



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

AEDIFICA

23 september 2014

Koers	51,20
Aantal aandelen (m)	10,249
Marktkapitalisatie (m)	524,8

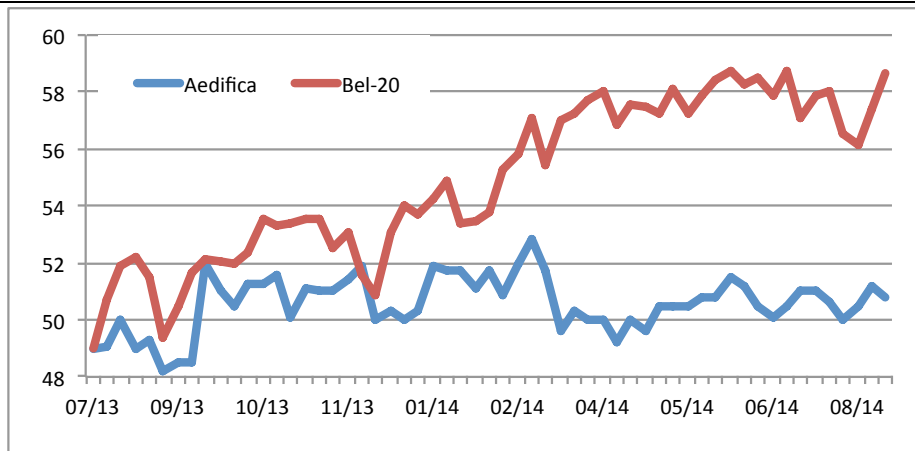
Intrins. waarde (jun./14)	38,74
Schuldgraad (jun./14)	44,9%

(in miljoen EUR)	FY09/10	FY10/11	FY11/12	FY12/13	FY13/14	FY14/15E
Netto huurresultaat	23,223	28,821	34,289	36,083	40,613	45,400
Groei in %	1,2%	24,1%	19,0%	5,2%	12,6%	11,8%
Bedrijfsresultaat	17,024	21,692	26,170	27,534	31,421	35,200
Financieel resultaat	-12,906	-5,116	-20,255	-8,860	-13,955	-12,600
Resultaat portefeuille	-1,264	8,825	9,477	9,067	3,816	n.b.
Nettowinst	2,790	25,321	15,338	27,671	21,385	22,470
Uitkeerbaar (courant) resultaat	9,222	12,089	15,320	17,004	20,315	22,470
Bezettingsgraad (niet-gem.)	96,9%	97,4%	97,8%	97,4%	97,6%	n.b.

	FY09/10	FY10/11	FY11/12	FY12/13	FY13/14	FY14/15E
Winst per aandeel	0,60	3,91	2,14	3,17	2,16	2,19
Courant resultaat per aandeel	1,99	1,87	2,14	1,95	2,05	2,19
Netto dividend*	1,82	1,82	1,86	1,58	1,62	1,64
Intrinsieke waarde (reëel)	35,93	38,65	37,29	38,59	38,740	n.b.
Premie/discount	12,1%	7,4%	23,1%	23,1%	32,2%	n.b.
Dividendrendement**	4,5%	4,4%	4,1%	3,3%	3,2%	3,2%

*: vanaf 2012/13 met 15% roerende voorheffing

** : op basis van koersen eind juni (afsluiting boekjaar), voor 2013/14 en 2014/15E de huidige koers



Bedrijfsomschrijving

Samen met Home Invest is Aedifica de enige vastgoedbevak die zich specialiseert in residentieel vastgoed. Ze werd opgericht eind 2005 en zette in oktober 2006 de stap naar Euronext Brussel. Eind juni 2014 was de vastgoedportefeuille aangegroeid tot 785 miljoen euro en telde 376.000 m². Na uitvoering van de projecten in de pijplijn komt een omvang van 1 miljard euro dichtbij.

De portefeuilleverdeling eind juni 2014 was als volgt: 27% residentiële gebouwen (864 appartementen in 36 gebouwen), rusthuizen 63% (4.849 kamers op 52 sites) en hotels 10% (521 kamers). Aedifica maakt geen onderscheid meer tussen gemeubelde en niet-gemeubelde appartementen. Enerzijds daalt het rendement van de gemeubelde appartementen, anderzijds wordt in het Brussels Gewest wetgeving van kracht die de verhuur van gemeubelde appartementen als een aparthotel gaat beschouwen en dan gelden andere meer strenge regels. Geografisch bevindt 38% van de portefeuille zich in het Brusselse Gewest, 43% in Vlaanderen en 14% in Wallonië. Duitsland is goed voor 5%. Het lage percentage van Wallonië wordt verklaard door het moratorium op de bouw van nieuwe rusthuizen, alleen vervanging is toegestaan.

In het boekjaar 2013/14 zette Aedifica de eerste stappen in Duitsland, waar het 5 rustoorden kocht voor een bedrag van 36 miljoen euro. Het rendement is ongeveer 7,5%, iets hoger in vergelijking met deze van Belgische rusthuizen. Het risico is er hoger, terwijl Aedifica verantwoordelijk is voor het onderhoud van het dak (niet in België).

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221, 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

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 BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Resultaten boekjaar 2013/14

(in miljoen euro)	FY12/13	FY13/14	% change
Huurinkomsten	36,230	40,675	12,3%
Operationeel resultaat	27,534	31,421	14,1%
Fin. resultaat + belastingen	-10,530	-11,106	
Resultaat op portefeuille	9,067	3,816	
Resultaat fin. instrumenten	1,600	-2,990	
Nettoresultaat	27,671	21,385	-22,7%
Netto courant resultaat	17,004	20,315	19,5%
Netto courant resultaat p/a	1,95	2,05	5,1%
Bruto dividend	1,86	1,90	2,2%
Intrinsieke waarde	38,59	38,74	0,4%

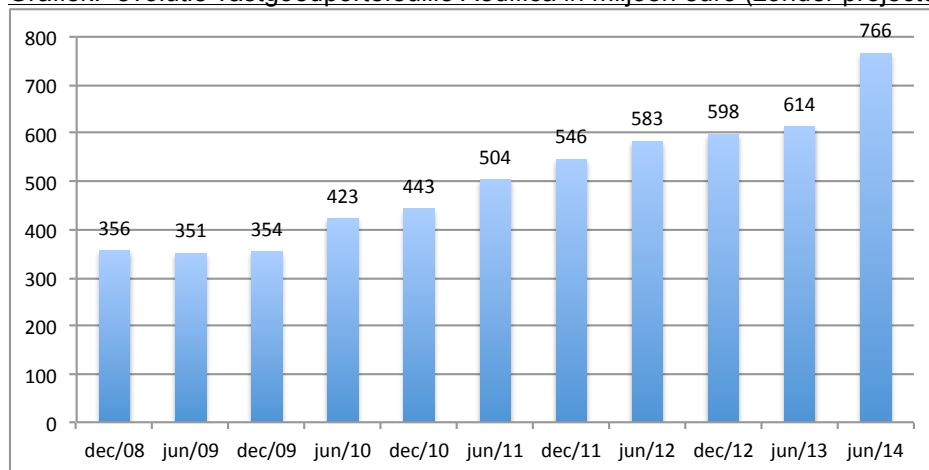
Aedifica heeft een druk boekjaar 2013/14 achter de rug. De waarde van de portefeuille steeg 22% van 643 tot 785 miljoen euro. Van de toename van 142 miljoen euro was er afgerond 136 miljoen euro afkomstig van aankopen. De bevak maakte optimaal gebruik van de financiële flexibiliteit door de kapitaalverhoging van december 2012. Er waren ook inbrengen in natura.

Dankzij die omvangrijke golf aankopen stegen de huurinkomsten 12,3% tot 40,675 miljoen euro. Het operationele resultaat ging 14,1% hoger, meer dan de toename van de huurinkomsten en dit heeft te maken met het grotere gewicht van de rusthuizen die minder kosten behoeven. De bezettingsgraad steeg van 97,4% naar 97,6% voor het niet-gemeubeld deel, voor het gemeubeld deel was er een daling van 82,6% naar 78% (is niet zo belangrijk in het geheel).

Het financiële resultaat ging achteruit door een hogere uitstaande schuld, maar de daling werd getemperd door een lagere financiële kost (4% versus 4,2%). De schuldgraad steeg van 36% eind juni 2013 naar 44,9% eind juni 2014. Het resultaat op de portefeuille (vnl. herwaarderingen) was wederom sterk positief en zoals in de voorbije 3 jaar waren de rusthuizen daar grotendeels voor verantwoordelijk. Die stegen 1% in waarde, de waarde van appartementen en hotels wijzigde nagenoeg niet. De herwaardering van de financiële indekkingsinstrumenten daarentegen was negatief ten bedrage van -2.990 miljoen euro door een daling van de markttrente.

Het netto courant of uitkeerbaar resultaat steeg 19,5% tot 20,315 miljoen euro, per aandeel was er een toename van 5,1%, van 1,95 naar 2,05 euro. Het meetellen van de nieuwe aandelen van de kapitaalverhoging van december 2012 over het volledige jaar en de uitgifte van nieuwe aandelen ter vergoeding van inbrengen in natura liggen aan de basis hiervan. Het (bruto)dividend stijgt 2,2%, dit is minder dan de toename van het uitkeerbaar resultaat per aandeel, maar de pay-out ratio lag in de voorbije jaren te hoog, waardoor het dividend minder stijgt dan het uitkeerbaar resultaat.

Grafiek: evolutie vastgoedportefeuille Aedifica in miljoen euro (zonder projecten)



VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221, 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

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 BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Met de omvang van de totale portefeuille neemt ook de pijn van projecten toe. Op datum van eind juni 2014 had die een waarde van meer dan 200 miljoen euro (132 miljoen euro eind juni 2012, eind juni 2013 151 miljoen euro), te realiseren in de periode 2014 tot 2018. 97,1% hiervan betreft rusthuizen en 96% ervan is al voorverhuurd. Met de huidige schuldgraad van 44,9% en een deel winstreservering (niet alle winst wordt uitgekeerd) moet deze pijn gefinancierd kunnen worden in de volgende jaren.

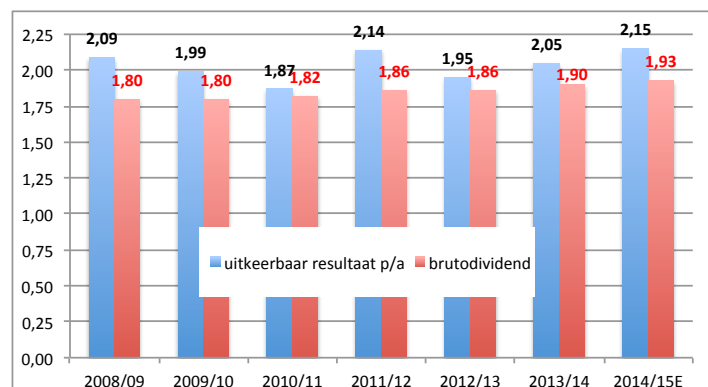
Op strategisch vlak noteren we 2 belangrijke zaken. Enerzijds staat de verkoop van de hotels nog steeds geprogrammeerd, maar door de minder gunstige markt is dit niet aan de orde op korte termijn. Anderzijds is het gestart met de geleidelijke afbouw van de gemeubelde appartementen die geconverteerd worden naar niet-gemeubelde. De rendabiliteit van die gemeubelde appartementen staat al een tijdje onder druk en is onvoldoende gelet op de belangrijke kosten die ermee gepaard gaan. Nieuwe reglementeringen in het Brussels Gewest spelen ook een rol.

Voor het boekjaar 2014/15 verwacht Aedifica een uitkeerbaar courant resultaat per aandeel van 2,15 euro (+4,9%), tegenover 2,05 euro over het boekjaar 2013/14. Wat het dividend betreft, gaat het management uit van een bedrag van 1,93 euro bruto (+1,6%). Wijzelf gaan uit van een iets hoger resultaat per aandeel.

Conclusie

Traditioneel hebben de vastgoedbevals in residentieel vastgoed het laagste netto dividendrendement van de Belgische vastgoedbevals en dat is nu niet anders. Met 3,2% zit Aedifica gevoelig onder het gemiddelde van 4,1% van de Belgische vastgoedbevals. In termen van koers/winst (bij vastgoedbevals nemen we als winst het uitkeerbaar of netto courant resultaat) noteert het met 23,8 het duurst van alle bevals (gemiddelde is 16,9). Het is duidelijk dat heel wat beleggers zich blind staren op de rusthuizen in portefeuille, maar daarbij nalaten te kijken naar de achterliggende waardering.

Een deel van die hoge waardering kan wel verklaard worden door de hoge latente meerwaarden van de residentiële gebouwen, maar niet volledig. Relevanter is de groei die gerealiseerd kan worden. De voorbije jaren werd het resultaat per aandeel negatief beïnvloed door de 2 kapitaalverhogingen en de daaruitvolgende winstverwatering. Afgelopen boekjaar en in het huidige boekjaar zal Aedifica een deel van de opgelopen achterstand kunnen inhalen, maar dit lijkt ons vandaag onvoldoende om de hoge waardering te verrechtvaardigen. We verkiezen lagere koersen om in te stappen.



Gert De Mesure

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221, 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

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.