



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGERS

## AEDIFICA

26 februari 2016

Koers	59,70
Aantal aandelen (m)	14,170
Marktkapitalisatie (m)	845,9

Intrins. waarde (dec./15)	42,75
Schuldgraad (dec./15)	39,9%

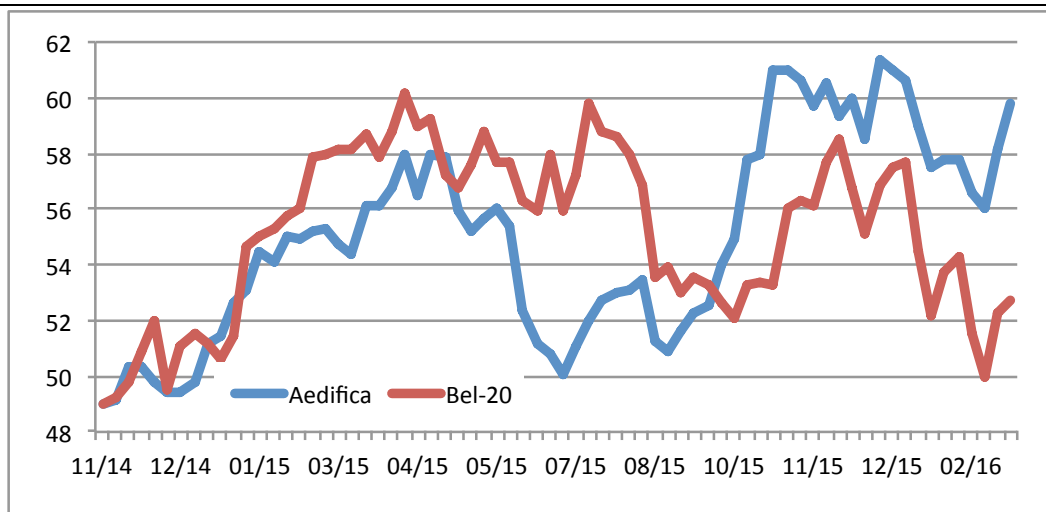
(in miljoen EUR)	FY10/11	FY11/12	FY12/13	FY13/14	FY14/15	FY15/16E
Netto huurresultaat	28,821	34,289	36,083	40,613	49,903	59,400
Groei in %	24,1%	19,0%	5,2%	12,6%	22,9%	19,0%
Bedrijfsresultaat	21,692	26,170	27,534	31,421	39,022	46,900
Financieel resultaat	-5,116	-20,255	-8,860	-13,955	-13,150	-12,700
Resultaat portefeuille	8,825	9,477	9,067	3,816	19,292	n.b.
Nettowinst	25,321	15,338	27,671	21,385	45,165	33,800
Uitkeerbaar (courant) resultaat	12,089	15,320	17,004	20,315	25,498	33,800
Bezettingsgraad (niet-gem.)	97,4%	97,8%	97,4%	97,6%	97,9%	97,9%

	FY10/11	FY11/12	FY12/13	FY13/14	FY14/15	FY15/16E
Winst per aandeel	3,91	2,14	3,17	2,16	4,24	2,39
Courant resultaat per aandeel	1,87	2,14	1,95	2,05	2,39	2,39
Netto dividend*	1,82	1,86	1,58	1,62	1,70	1,50
Intrinsieke waarde (reëel)	38,65	37,29	38,59	38,74	42,59	n.b.
Premie/discount	7,4%	23,1%	23,1%	29,1%	40,2%	n.b.
Dividendrendement**	4,4%	4,1%	3,3%	3,2%	2,8%	2,5%

\*: vanaf 2012/13 met 15% RV, vanaf 2015/16 met 27% RV

\*\* : op basis van koersen eind juni (afsluiting boekjaar), voor 2014/15 en 2015/16E de huidige koers

BEDRIJFSPROFIEL AANDELEN



## Bedrijfsomschrijving

Aedifica, een GVV (ex-vastgoedbevak) heeft zich de voorbije jaren ontwikkeld tot de Europese referentie in rusthuizen. Ze werd opgericht eind 2005 en zette in oktober 2006 de stap naar Euronext Brussel. Eind 2015 was de vastgoedportefeuille aangegroeid tot 1,065 miljoen euro en telde ze 515.000 m<sup>2</sup>. De portefeuilledeling eind 2015 was als volgt: 21% residentiële gebouwen (865 appartementen in 36 gebouwen), rusthuizen 72% (6.942 kamers op 73 sites) en hotels 7% (521 kamers in 6 hotels). Aedifica maakt geen onderscheid meer tussen gemeubelde en niet-gemeubelde appartementen.

Geografisch bevindt 29% van de portefeuille zich in het Brusselse Gewest, 47% in Vlaanderen en 12% in Wallonië. Duitsland is goed voor 12%. Het lage percentage van Wallonië wordt verklaard door het moratorium op de bouw van nieuwe rusthuizen, alleen vervanging is toegestaan. In Duitsland telt Aedifica al 14 activa voor 1.200 bewoners (waarde van meer dan 120 miljoen euro) en met 5 verschillende huurders. De eerste stappen zette het er in het boekjaar 2013/14.

De belangrijkste huurders zijn de groep Amonea (22% van huurinkomsten), Senior Living Group (14% van huurinkomsten) en Orpea (11% van huurinkomsten).

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

## Resultaten eerste helft boekjaar 2015/16

(in miljoen euro)	H1 14/15	H1 15/16	Δ 15/16
Huurinkomsten	22,914	28,654	25,1%
Operationeel resultaat	17,999	23,354	29,8%
Fin. resultaat	-6,055	-6,293	
Netto courant resultaat	11,793	16,820	42,6%
Netto courant resultaat p/a	1,14	1,20	5,3%
Resultaat op portefeuille	12,722	7,866	
Resultaat fin. instrumenten	-3,294	-0,951	
Nettoresultaat	21,105	23,372	
Intrinsieke waarde	41,04	42,75	4,2%

Aedifica heeft een heel stevige eerste jaarhelft achter de rug. De waarde van de portefeuille steeg weliswaar slechts 6% tot 1,065 miljard euro, de huren stegen 25,1% tot 28,654 miljoen euro. De impact van de acquisities uit het vorige boekjaar laat zich duidelijk gevoelen.

Om die sterke huurgroei beter te kunnen begrijpen, moeten we terug naar eind maart 2015, toen de schuldgraad tot 52,1% gestegen na een golf van aankopen in België en in Duitsland. Die schuldgraad daalde eind juni 2015 wel terug naar 37% na een nieuwe kapitaalverhoging van 135 miljoen euro. Ondertussen is de schuldgraad terug gestegen naar 40%. Vast staat dat die schuldgraad de volgende maanden verder zal stijgen.

De vergelijkbare huurgroei kwam uit op +1%, dankzij een +0,6% bij de rusthuizen en een +2,6% bij de appartementen. Bij de hotels en andere was er een lichte daling (-0,2%). Dat Aedifica voluit gaat voor rusthuizen, moet duidelijk zijn. Alle acquisities betroffen voornamelijk dit type van vastgoed en verklaren ook de huurgroei van 37% in dit segment.

Het financiële resultaat daalde licht. De impact van de toename van de netto financiële schuld werd deels geneutraliseerd door een daling van de financiële kost van 3,2% naar 3%.

Het resultaat op de portefeuille (vnl. herwaarderingsen) was opnieuw in belangrijke mate positief en zoals in de voorbije 5 jaar waren de rusthuizen daar grotendeels voor verantwoordelijk. Bij de appartementen was er ook een waardestijging.

De herwaardering van de financiële indekkingsinstrumenten was negatief ten bedrage van -0,951 miljoen euro door een daling van de marktrente.

Het netto courant of uitkeerbaar resultaat steeg 42,6% tot 16,82 miljoen euro, per aandeel was er een beperktere toename van 5,3%, van 1,14 naar 1,20 euro. Per aandeel is de groei kleiner door een toename van het aantal aandelen (vooral kapitaalverhoging juni 2015).

Net zoals in de voorbije jaren heeft Aedifica een mooie pijplijn met projecten. Op datum van eind 2015 had die een waarde van 150 miljoen euro.

Voor het boekjaar 2015/16 stelt Aedifica een brutodividend van 2,05 euro voorop.

## Strategie

Het management van Aedifica ziet een mooi transactiepotentieel voor zich en het heeft daar ook de financiële ruimte op zijn balans voor met een schuldgraad van slechts 40%. Dat de toekomstige transacties alleen rusthuizen zullen betreffen, is een zekerheid. Appartementen, nog goed voor 22% van de huidige portefeuille lijken niet langer een strategische optie. Dit betekent wel niet dat ze snel van de hand gedaan zullen worden. Financieel zou Aedifica er wel kunnen bij varen, mocht het appartementen ruilen voor meer rusthuizen. De appartementen hebben een rendement van 5,5%, maar de operationele marge bedraagt slechts 59% (kosten voor onderhoud, herverhuur, ...). Voor de rusthuizen bedraagt het rendement 5,9% en komt de operationele marge uit op 99%!

---

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

In **België** merkt Aedifica een sterke consolidatie onder de privé-spelers in de rusthuizenmarkt. Deze privé-spelers, goed voor een derde van de markt, kennen toch nog een zekere groei. Van groter belang in de nabije toekomst wordt de evolutie van de non-profit spelers die dus twee derde van de markt bezetten. Tot dusver stonden deze niet open voor een uitbesteding van hun rusthuisvastgoed, maar blijkbaar is dit geleidelijk aan het veranderen, meer bepaald in Vlaanderen. Daarover binnenkort waarschijnlijk meer.

De **Duitse markt** van zorgvastgoed was moeilijk in 2015 door een daling van de rendementen (lees stijging van de prijzen). Daarnaast is er te weinig aanbod van kwalitatieve producten. Een alternatieve piste die Aedifica daarom bewandelt, is deze van gebouwen waar upgrade, uitbreiding of herontwikkelingen mogelijk zijn. In dit type van operaties kan Aedifica haar operationele en technische kennis aanwenden om de zuivere financiële spelers de pas af te snijden.

Wat andere geografische markten betreft, had de CEO van Aedifica het over Frankrijk en Nederland. Voor **Frankrijk** neemt het een opportunistische houding aan, want de prijzen liggen er momenteel te hoog. In Nederland daarentegen zouden er meer mogelijkheden zijn en lijkt het momentum goed om de markt te betreden. **Nederland** zette immers een nieuw financieringssysteem op punt, daarnaast kampt het land met de klassieke uitdagingen zoals een snel verouderende bevolking en dus een grote vraag naar rusthuiscapaciteit (zeg: woonzorgcentra) en een sterk gefragmenteerde markt. Ook in Nederland domineert de non-profit, vooral onder de vorm van stichtingen. Tot dusver zagen ze samenwerking met een vastgoedspeler met 'winstbejag' niet zitten, maar in die houding lijkt geleidelijk verandering te komen, zeker door het intense en lange voorbereidingswerk dat Aedifica zich getroost heeft.

## **Conclusie**

Dankzij de grote investeringen in het kalenderjaar 2015 kan Aedifica de winstverwatering na de kapitaalverhoging van juni 2015 tot een minimum beperken. Dat is het eerste goede nieuws. Het tweede goede nieuws is dat door de daling van de schuldgraad tot 40% de groep opnieuw heel wat 'financiële' munitie heeft om verder te groeien zonder dat er nieuwe aandelen uitgegeven moeten worden. We berekenden dat een stijging van de schuldgraad van 40% naar 50% goed kan zijn voor 200 miljoen investeringen en dit met een marge van 2,5% (verschil tussen rente en huurrendement). Dit kan het uitkeerbare resultaat met 0,35 euro per aandeel doen stijgen.

Rekening houdend hierbij zou de ratio koers/uitkeerbaar resultaat kunnen uitkomen op afgerond 21,8, wat maakt dat Aedifica nog steeds met een belangrijke premie noteert t.o.v. zijn Belgische sectorgenoten. Daarnaast is het door de verhoging van de roerende voorheffing tot 27% minder aantrekkelijk geworden, het netto dividendrendement is hierdoor teruggevallen tot slechts 2,5%.

Maar dit alles neemt niet weg dat internationale institutionele beleggers bereid blijven een premie te betalen voor een investering in rusthuizen, in Europees verband is Aedifica een van de weinigen in dit domein. Die institutionele beleggers zien ook dat de geschatte waarde van deze rusthuizen jaar na jaar toeneemt. De stabiliteit van de inkomsten uit dit vastgoedsegment, aangevuld met een bezettingsgraad van quasi 100%, is een ander niet onbelangrijk element wat de hoge premie kan verantwoorden.

Gert De Measure

---

**VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60**

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veelelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.