

Gert De Mesure

Analist VFB



Cofinimmo: meer rusthuizen zorgen voor hogere waardering

NA DE PUBLICATIE VAN het halfjaarbericht zouden we in deze bijdrage de halfjaarcijfers kunnen belichten. We verkiezen niettemin de focus te leggen op de verschillende acquisities van de voorbije maanden, de impact ervan op de samenstelling van de portefeuille en tot slot bekijken we enkele indicatoren voor de waardering van Cofinimmo.

Het verhaal beginnen we dus bij de acquisities die in de eerste helft van 2018 plaatsvonden. Zo pakte Cofinimmo stevig uit met de aankoop van een portefeuille van 17 Duitse rusthuizen voor 172 miljoen euro (rendement 5,5%). Aansluitend verwierf het nog twee andere Duitse rusthuizen voor een bedrag van 16 miljoen euro (rendement 6,5%). Samen met investeringen in België en Nederland kwam het totale bedrag aan investeringen in zorgvastgoed uit op 200 miljoen euro in de eerste helft van 2018. Doordat de groep voor 98 miljoen euro kantoren en distributienetwerken verkocht, kwam het netto investeringsbedrag uit op 102 miljoen euro.

Los van nieuwe acquisities die nog kunnen plaatsvinden in de tweede helft van 2018, heeft Cofinimmo nog een pijplijn van 147 miljoen euro investeringen, waarvan 114 miljoen euro in zorgvastgoed.

Het was dan ook helemaal geen verrassing dat Cofinimmo in juni een kapitaalverhoging van 155 miljoen euro doorvoerde. De schuldgraad was immers gestegen tot 46,4% eind juni 2018 (na de kapitaalverhoging zakt dat tot 43%), eind 2017 lag de schuldgraad op 44%.

Door de belangrijke acquisities in zorgvastgoed, is het relatieve belang ervan gestegen tot 49% eind juni 2018. Gelet op de investeringspijplijn ligt de 50% binnen handbereik. Sommige beleggers zullen

natuurlijk al beginnen te dromen van 60% zorgvastgoed in de portefeuille, want dan zou Cofinimmo in aanmerking komen voor de verlaagde roerende voorheffing van 15%, maar zover is het nog lang niet.

“Cofinimmo investeerde in de eerste helft van 2018 voor liefst voor 200 miljoen euro in zorgvastgoed.”

Zoals geweten zijn er diverse voordelen verbonden aan investeringen in zorgvastgoed, in vergelijking met investeringen in andere soorten vastgoed. Zo zijn de meeste contracten in België en Frankrijk ‘triple net’, wat betekent dat de huurder verantwoordelijk is voor het structurele onderhoud van het gebouw, voor de belastingen en voor de verzekeringen. In Duitsland gaat het meestal om ‘double net’ contracten, waarbij de huurder de belastingen en de verzekeringen voor zijn rekening neemt. Een ander voordeel van investeringen in zorgvast-

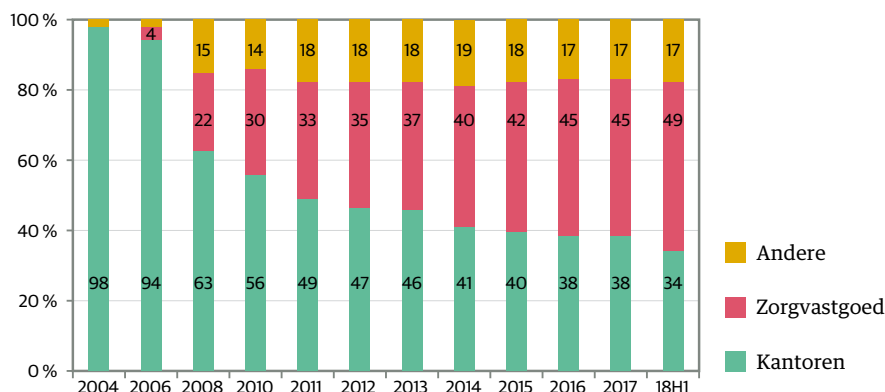
goed betreft de lange looptijd van de huurcontracten. Daardoor heeft 36,1% van de huurinkomsten van de volledige groep nu een looptijd die langer is dan 9 jaar.

In een volgende stap gaan we na wat de impact is van het toegenomen belang van het zorgvastgoed op de operationele marge van Cofinimmo, alsook van de invloed op het rendement op eigen vermogen. In de bijgevoegde tabel geven we een overzicht van 2007 tot en met 2017 van enkele financiële ratio's.

Een eerste vaststelling is dat Cofinimmo geen verbetering van zijn operationele marge (bedrijfsresultaat gedeeld door huurinkomsten) heeft gekend. Aedifica (dat nu volledig focust op zorgvastgoed, red) zag daarentegen wel zijn operationele marge verbeteren door het toenemend gewicht van zorgvastgoed, maar dat was deels doordat het aandeel van residentieel vastgoed met een relatief lage operationele marge werd afgebouwd.

Een tweede vaststelling is dat het rendement op eigen vermogen (courant resultaat gedeeld door intrinsieke waarde op het

Relatieve evolutie vastgoedportefeuille Cofinimmo



	FY07	FY08	FY09	FY10	FY11	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17
Operationele marge	84,1%	86,0%	86,4%	86,3%	85,2%	84,9%	85,6%	85,4%	84,0%	81,7%	81,9%
Rendement eigen vermogen	7,9%	7,4%	7,5%	8,2%	7,7%	8,3%	7,4%	7,8%	7,3%	7,2%	7,3%
Koers/courant resultaat	13,9	11,7	13,2	12,1	12,2	11,8	13,2	14,1	15,2	17,0	17,1
Courant resultaat p/a	9,11	8,08	7,47	8,02	7,45	7,61	6,78	6,70	6,46	6,40	6,53

eind van het jaar) relatief stabiel gebleven is over deze periode van 10 jaar. Cofinimmo heeft dus niet kunnen profiteren van de positieve impact van de lage rente en van het meer aantrekkelijke zorgvastgoed. De moeilijkere markt voor kantoorvastgoed heeft ongetwijfeld een minder positieve impact gehad op de evolutie van dat rendement op eigen vermogen.

Het derde dat we analyseren is de evolutie van de ratio koers/courant resultaat (we gebruiken daarvoor de koers van het einde van het jaar, behalve de huidige koers voor de ratio van 2017).

Wat blijkt? Deze waarderingsratio klimt. Dit mag zeker toegeschreven worden aan het hogere belang van het zorgvastgoed in de portefeuille, beleggers zijn bereid daarvoor een hogere prijs voor Cofinimmo te betalen. De vraag is natuurlijk in

welke mate deze waarderingsratio verder zal stijgen in de nabije toekomst. Zoals we gemerkt hebben in de voorbije jaren (zie ook grafiek) neemt het belang van zorgvastgoed in de portefeuille van Cofinimmo maar heel geleidelijk toe. Een ander zwakker punt is dat het courant resultaat per aandeel niet echt groeit. Dit heeft deels te maken met de aanwezigheid van kantoren die een minder lange levensduur hebben en sneller verouderd zijn. Dit verplicht de groep tot belangrijke renovatiekosten en tijdelijk verlies van huurinkomsten. Voor 2018 wordt een courant resultaat per aandeel van 6,51 euro vooropgesteld (was 6,53 euro in 2017), rekening houdend met de winstverwatering door de kapitaalverhoging van juni 2018.

Samengevat zijn we heel tevreden met de operationele gang van zaken, meer be-


paald de acquisities in zorgvastgoed. Daarnaast zijn we iets voorzichtiger omdat de waardering al vrij fors is opgelopen.

Gert De Measure
Redactie 10 augustus 2018
Koers Cofinimmo 111,50 euro
www.cofinimmo.be




BINNENSTEDELIJK WINKELVASTGOED

DOWNLOAD ONZE HALFJAARRESULTATEN OP INVESTOR.QRF.BE



SCHULDGRAAD
54,34%


VASTGOEDPORTEFEUILLE
281,1 MEUR


BEZETTINGSGRAAD
95,7%

 www.qrf.be

 info@qrf.be

 +32 3 233 52 46

LISTED
EURONEXT