

Bespreking en waardering van de Belgische projectontwikkelaars

Presentatie beschikbaar op

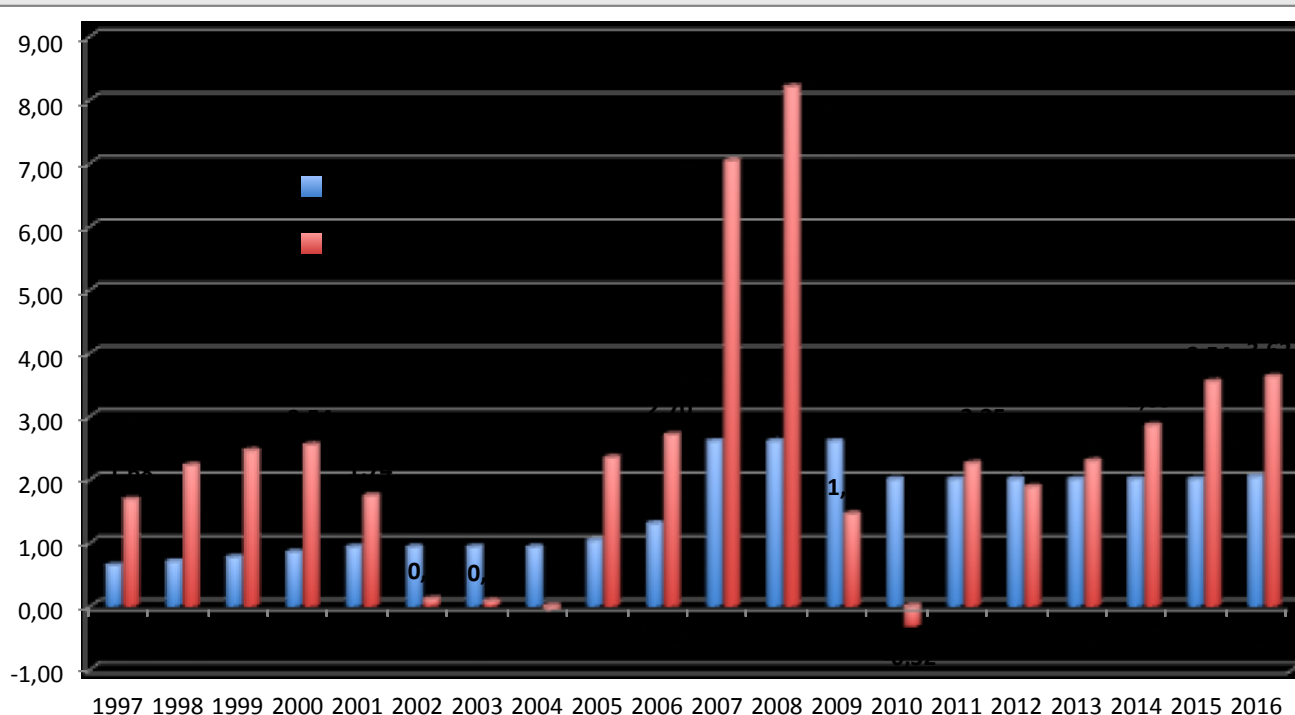


1. Belgische projectontwikkelaars

- Update van presentatie van december 2009
 - Atenor
 - Banimmo
 - Immobel
 - Moury Construct
 - VGP
- Nieuwe benadering waardering

1. Belgische projectontwikkelaars

- **Fundamenteel verschil met GVV's**
 - Volatiliteit resultaten en beperkte visibiliteit
 - Koers/winstverhouding: minder bruikbaar



Evolutie Atenor

1. Belgische projectontwikkelaars

- Flashback naar december 2009

	koers	mkt cap	eigen vermogen	koers/ boekwaarde
Atenor	35,4	178,4	117,38	1,52
Banimmo	14,0	159,0	125,528	1,27
Immobel	20,1	82,9	152,601	0,54
Moury Construct	89,0	35,3	39,872	0,88
VGP	16,5	305,7	142,46	2,15

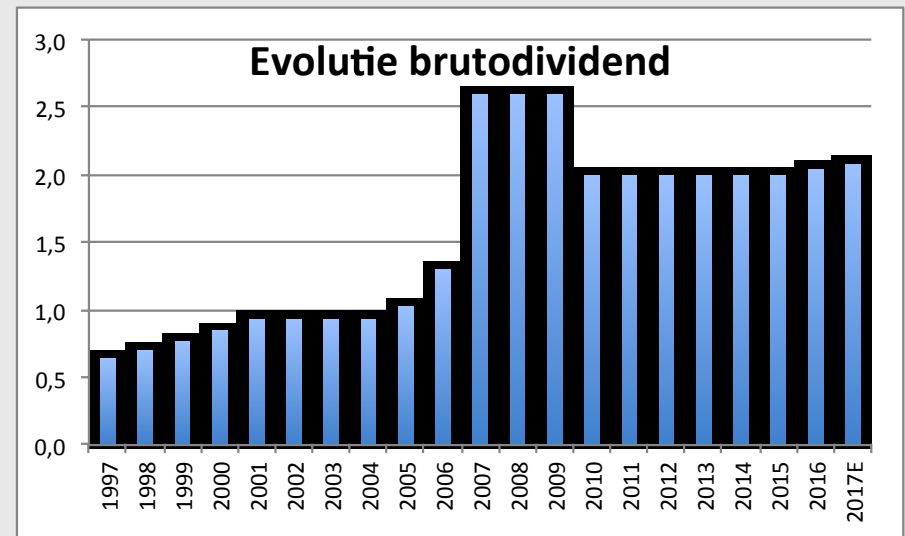
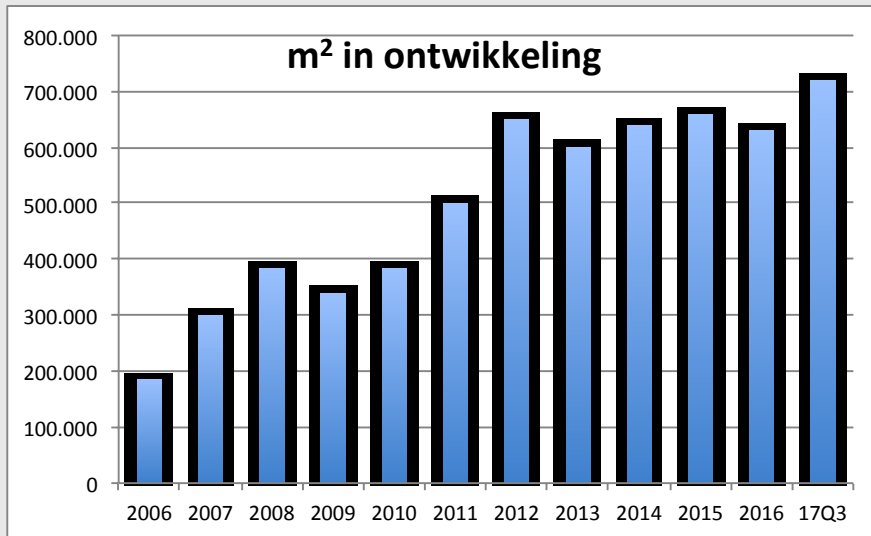
(koersen van 4 december 2009)

	koers	beurswaarde	Eigen vermogen	Koers/ boekwaarde
Atenor	49,6	277,0	139,39	1,99
Banimmo	3,27	37,0	57,743	0,64
Immobel	54,00	529,0	311,032	1,70
Moury Construct	140,00	54,0	47,120	1,15
VGP	58,7	1067,0	390,305	2,73

(koersen 6 december 2017)

2. Atenor

- Sterke groei in m² in ontwikkeling
- Volatiele resultaten, stabiel dividend
(3% netto dividendrendement)



2. Atenor

Uittreksel uit analyse van medio 2015

	15H2	2016	2017	2018	2019	2020	2020 e.v.
1. UP-site	0,1	0,2					
2. Roemenië	1,5	8,0	8,0	5,0			
3. Hongarije	3,0	7,0	5,0	6,0	4,0	4,0	
4. Trebel	6,0	5,0					
5. Victor				3,0	3,0	5,0	
6. The One, Brussels Europa			2,0	8,0	3,0		
7. Namur	2,0	2,5	2,0				
8. Ath	1,0	1,5	2,0	1,5			
9. Mons	1,5	2,5	1,5	2,0	3,0	3,0	
10. City Docks		2,0	4,0	5,0	3,0	4,0	
11. Luxemburg, Neudorf	2,0	1,0					
12. Air Luxemburg	1,4	1,0					
13. Palatium				3,0	2,0		
14. Les Berges de l'Argentine			1,5	3,0	3,0		
minus kosten	-2,8	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6	-5,6	
Totaal	15,7	25,1	20,4	30,9	15,4	10,4	167,0
Verdisconteerd aan 6%	15,7	23,7	18,2	25,9	12,2	7,8	124,8
Totaal tot 2020	103,4		p/a tot 2020		18,96		
Na 2020	124,8		p/a na 2020		22,87		
			boekwaarde		19,87		
			totale waarde		61,69		
			beurskoers		45,00		
			discount		27,1%		

2. Atenor

- Modelmatige benadering: streefdoel winst van 500 euro/m²
- 720.000 m² x 500 = 360 miljoen euro
- Rotatie portefeuille:
 - 7 jaar -> 51,4-15 miljoen euro of 6,46 euro p/a
 - 8 jaar -> 45,0-15 miljoen euro of 5,32 euro p/a

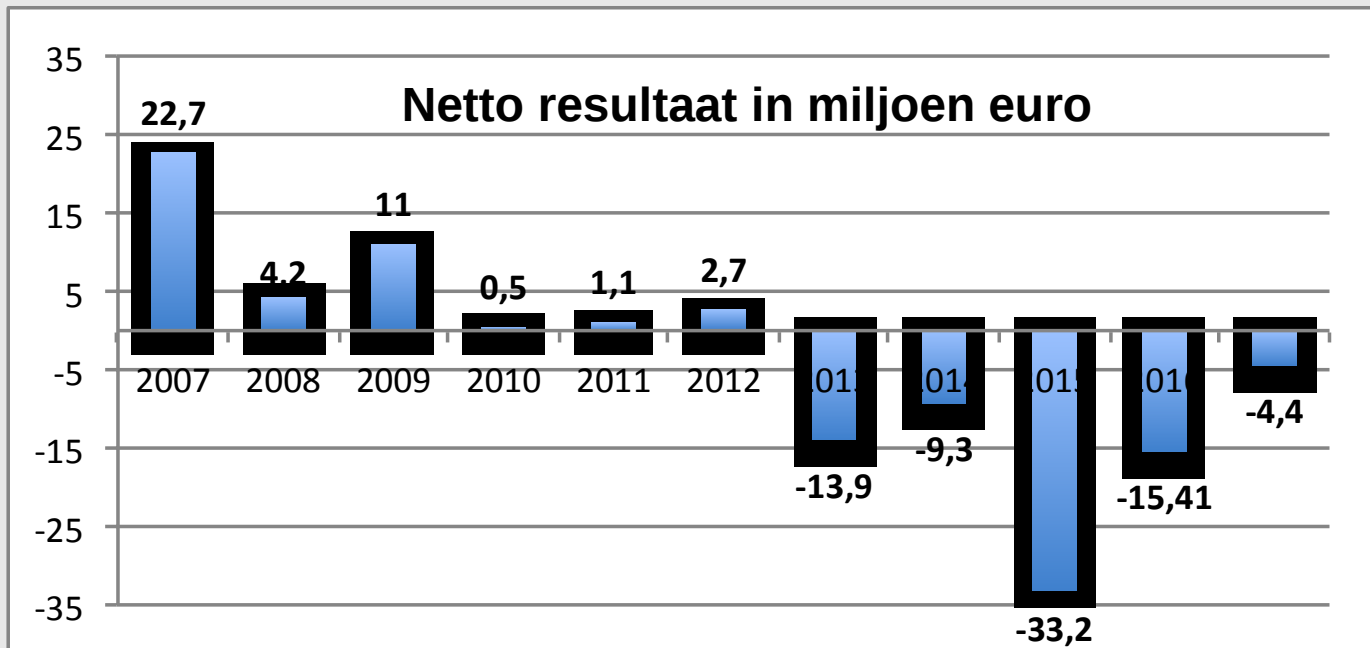
360 miljoen verdeeld over 7 jaar -> 51,4; over 8 jaar -> 45 miljoen euro

15 miljoen euro = operationele en financiële kosten en belastingen

Duidelijk te duur naar beurs gekomen!!!

3. Banimmo

- Beursintroductie juni 2007 à 21 euro
 - Intrinsieke waarde eind 2006: 12,60 euro
 - Intrinsieke waarde eind 2007: 13,90 euro



3. Banimmo

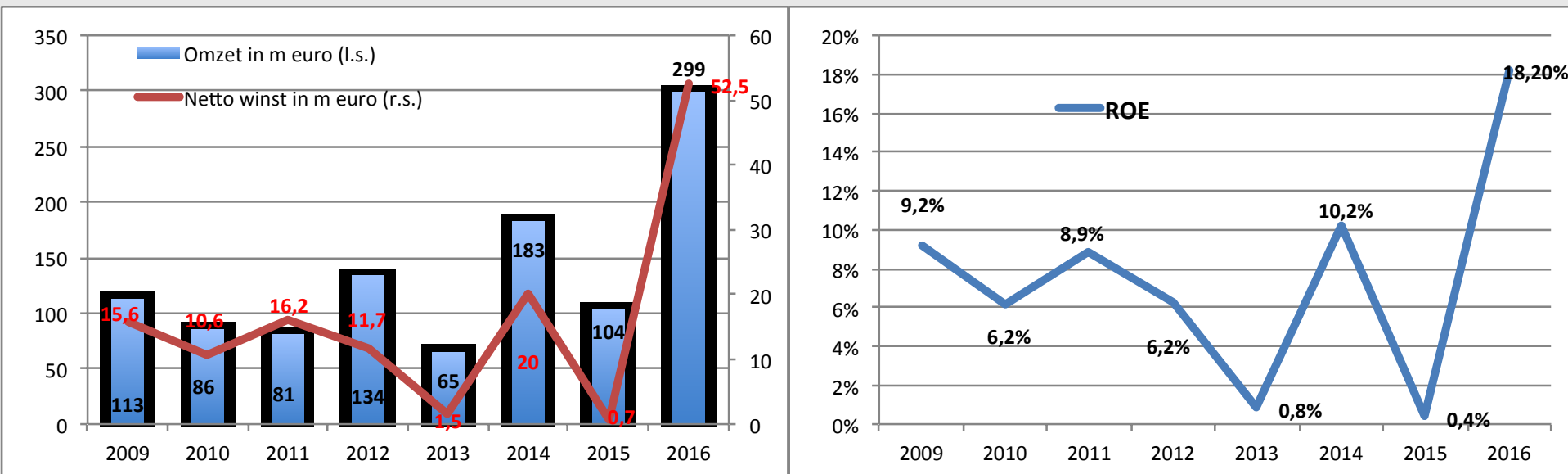
- Complexiteit cijfers:
 - Deel waardering aan kostprijs + investering
 - Deel waardering aan marktwaarde
 - Deel aan kostprijs minus afschrijving
- Situatie 30 juni 2017
 - Intrinsieke waarde IFRS: 4,7 euro
 - Intrinsieke waarde marktprijs: 6,8 euro

3. Banimmo

- Nieuw management
 - 81 commerciële voorstellen in 17H1
 - Verlaging operationele kosten
- Grotere projecten met vertraging
 - Vilvoorde: Groenloo
 - Gent Expo: outlet center
- Gedwongen verkoper in de markt
- Verkoop Halle Sécretan dit jaar
- Aantrekkelijk voor beperkte bedragen

4. Immobel

- Herboren door fusie met Allfin
- Zwakke track record tot 2015, onregelmatig



In 2016: eenmalige winst 14,9 m door fusie

4. Immobel

- 2016: goede cijfers, vooruitgelopen
- 2017: overgangsjaar
- 2018: goed jaar
- 2019 en 2020: ook heel goede jaren
- Meer aantrekkelijke dividendpolitiek

(in miljoen euro)	16H1	17H1
Omzet	113,927	55,145
Bedrijfswinst	40,406	9,091
Netto winst	30,300	5,299
Winst per aandeel	3,03	0,60



Demes

Advices for Growth by **Gert De Mesure**

Projectnaam	Ligging	aantal m ²	type*	timing
Universalis Park (50%)	Brussel	110.000	RKG	fase 1 15.000 m ² (161 appt): 40% verkocht
O'Sea	Oostende	88.500	R	fase 1 19.000 m ² : (170 wooneenheden): 26% verkocht
Granary Island (90%)	Polen	60.000	RWH	veel reservaties (77% wooneenheden), voorbereidend
Mobius	Brussel	59.400	K	2 torens, waarvan 1 voor Allianz, vergunningsfase
Belair (RAC4)	Brussel	56.420	RW	vergunningsfase
Ernest 50%)	Brussel	50.000	R	fase 1 verkocht, fase 2 198 appt 53% verkocht
De Brouckère (50%)	Brussel	50.000	-	nog te bepalen
Lebeau	Brussel	42.000	RW	nog geen vergunning ingediend
Domaine des Vallées (50%)	Grež-Doiceau	37.000	RW	80% van fase 1 (210 wooneenheden) is verkocht
Livingstone (50%)	Luxemburg	36.000	RW	vergunningsfase
Infinity	Luxemburg	33.300	RWK	vergunningsfase, 50% residentieel gereserveerd
Polvermillen	Luxemburg	26.600	RK	vergunningsfase
Ilôt-Saint-Roch	Nijvel	24.400	RW	vergunningsfase
Cedet	Polen	22.300	KW	bouw en commercialisering gestart, 30% verhuurd
CBD One	Polen	18.700	K	start bouw in 2018
Vaartkom	Leuven	13.500	RK	vergunningsfase
Parc Seny	Brussel	13.200	R	vergunningsfase, al 13% verkocht
Lake Front	Knokke	12.000	R	fase 1 opgeleverd 96% verkocht, fase 2: 84% verkocht
Riverview	Nieuwpoort	11.000	R	bouwfase, 77% verkocht
C de Ligne	Brussel	9.500	K	sale expected end 2016
Royal Louise	Brussel	8.000	R	vergunningsfase
Fuussbahn (33%)	Luxemburg	7.900	RW	bouwfase, 50% gereserveerd
Greenhill Park	Brussel	6.000	R	bouwfase, 32% verkocht
Chient Vert	Brussel	5.000	R	wordt aan andere ontwikkelaar verkocht
T'zout	Koksijde	4.700	R	vergunningsfase (54 appt)
Parc Sainte Anne	Brussel	3.500	R	85% van 26 appt verkocht
Centre Etoile	Luxemburg	3.440	K	renovatie, vergunningsfase

*R: residentieel, K: kantoren, W: winkels, H: hotels, G: gezondheidszorg

4. Immobel

- Waarderingsoefening november 2016
 - Portefeuille van 800.000 m²: realisatie in 5 jaar
 - Simulatie marge 300/400/500 euro/m²
 - Winstschatting, ROE, vaststelling koers/boekwaarde

euro/m ²	300	400	500
m ² per annum	162.500	162.500	162.500
gross margin euro m	48,75	65,00	81,25
net profit euro m	23,00	36,00	49,00
equity	288,64	288,64	288,64
ROE	8,0%	12,5%	17,0%
corresponding P/BK	1,4	2,0	2,5
price target	46,09	65,84	82,30

5. Moury Construct

- Bouwgroep: wegen/woningen

	2013	2014	2015	2016
Nettodividend	3,00	3,30	3,65	3,64
Slotkoers	95,20	123,93	134,45	138,00
Dividendrendement	3,2%	2,7%	2,7%	2,6%
Eigen vermogen m	42,236	42,984	45,145	47,120
Netto cash positie m	39,189	38,393	36,955	32,839
Omzet m	79,607	92,201	85,743	99,328
Netto winst m	1,788	2,333	3,905	3,958

5. Moury Construct

- Waardering:
 - Koers/winst op basis van 2016: 13,6 , maar winst -30% in eerste helft 2017
 - Cash is goed voor 61% van beurswaarde
- Heel defensief
- Beperkt potentieel zolang er niets met de cash gebeurt (maar hier is niets mis mee)

6. VGP

- Fantastische prestatie in voorbije jaren
- Wordt groter en groter
- Joint-venture met Allianz: beperkt (winst)groei

Aantal m²	Eigendom	Joint-venture	In ontwikkeling
2014	268.232		171.455
2015	548.838		272.334
2016	416.158	595.454	381.041
17H1	353.088	809.022	527.876
17KW3			563.198

6. VGP

- Hoog rendement op eigen vermogen
- Zal dalen indien vastgoed in portefeuille blijft, maar dat zorgt wel voor lagere volatiliteit van het resultaat

	winst			ROE		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
VGP	49,359	86,561	91,286	22,9%	23,9%	23,4%

6. VGP

- **Kleine winstsimulatie** (netto na financiële kosten en belastingen)
 - Eigen vastgoed: 20 miljoen euro
 - Joint-venture à 50%: 10 miljoen euro
 - Ontwikkelingen: winst van 150 euro/m² op 560.000 m² -> 84 miljoen euro op 2 jaar -> 42 miljoen euro op een jaar
 - Totaal: 72 miljoen euro of 3,9 euro p/a
 - Dividendpolitiek 40% / 60% uitkering

7. Sectorwaardering

- Regressie-analyse: afzetten van rendement op eigen vermogen (ROE) tegenover koers/boekwaarde
- Internationaal staal van sectorgenoten in Europa
- Gemiddeld rendement op eigen vermogen en gemiddelde koers/boekwaarde van de jaren 2014/16

7. Sectorwaardering

• Inputgegevens

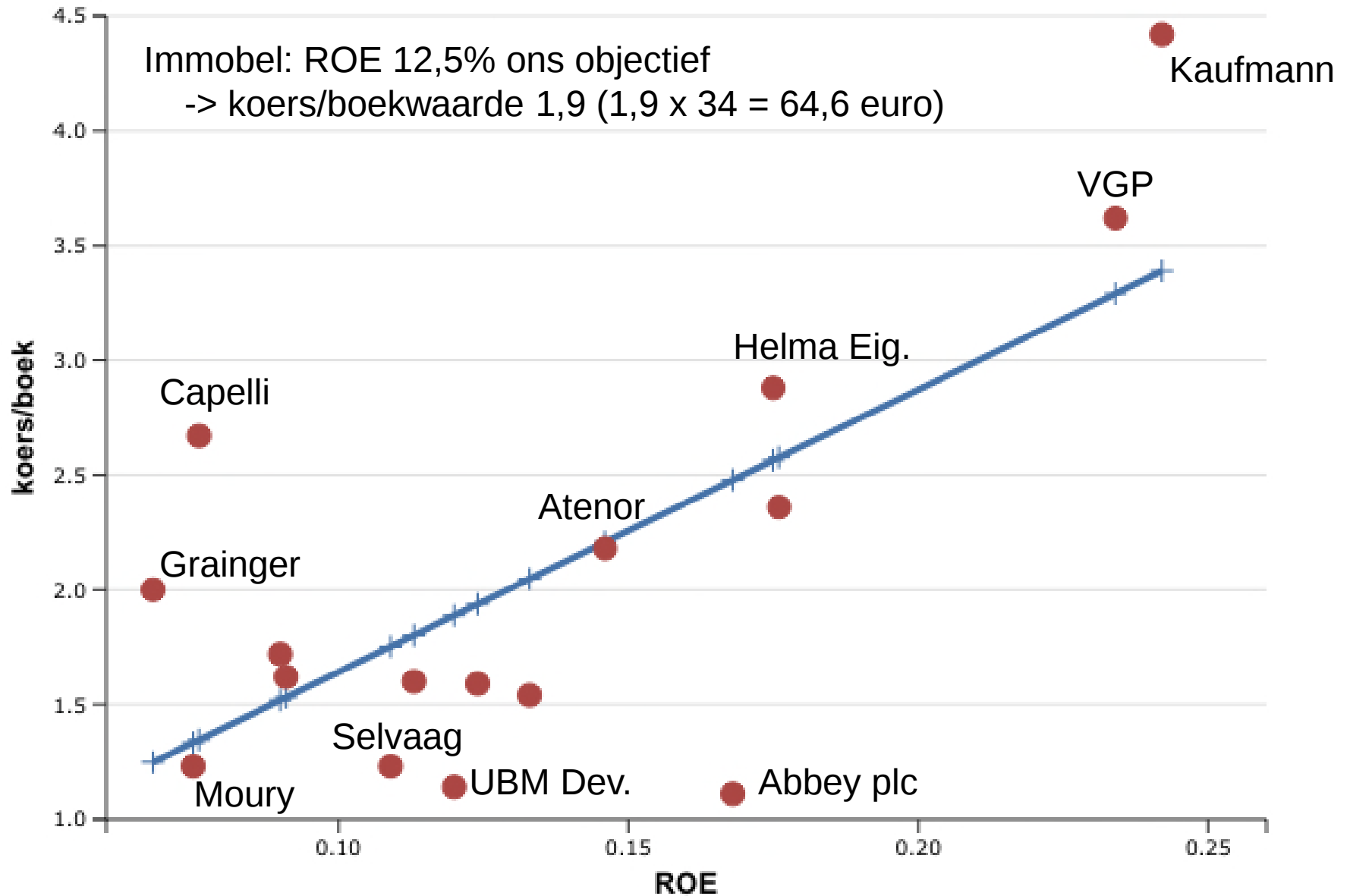
	koers	winst			eigen vermogen			ROE			boekwaarde p/a			Koers/boekwaarde		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Atenor	49,6	15,33	19,96	20,38	112,90	126,80	139,40	13,6%	15,7%	14,6%	20,05	23,21	25,55	2,47	2,14	1,94
Banimmo	3,27	-9,30	-33,20	-15,45	106,86	73,09	57,74	-8,7%	-45,4%	-26,8%	9,41	6,44	5,08	0,35	0,51	0,64
Immobel	54	20,00	0,74	52,47	196,70	194,40	311,03	10,2%	0,4%	16,9%	36,50	33,04	31,01	1,48	1,63	1,74
Moury Construct	140	2,33	3,91	3,96	42,98	45,15	47,12	5,4%	8,6%	8,4%	108,43	113,88	118,86	1,29	1,23	1,18
VGP	58,7	49,36	86,56	91,29	215,42	361,98	390,31	22,9%	23,9%	23,4%	11,59	19,48	21,00	5,06	3,01	2,79
Helma Eigenheimbau	45,25	8,13	9,95	13,50	40,15	64,60	80,12	20,2%	15,4%	16,8%	12,00	17,40	20,00	3,77	2,60	2,26
Bovis Homes	11,19	105,00	128,00	121,00	879,50	958,66	1015,50	11,9%	13,4%	11,9%	6,55	7,13	7,55	1,71	1,57	1,48
Emaar Properties	8,31	3,29	4,08	5,23	31,63	38,10	41,15	10,4%	10,7%	12,7%	4,61	5,32	5,74	1,80	1,56	1,45
UBM Development	39,5	21,50	33,80	29,10	177,87	224,18	333,53	12,1%	15,1%	8,7%	29,70	32,50	44,70	1,33	1,22	0,88
Abbey	14,2	39,61	49,47	51,83	246,96	281,32	308,35	16,0%	17,6%	16,8%	11,47	13,07	14,33	1,24	1,09	0,99
Grainger	2,817	74,70	10,30	32,50	539,80	563,80	672,90	13,8%	1,8%	4,8%	1,29	1,36	1,62	2,18	2,07	1,74
Selvaag	33,4	253,00	282,00	301,00	2445,00	2539,00	2691,00	10,3%	11,1%	11,2%	26,1	27,1	28,7	1,28	1,23	1,16
Taylor Wimpey	196,6	374,00	490,00	589,00	2533,00	2749,00	2919,00	14,8%	17,8%	20,2%	77,9	83,6	88,7	2,52	2,35	2,22
Barratt Developments	610,5	449,00	550,00	616,00	3745,00	4001,00	4313,00	12,0%	13,7%	14,3%	372	395	425	1,64	1,55	1,44
Kaufman & Broad	38,6	38,40	39,80	46,00	207,00	212,80	130,60	18,6%	18,7%	35,2%	9,99	10,3	6,83	3,86	3,75	5,65
Capelli	47,5	2,32	2,78	3,97	36,63	39,05	42,69	6,3%	7,1%	9,3%	16,55	17,64	19,29	2,87	2,69	2,46
Nexity	50,3	124,00	139,00	167,00	1582,00	1587,00	1600,00	7,8%	8,8%	10,4%	29,1	29	29,5	1,73	1,73	1,71

7. Sectorwaardering

Input voor de
regressie-analyse
(zie volgende slide)

	ROE	koers/boek
Atenor	14,6%	2,18
Immobel	9,1%	1,62
Moury Construct	7,5%	1,23
VGP	23,4%	3,62
Helma Eigenheimbau	17,5%	2,88
Bovis Homes	12,4%	1,59
Emaar Properties	11,3%	1,60
UBM Development	12,0%	1,14
Abbey	16,8%	1,11
Grainger	6,8%	2,00
Selvaag	10,9%	1,23
Taylor Wimpey	17,6%	2,36
Barratt Developments	13,3%	1,54
Kaufman & Broad	24,2%	4,42
Capelli	7,6%	2,67
Nexity	9,0%	1,72

Scatter Diagram (Predicted Y, koers/boek vs. ROE)



8. Conclusies

- Relatief gezien zijn VGP, Atenor en Moury Construct correct gewaardeerd
- Immobel: met 9% en koers/boek 1,62 ook op evenwichtslijn: target 12% -> koers 64,6
- Banimmo: sterk ondergewaardeerd
- Relatief gezien dus ok
- Dan aankoopbeslissing op individuele kenmerken baseren (dividend, k/w,...)

8. Conclusies

- De meeste van de Belgische vastgoedontwikkelaars verdienen een plaats(je) in elke beleggingsportefeuille,
- Spreiden is en blijft de boodschap
- Vragen: gert.de.measure@skynet.be
- Onze website: www.gertdemesure.be of www.demes-invest.be