »

La prudence est donc de mise pour les sociétés immobilières fortement exposées à l'immobilier de bureau ?

KBC Securities: « **Investir dans l'immobilier de bureau peut être intéressant actuellement, en raison de la baisse notable des valorisations. Les cours actuels incorporent tellement d'incertitudes à propos de l'avenir que le risque est orienté à la hausse.** Un investissement dans le marché des bureaux est actuellement moins attrayant qu'auparavant, mais il pourrait y avoir du potentiel à plus long terme. Nous estimons toutefois qu'il est encore trop tôt pour faire ce pas maintenant. »

L'univers immobilier de KBC Securities

Le tableau ci-dessous reprend l'univers immobilier de KBC Securities par segment, y compris la recommandation et l'objectif de cours.

REAL ESTATE	Latest Price (D-1)	Target Price	Upside	Rating	Market Cap	Volume	Free Float	P/NAV	Dividend yield 2019	PIE 2020	GIY (calc.)	Implied yield	FV Portfolio Last	Debt ratio Last	Net debt / EBITDA	Avg debt maturity	CoD Last	Hedge ratio	Hedge duration
Healthcare																			
Aedifica	97.4	120	23.2%	Buy	3,213,833,971	5,580,582	100.0%	143.8%	3.5%	25.7x	5.8%	3.8%	3,317.1	50.0%	11.4x	4.7	1.5%	92.0%	-
Care Property Invest	27.75	36	29.7%	Buy	565,954,229	816,501	100.0%	139.2%	3.1%	28.9x	5.2%	4.0%	700.6	46.7%	10.6x	6.2	2.1%	95.7%	-
Cofinimmo	127.2	145	14.0%	Buy	3,442,275,842	6,661,542	95.9%	127.4%	4.6%	18.7x	6.0%	4.9%	4,460.0	41.8%	9.5x	4.0	1.3%	89.0%	-
Logistics																			
Intervest Offices & Warehouses	22.6	33	46.0%	Buy	580,140,000	665,889	82.8%	103.2%	6.0%	14.2x	7.2%	7.1%	973.8	43.0%	8.5x	4.2	2.0%	77.0%	4.60
Montea	97.1	95	-2.2%	Hold	1,532,471,040	1,309,253	71.3%	198.2%	3.4%	28.9x	6.0%	3.7%	1,285.1	40.0%	8.3x	3.9	2.0%	86.0%	6.20
VGP	121.4	129	6.3%	Buy	2,498,782,270	1,586,352	43.6%	231.6%	4.2%	8.6x			N/A	35.0%	2.2x	N/A	N/A	N/A	N/A
Warehouses De Pauw	28.96	30	3.6%	Hold	5,059,713,588	7,956,173	70.1%	228.0%	3.5%	28.8x	6.1%	3.7%	4,370.5	47.2%	9.4x	4.5	2.1%	88.5%	7.00
Retail																			
Ascencio	46.05	51	10.7%	Hold	303,745,109	227,735	100.0%	85.2%	6.6%	10.0x	6.5%	6.9%	705.3	49.5%	8.7x	2.7	1.9%	73.3%	-
Leasinvest RE	77.4	80	3.4%	Hold	458,722,246	186,858	50.8%	92.2%	4.9%	13.9x	5.9%	6.1%	1,195.0	58.1%	14.9x	3.5	2.3%	85.0%	5.01
Orl City Retail	10.85	12.5	15.2%	Buy	77,613,544	49,869	88.1%	64.1%	5.2%	11.5x	5.9%	6.9%	223.9	47.6%	10.1x	3.2	1.7%	100.0%	-
Retail Estates	58.7	60	2.2%	Hold	741,405,302	790,647	72.0%	89.5%	5.6%	10.5x	6.5%	6.4%	1,661.8	53.1%	9.1x	4.4	2.1%	85.6%	-
Residential & student housing																			
Home Invest Belgium	115.5	120	3.9%	Hold	379,780,863	151,642	40.2%	116.7%	4.7%	28.0x	5.0%	4.4%	619.2	51.0%	20.9x	4.2	1.5%	89.5%	5.10
Xior	52.4	€	N/A	Under Review	751,887,600	1,443,329	77.4%	147.4%	2.5%	30.8x	5.4%	4.3%	1,240.9	53.6%	13.6x	4.4	2.1%	88.0%	7.13
Offices																			
Befimmo	37.55	47	25.2%	Reduce	960,499,486	1,170,786	75.9%	60.1%	9.2%	13.5x	5.2%	6.3%	2,798.5	43.6%	13.7x	4.6	2.0%	95.6%	-
Developers																			
Atenor	56.6	70	23.7%	Hold	398,398,627	188,628	61.6%	173.0%	3.3%	8.9x			N/A	59.2%	9.7x	N/A	2.1%	N/A	N/A
Barimmo	2.54	4.1	61.4%	Buy	28,904,659	11,594	31.9%		0.0%	-		0.0%	-	0.0%	-	-	0.0%	0.0%	-
Immobel	63.8	80	25.4%	Buy	637,831,313	369,709	24.8%	143.7%	4.4%	14.0x			N/A	42.3%	12.1x	N/A	2.5%	N/A	N/A
Other																			
Texaf	34.8	€	N/A	Under Review															

Mentions légales

Bolero est la plateforme d'investissement simple exécution de KBC Bank SA et est indépendante de tous les autres services de placement qui peuvent être fournis par KBC Bank SA.

Copyright © KBC Bank SA/Bolero. Tous droits réservés. Ces informations ne peuvent en aucun cas être publiées, remaniées ou reproduites sous quelque forme que ce soit. Les droits de propriété intellectuelle de la présente publication reviennent à KBC Bank SA, à des entités qui y sont liées ou à des tiers. Toute violation de ces droits est interdite. Sous réserve d'autorisation expresse, écrite et préalable de l'auteur ou de ses ayants droit, toute transmission, vente, diffusion ou reproduction de la publication, sous quelque forme et par quelque moyen que ce soit, est strictement interdite.

Cet article est une publication de KBC Bank S.A. (Bolero). L'Autorité des services et marchés financiers (FSMA) est l'autorité de contrôle compétente pour cette activité.

Cette publication ne relève pas de la « recherche en investissement » telle que visée par l'Arrêté royal du 3 juin 2007 portant les règles et modalités visant à transposer la directive concernant les marchés d'instruments financiers. Elle consiste en une communication publicitaire, de sorte que les prescriptions légales destinées à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissements ne sont pas d'application. Bolero ne garantit en aucune façon que les instruments financiers traités vous conviennent. Bolero ne donne ici aucun conseil en investissement spécifique et personnalisé. Vous portez par conséquent l'entière responsabilité de l'utilisation que vous faites de cette publication.

Les gestionnaires de fonds de KBC AM peuvent effectuer des transactions sur l'instrument financier concerné avant la diffusion des recommandations. La rémunération des collaborateurs ou des préposés employés par KBC Securities et chargés de l'établissement des recommandations n'est pas liée à des transactions de banques d'affaires de KBC Securities. Les rendements des instruments financiers, indices financiers ou autres actifs évoqués dans cette publication sont des rendements obtenus par le passé. Ils ne constituent dès lors aucun indicateur fiable pour les rendements futurs. Il ne peut être garanti que les scénarios, les risques et les prévisions présentés reflètent les attentes du marché, ni qu'ils se réaliseront effectivement. Les prévisions sont fournies à titre purement indicatif. Les données figurant dans cette publication sont générales, purement indicatives et sujettes à modification.

Si les résultats des actifs financiers évoqués sont libellés dans une autre devise que l'euro, il se peut que le rendement soit supérieur ou inférieur en raison des fluctuations de change. Les informations communiquées représentent l'analyse de l'auteur à la date mentionnée. Si les informations sont basées sur des sources jugées fiables par l'auteur, Bolero ne peut garantir leur pertinence, leur exhaustivité, ni qu'elles soient à jour ; il se peut qu'elles soient incomplètes ou abrégées. L'auteur peut se référer à d'autres publications du groupe KBC (par ex. de KBC AM ou Market Research) ou de tiers. KBC Bank SA ne peut être tenue responsable de l'inexactitude ou de la non-exhaustivité éventuelle de certaines données contenues dans ces publications. Les clauses de non-responsabilité figurant dans les publications de KBC AM ou d'autres publications auxquelles il est fait référence sont également d'application.

Aucun extrait de cette publication ne peut être reproduit sans l'autorisation expresse, écrite et préalable de KBC Bank SA (centre Bolero). La présente publication est soumise au droit belge et relève de la compétence exclusive des tribunaux belges. Pour certains éléments essentiels des recommandations d'investissement (dont le règlement de conflits d'intérêts), nous vous renvoyons aux « Directives générales relatives aux recommandations d'investissement de KBC Asset Management » disponibles sur le site www.kbcam.be/actions et aux « Disclosures » consultables sur le site www.kbcsecurities.com/disclosures. En ce qui concerne les recommandations susmentionnées, des informations spécifiques en matière de conflits d'intérêts sont disponibles sur www.kbcsecurities.be/disclosures.

Investir en actions comporte d'importants risques et incertitudes. Les investisseurs doivent être en mesure d'assumer le risque économique d'un investissement et la perte totale ou partielle du capital investi.