

hanksKoers (05/03/24)

EUR 2.94

Prijsvork waardering

EUR 3.80 - 5.20

Risiko	High
Bloomberg	BANI:BB
Aantal uitstaande aandelen (m)	11.4
Market cap (m)	EUR 33m
Nettoschuld 12/23 (m)	EUR 57
Nettoschuld/EBITDA 12/24	5.2
Koersresultaat (1 jaar)	-27.0%
Vershil EuroStoxx	-35.1%
Volume (#/day)	3
L/H 1 jaar	EUR 2.92 -4.04
Vrij verhandelbaar	-
Patronale Life	62.5%
Free float	32.1%
André Bosmans Management	4.5%
Treasury shares	1.0%

Bedrijfsprofiel

Banimmo is sinds 2007 genoteerd op Euronext en heeft meer dan 20 jaar ervaring als vastgoedontwikkelaar met een ontwikkelingspotentieel van meer dan 290.000 m² en ongeveer 53.000 m² aan vastgoedbeleggingen.



Analist:

Vincent Koppmair

Equity Analyst

+32 2 287 9673

v.koppmair@degroofpetercam.com

Banimmo

FY23 - Een overgangsjaar

Dit verslag wordt beschouwd als een publicitaire mededeling. Het is opgesteld in opdracht van en betaald door Banimmo en is niet opgesteld in overeenstemming met de wettelijke voorschriften die bedoeld zijn om de onafhankelijkheid van beleggingsonderzoek te bevorderen, en is evenmin onderworpen aan enig verbod op handelen vóór de verspreiding van onderzoek op beleggingsgebied.

- **Huuropbrengsten stijgen met 19% (boven DPe) tot EUR 5.8m.**
- **Nettoresultaat daalt tot EUR -6,2m, voornamelijk door de herwaardering van de portefeuille met EUR -4m en hogere beheerkosten. De schuldgraad stijgt naar 34.7%.**
- **Pijplijn blijft op koers en boekt positieve vooruitgang.**

Feiten

- **Huuropbrengsten** komen uit op EUR 5.8m +19% (4% boven DPe) door een hogere bezettingsgraad en indexatie. De bezettingsgraad verbeterde naar 90,6% voor FY23 (van 86%).
- **Recurrente operationele resultaten** landden op EUR 4.7m (+18% YoY), in lijn met DPe. Zoals verwacht waren er geen verkopen ontwikkelingsprojecten in 2023.
- **Herwaardering portefeuille.** BANI heeft een portefeuilleherwaardering van EUR -4m (-3,4%) op zowel de bestaande portefeuille als de portefeuille in de pijplijn.
- **Financiering.** De rentelasten stegen licht tot EUR 3.4m (vs. EUR 3.0m bij DPe), omdat BANI een nieuwe financiering aanging voor haar investeringsportefeuille in Gent.
- **Nettoresultaat** kwam uit op EUR -6.2m (vs. DPe verwachting break-even), vooral als gevolg van de herwaardering van de portefeuille en hogere administratiekosten.
- **De schuldgraad** neemt toe tot 34.7% (van 27.2%).
- **Pijplijn.** De projecten Atmos (14k m² kantoor) & Farys (10k m²) verlopen volgens plan. De opleveringen voor resp. 2025 en 2026 zijn herbevestigd. Andere projecten op The Loop of het project in Charleroi vorderen ook positief.
- **Vooruitzichten 2024.** De huuropbrengsten zouden in 2024e EUR 6.8m moeten bedragen (meer dan de EUR 6.6m van DPe), voornamelijk door de impact van de huuropbrengsten van de Da Vinci H3.

Onze mening: Herwaardering verbergt het volledige plaatje

- De herwaardering van de portefeuille heeft invloed op de cijfers voor 2023. Dit heeft echter geen grote invloed op de investeringscase. Maar zelfs als we de herwaardering buiten beschouwing laten, blijven de resultaten een verlies voor 2023. Operationeel gezien presteert de beleggingsportefeuille echter goed. De vooruitzichten impliceren een potentieel operationeel break-even in 2024e, wat een goed teken zou zijn.
- De ontwikkelingsportefeuille is de echte drijfveer van de waarde en de vooruitgang lijkt veelbelovend. De aankondiging van de verkoop van activa in 2024 zou een positieve trigger kunnen zijn voor de aandelenkoers. Wij houden rekening met een verkoop van Atmos in 2024e, die zou kunnen worden uitgesteld tot 2025e.

EUR	12/20a	12/21a	12/22a	12/23e	12/24e	12/25e	12/26e
Omzet	3.3	81.2	4.9	5.6	17.6	50.7	35.1
EBITDA	-1.0	19.2	2.6	2.5	10.6	16.3	9.8
Nettowinst	-1.4	25.0	3.3	0.2	5.7	9.7	4.5
Winst per aandeel	-0.13	2.20	0.29	0.02	0.50	0.85	0.40
CF per aandeel	-0.39	1.05	0.38	0.05	0.54	0.89	0.43
Dividend pa	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	-98.5	3.4	35.5	36.0	8.3	4.2	6.5
Koers/winst	-21.4	1.7	13.7	178.3	5.8	3.4	7.4
Dividendrend.	-	-	-	-	-	-	-

Bron: Banimmo/Degroof Petercam schattingen

Er is een lexicon beschikbaar aan het einde van dit rapport.



BEDRIJFSPROFIEL

Banimmo ('BANI') is een Belgische vastgoedontwikkelaar met meer dan 20 jaar ervaring. Het bedrijf is actief in België met een kernfocus op de kantoorsector (en enkele gemengde ontwikkelingen). Het heeft meer dan ca. 290k m² ontwikkelingspotentieel.

Naast hun ontwikkelingsportefeuille heeft BANI ook ca. 53k m² vastgoedbeleggingen, waardoor het bedrijf een bepaald niveau van terugkerende inkomsten heeft, wat een deel van het cyclische karakter van haar ontwikkelingsactiviteiten compenseert.

Vanaf 2022 kondigde BANI haar ESG-ambities aan met als doel koolstofneutraal te zijn in 2050. Tot 2030 wil BANI de uitstoot al met 50% verminderen. We verwachten dat BANI in hun volgende jaarverslag (in 2024) kwantificeerbare ESG-metriek zal rapporteren.

BELANGRIJKE KATALYSATOREN VOOR KOERS

- **Verkoop van activa en commercialisering van projecten.** BANI is speculatief gestart met het project 'Networks Atmos' (verwachte oplevering in 2025), dus de commercialisering van het project zou een positief signaal afgeven aangezien we verwachten dat de totale verkoopwaarde van het project ca. EUR 55m zal zijn. Daarnaast zou de verkoop van de Networks Gent One & Two (laatste waardering op EUR 41m), tegen een bevredigende prijs, ook voor een opwaartse beweging kunnen zorgen (ondanks de impact op de huurinkomsten).
- **Hogere bezettingsgraad bestaande portefeuille.** De gemiddelde bezettingsgraad van de beleggingsportefeuille van BANI bedraagt 90.6%. Een verhoging van de bezettingsgraad (vooral voor de activa Networks Forest, Gent One en Raket 40) zou een grote impact kunnen hebben op de jaarlijkse huurinkomsten.
- **Stabilisatie van het rendement zorgt voor een ommekeer in het sentiment bij vastgoedontwikkelaars.** Ontwikkelaars zijn zeer cyclisch en zijn afhankelijk van de rentetarieven om de exit yield van hun projecten te bepalen. Het einde van de renteverhogingen door de ECB zou de vastgoedsector kunnen stabiliseren en transacties weer op tafel kunnen leggen.

WAARDERING

We passen 2 methoden toe om het bedrijf te waarderen - SotP en Peer multiples.

(i) In het **SotP**-model bepalen we de N van de huidige ontwikkelingsportefeuille en huurinkomsten. Daarnaast bepalen we de toekomstige waarde van eventuele nieuwe projecten. Voor BANI schatten we een WACC van 8,4%. We schatten in dat de SotP een nauwkeuriger beeld geeft van het potentiële toekomstige waardecreatiepotentieel. De SotP geeft een waardering aan van EUR 5,2 p/s.

(ii) Voor de **peer group** gebruiken we 3 Belgische ontwikkelaars (ATEB, IMMO, NEXTA). We vergelijken deze peers aan de hand van verschillende multiples (P/E, EV/EBIT, EV/Sales, P/B), wat leidt tot een waarderingsvork van EUR 3,8-5,2 p/s.

We komen uit op een richtwaardering bereik van EUR 3,8-5,2 wat overeenkomt met een upside van +29% tot +77%.

We zullen onze schattingen de komende weken bijwerken.

SWOT ANALYSE

Sterktes

- Goede pijplijn van ca. 290k m² beschikbaar
- Stabiele huuropbrengsten die de operationele behoeften dekken
- Sterke aandeelhouder ondersteunt cyclische activiteit
- Ervaren management leidt het bedrijf
- Meeste schuld loopt af in 2025 & 2026 (95%)

Zwaktes

- Kleinere portefeuille, dus minder gediversifieerd
- Alleen kantoren, meestal in de stadsrand
- De ontwikkelingsactiviteit is sterk afhankelijk van de economische cyclus

Kansen

- ESG-strategie om te differentiëren
- Flexibele kantoren als nieuwe trend in het segment
- Inzet van landbank om waarde te genereren
- Meer gemengde projecten om te diversifiëren

Bedreigingen

- Vertraging van de economische cyclus
- Tweedeling kantorensegment (CBD vs periferie)
- Stijgende rendementen beïnvloeden vastgoedwaardering
- ESG & regelgeving zetten middelen onder druk

Resultatenrekening (EUR m)	12/20a	12/21a	12/22a	12/23e	12/24e	12/25e	12/26e
Omzet	3.3	81.2	4.9	5.6	17.6	50.7	35.1
(waarvan uit verkopen)	3.3	81.2	4.9	5.6	17.6	50.7	35.1
<i>Organische groei j-o-j</i>	-0.2%	23.6%	-0.9%	0.2%	2.2%	1.9%	-0.3%
Inkoop diensten & goederen	-0.6	-65.1	-0.9	-0.8	-9.1	-33.5	-24.4
Brutowinst	2.7	16.0	4.0	4.7	8.4	17.2	10.7
R&D kosten	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Verkoopkosten	2.4	20.1	0.6	0.5	4.9	1.8	1.9
Algemene & administratieve kosten	-3.1	-3.8	-3.0	-3.1	-3.2	-3.2	-3.2
EBITDA	-1.0	19.2	2.6	2.5	10.6	16.3	9.8
Aangepaste EBITDA	-1.0	19.2	2.6	2.5	10.6	16.3	9.8
EBITA	2.0	32.3	1.5	2.1	10.2	15.8	9.3
Aangepaste EBIT	2.0	32.3	1.5	2.1	10.2	15.8	9.3
Aangepaste EBIT-marge	59.5%	39.8%	31.6%	37.5%	58.1%	31.2%	26.6%
Amortisatie	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	2.0	32.3	1.5	2.1	10.2	15.8	9.3
Netto rentekosten	-2.4	-4.0	-2.9	-2.3	-3.0	-3.3	-3.7
Overige financiële kosten	-0.7	0.1	3.7	0.5	0.4	0.4	0.4
Netto financiële kosten	-3.1	-3.8	0.7	-1.8	-2.6	-3.0	-3.3
Winst voor belastingen	-1.1	28.5	2.3	0.3	7.6	12.9	6.0
Belastingen	-0.2	-1.6	-0.7	-0.1	-1.9	-3.2	-1.5
<i>Belastingsdruk</i>	-13.4%	5.7%	32.8%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Geassocieerde deelnemingen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minderheden	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Niet meer leverbaar & uitzonderlijke items	-0.3	-1.8	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Nettowinst	-1.4	25.0	3.3	0.2	5.7	9.7	4.5
Aangepaste nettowinst	-1.4	25.0	3.3	0.2	5.7	9.7	4.5
Balans (EUR m)	12/20a	12/21a	12/22a	12/23e	12/24e	12/25e	12/26e
Materiële vaste active	47.8	79.8	82.5	83.2	76.5	78.6	80.9
Lease active	5.6	5.3	4.9	4.5	4.0	3.6	3.2
Goodwill	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Overige immateriële activa	1.9	2.0	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
Financiële vaste active	4.6	4.6	3.8	3.3	2.8	2.3	1.8
Uitgestelde belastingvorderingen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Totaal vaste activa	59.8	91.6	93.3	93.2	85.5	86.8	88.0
Voorraden	56.4	28.5	29.1	45.9	58.7	45.4	43.5
Handelsvorderingen	5.0	4.6	6.5	6.4	8.2	6.4	6.1
Overige vlottende activa	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Geldmiddelen en kasequivalenten	19.2	71.7	21.1	18.4	19.9	39.4	52.1
Totaal vlottende activa	81.7	105.9	57.8	71.9	88.0	92.3	102.7
Activa aangehouden voor verkoop	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Totaal activa	141.6	197.5	151.1	165.1	173.5	179.0	190.8
Eigen vermogen	44.3	69.3	72.6	72.8	78.5	88.2	92.7
Aandeel derden & preferente aandelen	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Totaal eigen vermogen	44.6	69.3	72.6	72.8	78.5	88.2	92.7
Langlopende rentedragende schuld	78.0	68.7	42.9	51.4	25.6	8.4	48.9
Langlopende leaseschuld	6.3	5.6	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Pensioenvoorzieningen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Overige voorzieningen	1.2	3.3	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
Uitgestelde belastingverplichtingen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Overige langlopende verplichtingen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Totaal langlopende verplichtingen	85.4	77.6	51.1	59.6	33.8	16.5	57.0
Kortlopende rentedragende schuld	1.3	18.9	18.1	18.5	43.8	60.2	27.5
Kortlopende leaseschuld	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Crediteuren	9.4	27.9	6.6	11.5	14.7	11.4	10.9
Overige kortlopende verplichtingen	0.2	3.2	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1
Totaal kortlopende verplichtingen	11.5	50.7	27.4	32.7	61.2	74.3	41.1
Verplichtingen aangehouden voor verkoop	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Totaal eigen vermogen & passiva	141.6	197.5	151.1	165.1	173.5	179.0	190.8

Bron: Banimmo/Degroof Petercam schattingen

Kasstroomoverzicht (EUR m)	12/20a	12/21a	12/22a	12/23e	12/24e	12/25e	12/26e
EBIT	2.0	32.3	1.5	2.1	10.2	15.8	9.3
Afschrijvingen	-3.0	-13.1	1.0	0.4	0.4	0.4	0.4
Amortisatie	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Bijzondere waardevermindering	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Wijzigingen in voorzieningen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Voorraadmutaties	-3.1	59.0	-1.2	-16.9	-12.8	13.3	1.9
Mutaties in vorderingen	0.3	-0.6	-1.5	0.1	-1.8	1.9	0.3
Mutaties in schulden	-0.2	14.3	-21.3	4.9	3.2	-3.3	-0.5
Mutaties in overige vlottende activa/passiva	-0.1	2.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Veranderingen in het werkkapitaal	-3.1	74.8	-24.0	-11.9	-11.4	11.8	1.7
Overige operationele kasstroom	4.1	-20.4	1.4	2.1	10.2	0.0	0.0
Operationele cashflow	0.0	73.6	-20.1	-7.3	9.5	28.1	11.5
Betaalde belastingen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividenden ontvangen uit deelnemingen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Netto betaalde rente	-2.7	-4.2	-3.2	-2.3	-3.0	-3.3	-3.7
Overige kasstroom uit bedrijfsactiviteiten	-0.5	0.2	-0.8	-0.1	-1.9	-3.2	-1.5
Kasstroom uit operationele activiteiten	-3.2	69.6	-24.0	-9.6	4.6	21.6	6.2
Investerings in materiële active	-8.2	-20.3	-2.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Investerings mat. activa/afschrijvingen	-278.1%	-155.4%	249.3%	-	-	-	-
Investerings in immateriële activa	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
Acquisities	0.0	0.0	1.8	0.0	0.0	0.0	0.0
Desinvesteringen	0.0	0.0	4.6	0.0	0.0	0.0	0.0
Overige investeringskasstroom	-0.3	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten	-8.5	-20.4	3.8	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
Betaalde dividenden	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minderheids- en preferente dividenden	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Inkoop van eigen aandelen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Opbrengsten uit uitgifte aandelen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Betalings op leaseverplichtingen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Overige financieringskasstroom	8.3	3.3	-30.3	6.6	-3.5	-4.1	4.1
Kasstroom uit financieringsactiviteiten	8.3	3.3	-30.3	6.6	-3.5	-4.1	4.1
Veranderingen in consolidatie & valuta's	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Mutatie in netto contanten (schuld)	-3.4	52.5	-50.6	-3.1	1.2	17.4	10.3
FCF voor onderneming	-8.2	53.2	-22.7	-7.3	9.5	28.1	11.4
FCF voor aandeelhouders	-11.4	49.3	-26.6	-9.7	4.6	21.6	6.2
Bedrijfswaarde & geïnvesteerd kap. (EUR m)	12/20a	12/21a	12/22a	12/23e	12/24e	12/25e	12/26e
Marktkapitalisatie	30.6	42.7	45.7	33.2	33.2	33.2	33.2
Langlopende schulden	78.0	68.7	42.9	51.4	25.6	8.4	48.9
Kortlopende schulden	1.3	18.9	18.1	18.5	43.8	60.2	27.5
Leaseschuld	6.9	6.3	5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
Kaspositie	19.2	71.7	21.1	18.4	19.9	39.4	52.1
Netto financiële schuld	67.0	22.2	45.5	57.1	55.1	34.8	29.9
Aandeel derden & preferente aandelen	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Bedrijfswaarde-aanpassingen	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Bedrijfswaarde	98.0	64.9	91.2	90.3	88.2	68.0	63.1
Eigen vermogen (groep aandeel)	44.3	69.3	72.6	72.8	78.5	88.2	92.7
Netto financiële schuld	60.1	15.9	39.9	51.5	49.5	29.2	24.3
Aandeel derden	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Aanpassingen geïnvesteerd kapitaal	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Geïnvesteerd kapitaal (ROCE)	104.7	85.2	112.5	124.3	128.0	117.4	117.0

Bron: Banimmo/Degroof Petercam schattingen

Cijfers per aandeel (EUR m)	12/20a	12/21a	12/22a	12/23e	12/24e	12/25e	12/26e
Aangepaste Winst per aandeel	-0.13	2.20	0.29	0.02	0.50	0.85	0.40
Volledig verwaterde winst per aandeel	-0.13	2.20	0.29	0.02	0.50	0.85	0.40
Gerapporteerde winst per aandeel	-0.13	2.20	0.29	0.02	0.50	0.85	0.40
Cash flow per aandeel	-0.39	1.05	0.38	0.05	0.54	0.89	0.43
FCF voor aandeelhouders per aandeel	-1.01	4.34	-2.34	-0.85	0.40	1.90	0.55
Dividend per aandeel	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Boekwaarde per aandeel	3.94	6.10	6.39	6.41	6.91	7.77	8.16
Aandelen (m)							
Aantal aandelen aan het einde van het jaar	11.250	11.360	11.360	11.360	11.360	11.360	11.360
Gemiddeld aantal aandelen	11.250	11.360	11.360	11.360	11.360	11.360	11.360
Gemiddeld aantal verwaterde aandelen	11.250	11.360	11.360	11.360	11.360	11.360	11.360
Ratio's	12/20a	12/21a	12/22a	12/23e	12/24e	12/25e	12/26e
Waarderingsanalyse							
Aangepaste K/W	-21.4	1.7	13.7	178.3	5.8	3.4	7.4
Koers/boekwaarde	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
Bedrijfswaarde	-98.5	3.4	35.5	36.0	8.3	4.2	6.5
Bedrijfswaarde/EBITDA	50.0	2.0	59.5	43.3	8.7	4.3	6.8
Bedrijfswaarde/EBITA	50.0	2.0	59.5	43.3	8.7	4.3	6.8
Bedrijfswaarde/aangepaste EBIT	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5
Bedrijfswaarde/geïnvesteed kapitaal	-11.9	1.2	-4.0	-12.4	9.3	2.4	5.5
Bedrijfswaarde/FCF	-37.3%	115.5%	-58.3%	-29.2%	13.9%	65.0%	18.8%
FCF rendement	-	-	-	-	-	-	-
Dividendrendement	-	-	-	-	-	-	-
Financiële ratio's							
Rentedekking	0.8	8.2	0.5	0.9	3.5	4.8	2.5
Nettoschuld/EBITDA	-67.4	1.2	17.7	22.8	5.2	2.1	3.1
Convenant nettoschuld/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Nettoschuld/eigen vermogen	150.2%	32.0%	62.7%	78.4%	70.2%	39.5%	32.3%
Nettoschuld/FCF	-5.9	0.5	-1.7	-5.9	12.0	1.6	4.8
ROCE vóór belastingen	2.0%	34.0%	1.6%	1.8%	8.1%	12.9%	8.0%
ROCE na belastingen	-	-	-	-	-	-	-
ROCE na belastingen	-3.2%	44.0%	4.7%	0.3%	7.6%	11.6%	5.0%
Rendement op eigen vermogen	1,607.7%	3.9%	576.4%	717.4%	291.7%	77.6%	107.4%
Werkkapitaal (in % van de omzet)	-	-	-	-	-	-	-
Dividend als % van de winst	-	-	-	-	-	-	-
Margeanalyse en belastingtarief							
Brutomarge	83.3%	19.8%	81.7%	85.0%	48.1%	33.9%	30.4%
Aangepaste EBITDA-marge	-30.2%	23.7%	53.0%	45.2%	60.6%	32.1%	27.8%
EBITDA-marge	-30.2%	23.7%	53.0%	45.2%	60.6%	32.1%	27.8%
Aangepaste EBIT-marge	59.5%	39.8%	31.6%	37.5%	58.1%	31.2%	26.6%
EBIT-marge	59.5%	39.8%	31.6%	37.5%	58.1%	31.2%	26.6%
Aangepaste nettowinstmarge	-43.4%	30.8%	68.8%	3.4%	32.6%	19.1%	12.8%
Belastingdruk	-13.4%	5.7%	32.8%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Growth analysis							
Omzetverandering j-o-j	-22.6%	+2,363.5%	-94.0%	+14.6%	+216.2%	+189.0%	-30.9%
Organische omzetverandering j-o-j	-0.2%	23.6%	-0.9%	0.2%	2.2%	1.9%	-0.3%
EBITDA-mutatie j-o-j	-66.6%	-2,031.9%	-86.7%	-2.2%	+323.6%	+52.9%	-40.0%
EBIT-mutatie j-o-j	-210.5%	+1,548.9%	-95.3%	+36.0%	+389.7%	+55.1%	-41.1%
Aangepaste nettowinstmutatie j-o-j	-47.7%	-1,851.1%	-86.7%	-94.4%	+2,979.9%	+68.8%	-53.5%
Aangepaste WPA mutatie j-o-j	-47.7%	-1,834.6%	-86.7%	-94.4%	+2,979.9%	+68.8%	-53.5%
Dividendwijziging j-o-j	-	-	-	-	-	-	-

Bron: Banimmo/Degroof Petercam schattingen



Commissioned Research

Degroof Petercam heeft dit rapport in opdracht van het bedrijf gepubliceerd en wordt hiervoor betaald.

Disclosures

None.

Beoordelingssystemeem & Waarderingsmethoden

Over Degroof Petercam

Dit verslag is opgesteld door Bank Degroof Petercam SA/NV ("Degroof Petercam").

Degroof Petercam is een financiële instelling die toegelaten is door en onder prudentieel toezicht staat van, als kredietinstelling, de Nationale Bank van België en onder toezicht van de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten. Zij heeft haar maatschappelijke zetel te 44, rue de l'Industrie, 1040 Brussel en is ingeschreven bij de kruispuntbank voor ondernemingen onder nummer 0403.212.172.

Geen beleggingsonderzoek

Dit verslag wordt beschouwd als een publicitaire mededeling. Het is niet opgesteld overeenkomstig de wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van het onderzoek op beleggingsgebied, en het is niet onderworpen aan enig verbod om te handelen vóór de verspreiding van onderzoek op beleggingsgebied.

Niet goedgekeurd door de bevoegde toezichthouder

Dit verslag is niet onderworpen aan enige wettelijke verplichting tot voorafgaande goedkeuring door een bevoegde toezichthoudende autoriteit. Dientengevolge is dit verslag niet ter goedkeuring voorgelegd aan een bevoegde toezichthoudende autoriteit en zal dit ook niet worden gedaan.

Inhoud van het verslag

Dit rapport is opgesteld door het sell-side onderzoeksteam van Degroof Petercam. Alle meningen, standpunten, ramingen en projecties in dit rapport weerspiegelen de persoonlijke visie van de auteur op de betrokken onderneming en gerelateerde effecten op de datum van dit rapport. Dit rapport weerspiegelt niet noodzakelijk de standpunten van Degroof Petercam als instelling en kan zonder voorafgaande kennisgeving worden gewijzigd. De analist(en) beweert (beweren) voorts geen betekenisvol financieel belang te hebben in één van de voornoemde ondernemingen, niet in een belangenconflict te verkeren en geen aansporing te hebben aanvaard van enige persoon met een materieel belang in de betrokken onderneming. De bezoldiging van de analisten is onderworpen aan het bezoldigingsbeleid van Degroof Petercam en kan hier geraadpleegd worden.

De informatie en opinies in dit rapport zijn samengesteld of afkomstig van bronnen die betrouwbaar en te goeder trouw worden geacht, maar er wordt geen verklaring of garantie, expliciet of impliciet, gegeven met betrekking tot hun nauwkeurigheid, volledigheid of juistheid.

Geldigheid van het verslag

Alle informatie, meningen of ramingen in dit verslag worden, ongeacht de bron, te goeder trouw verstrekt en zijn slechts geldig op de datum waarop dit verslag wordt gepubliceerd en kunnen worden gewijzigd. De waarde van elke investering kan ook schommelen als gevolg van marktveranderingen. Degroof Petercam is niet verplicht om de ontvangers van dit verslag op de hoogte te brengen van enige wijziging in dergelijke meningen of schattingen.

Herziening door de betrokken onderneming van dit verslag

Degroof Petercam behoudt zich het recht voor om een ontwerp van het onderzoeksrapport (met uitzondering van - indien relevant - de doelwaarderingsvork/reële waarde en de aanbeveling) ter beoordeling voor te leggen aan de onderworpen onderneming met als enige doel onopzettelijke materiële feitelijke onjuistheden te corrigeren.

Belangenconflict

Er moet worden opgemerkt dat Degroof Petercam en de betrokken onderneming een overeenkomst hebben gesloten met betrekking tot de productie van dit rapport. Degroof Petercam heeft een vergoeding ontvangen van de betrokken onderneming voor het opstellen en verspreiden van dit rapport. Deze vergoeding is (i) een vaste vergoeding die tussen de betrokken onderneming en Degroof Petercam werd overeengekomen vóór de opstelling en publicatie van dit verslag en (ii) in geen geval positief of negatief beïnvloed door de inhoud van dit verslag.

Wegens de brede activiteiten van de groep waartoe Degroof Petercam behoort, kan het voorkomen dat Degroof Petercam of één van haar verbonden ondernemingen

- posities aanhoudt of transacties uitvoert in de effecten van de hierin vermelde onderneming of een lid van haar groep;
- investment banking diensten voor dergelijke ondernemingen uitvoert of tracht uit te voeren (zoals corporate finance adviesdiensten);
- optreedt als market maker of liquiditeitsverschaffer voor de effecten van de hier genoemde vennootschap
- andere diensten verricht waartoe zij wettelijk gerechtigd is;
- een mandaat bezit in de betrokken vennootschap
- een aanzienlijke deelneming in de betrokken onderneming bezit.

In dit verband moet Degroof Petercam regelingen hebben getroffen om belangenconflicten tussen haarzelf en cliënten en tussen verschillende cliënten onderling te onderkennen, te voorkomen en te beheren. Degroof Petercam werkt volgens een beleid inzake



belangenconflicten waarin Degroof Petercam die situaties heeft geïdentificeerd waarin sprake kan zijn van een belangenconflict en, in elk geval, de stappen die zijn genomen om dat conflict te beheren. Degroof Petercam heeft redelijke maatregelen genomen om ervoor te zorgen dat de objectiviteit van dit onderzoeksverslag en de onafhankelijkheid van de auteur gewaarborgd zijn en heeft verschillende regelingen getroffen (zoals interne beleidslijnen en procedures) om potentiële belangenconflicten te beheren. Degroof Petercam heeft bijvoorbeeld een beloningsbeleid, een procedure voor het verhandelen van persoonlijke rekeningen en verschillende organisatorische maatregelen zoals Chinese Walls geïmplementeerd die bedoeld zijn om onrechtmatige bekendmaking en gebruik van vertrouwelijke en gevoelige informatie te voorkomen. Wanneer de regelingen in het kader van ons beleid inzake belangenconflicten niet volstaan om een bepaald conflict te beheersen, zal Degroof Petercam de betrokken cliënt informeren over de aard van het conflict zodat de cliënt een weloverwogen beslissing kan nemen. Naast de voornoemde regelingen heeft Degroof Petercam ook de interne regelingen geïmplementeerd die worden vereist door artikel 37, lid 1, van de Gedelegeerde Verordening 2017/565 van de Commissie.

Geen aanbod

Dit verslag vormt geen aanbod of verzoek tot verkoop, aankoop of inschrijving van enig financieel instrument en mag niet worden opgevat als een aanbod of verzoek daartoe. Elk aanbod of het aangaan van een transactie vereist de daaropvolgende formele instemming van Degroof Petercam, die onderworpen kan zijn aan interne goedkeuringen en de uitvoering van bindende transactiedocumenten.

Geen beleggingsadvies

De informatie in dit rapport mag niet worden beschouwd als een persoonlijk advies en mag niet worden beschouwd als een aanbeveling van beleggingsadvies. Ontvangers mogen de inhoud van dit rapport niet opvatten als juridisch, fiscaal, boekhoudkundig of beleggingsadvies of persoonlijke aanbeveling. Bijgevolg is Degroof Petercam niet verplicht om de geschiktheid voor de ontvanger van enige hierin beschreven potentiële transactie te bepalen, en zal dit ook niet doen. Ontvangers moeten advies inwinnen bij hun adviseurs om de verdiensten, voorwaarden en risico's te bepalen van elke potentiële transactie die hierin wordt beschreven.

Toekomstgerichte verklaringen

Dit rapport kan toekomstgerichte verklaringen bevatten. Deze toekomstgerichte verklaringen zijn onderhevig aan risico's, onzekerheden en veronderstellingen en andere factoren die ertoe kunnen leiden dat de werkelijke resultaten, toestand, prestaties, vooruitzichten, groei of mogelijkheden wezenlijk verschillen van die welke in deze toekomstgerichte verklaringen tot uitdrukking komen of daardoor worden gesuggereerd. Toekomstgerichte verklaringen zijn geen garanties voor toekomstige prestaties en er is geen garantie dat de schattingen of projecties zullen worden verwezenlijkt. De werkelijke resultaten kunnen afwijken van de prognoses en een dergelijke afwijking kan materieel zijn.

In het verleden behaalde en gesimuleerde resultaten

In het verleden behaalde of gesimuleerde resultaten, waaronder back-testing, modellering of scenarioanalyse, vormen geen aanwijzing voor toekomstige resultaten. Er wordt geen uitspraak gedaan over de nauwkeurigheid van de veronderstellingen in, of de volledigheid van, enige modellering, scenarioanalyse of back-testing.

Waarderingsmethode

Onze doelwaardering is doorgaans gebaseerd op een combinatie van waarderingsmethoden, waaronder DCF, SOTP, vergelijking met andere groepen, historische ratio's en andere. Het resultaat van deze waarderingsmethoden is gevoelig voor zowel externe factoren (bv. rentetarieven en marktwaarderingen) als voor onze aannames (bv. over omzetgroei, winstgevendheid of waarderingskortingen). Wees u ervan bewust dat zelfs kleine veranderingen in deze elementen tot grote veranderingen in de doelwaardering kunnen leiden. Meer informatie over de voor dit bedrijf gebruikte waarderingsmethode is te vinden in de rapporten op <https://research.degroofpetercam.com/portail/societe/news.php?id=223&type=45>.

Geen aansprakelijkheid

Degroof Petercam aanvaardt geen enkele aansprakelijkheid voor directe of indirecte schade die voortvloeit uit het gebruik van dit rapport of de inhoud ervan. Dit rapport beoogt geen uitputtende beschrijving te geven van het financiële instrument en van de emittent van het financiële instrument waarop het betrekking heeft. Hoewel alle redelijke zorg is besteed aan de nauwkeurigheid van de informatie in dit verslag, kan noch Degroof Petercam, noch een van haar verbonden ondernemingen, bestuurders, adviseurs of werknemers aansprakelijk worden gesteld voor enige onjuiste, onvolledige of ontbrekende informatie, of voor enige directe of indirecte schade, verliezen, kosten, vorderingen, aansprakelijkheden of andere uitgaven die zouden voortvloeien uit het gebruik van of het vertrouwen op dit verslag, behalve in geval van opzet of grove nalatigheid. De informatie in dit rapport is niet onafhankelijk geverifieerd door een onafhankelijke derde partij.

Distributiebeperking en gebruik van het rapport

De inhoud is uitsluitend bedoeld voor informatieve doeleinden en u dient dergelijke informatie of ander materiaal niet op te vatten als juridisch, fiscaal, beleggings-, financieel of ander advies. Niets in dit rapport is een verzoek, aanbeveling, goedkeuring of aanbod van Degroof Petercam of een derde dienstverlener om effecten of andere financiële instrumenten te kopen of te verkopen in dit of in enig ander rechtsgebied waarin een dergelijk verzoek of aanbod onwettig zou zijn volgens de effectenwetgeving van dat rechtsgebied.

Alle inhoud van dit rapport is informatie van algemene aard en is niet gericht op de omstandigheden van een bepaalde persoon of entiteit. Niets in het rapport vormt professioneel en/of financieel advies, noch vormt enige informatie in het rapport een alomvattende of volledige verklaring van de besproken zaken of de wet die daarop betrekking heeft. U bent als enige verantwoordelijk voor de beoordeling van de verdiensten en risico's in verband met het gebruik van informatie of andere inhoud in dit rapport, voordat u beslissingen neemt op basis van dergelijke informatie of andere inhoud.

Dit verslag mag niet rechtstreeks of onrechtstreeks buiten de EER (met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk) worden genomen of verspreid.



Voltooiing van het verslag en updates

Dit verslag werd voor het eerst verspreid door Degroof Petercam op 6 March 2024 14:10 CET

Waarderingen worden voortdurend door de analist herzien en zullen regelmatig worden bijgewerkt en/of geactualiseerd. De beweegredenen voor een wijziging van de doelwaardering zullen in een dergelijke bijwerking/update worden toegelicht.

Een overzicht van het over dit bedrijf gepubliceerde onderzoek is te vinden op onze website:
<https://research.degroofpetercam.com/portail/societe/news.php?id=223&type=0>

Dit rapport is vóór publicatie niet door het bedrijf beoordeeld.

Het rapport is nagelezen door Joren Van Aken, Equity Analyst.

Lexicon

Aandeel: Bewijs van deelneming in het kapitaal van een onderneming.

Bruto bedrijfswinst: Vaak in het Engels omschreven als EBIT of operating profit. Dit is de winst voor interesten en belastingen.

Bruto bedrijfswinst voor afschrijven en amortisaties: Dit is hetzelfde als de EBITDA. Dit is de winst voor interesten, belastingen, afschrijvingen en amortisaties.

Buy-and-build: Dit is een term voor een strategie, voornamelijk gebruikt binnen private equity, waarbij een bedrijf steeds kleine acquisities doet en die integreert in het moederbedrijf. Dankzij synergiën kan men via zo'n acquisities vaak kosten besparen en dus de winstmarges verhogen.

DCF: discounted cash flow, een methode om de waarde van een bedrijf te bepalen op basis van de toekomstige kasstromen, die contant worden gemaakt rekening houdend met de kapitaalkosten van het bedrijf (WACC)

Dividend: Deel van de winst dat periodiek door een onderneming aan haar aandeelhouders wordt uitgekeerd.

Dividendrendement: Het rendement dat een belegger ontvangt via het dividend op jaarbasis oftewel het dividend per aandeel als een percentage van de koers van het aandeel.

Discount: Dit is de korting van de koers ten opzichte van de NAV. De huidige koers per aandeel is dus lager dan de waarde van de netto intrinsieke waarde. Dit kan berekend worden via de volgende formule: Koers per aandeel/NAV per aandeel -1

DPe: Schatting van Degroof Petercam

EBIT: Bruto bedrijfswinst.

EBITDA: Bruto bedrijfswinst voor afschrijven en amortisaties

EV: Ook wel Enterprise Value of ondernemingswaarde genoemde. Dit is de som van de marktkapitalisatie en de netto schuldpositie.

Free float: Engels voor 'Vrij verhandelbare aandelen'. Dit is het percentage van de aandelen van een bedrijf dat niet in vaste handen is en dus vrij verhandelbaar is op de beurs.

FCF: Free cash flow. Engels voor 'vrije kasstroom'. Dit is het geld dat de onderneming ter beschikking heeft na kosten en investeringen.

GAV: Gross Asset Value of de bruto intrinsieke waarde. Dit is de som van alle activa in de portefeuille.

Guidance: de door het bedrijf afgegeven verwachten voor toekomstige resultaten

Market cap: Dit is de marktkapitalisatie van het bedrijf. Dit is de vermenigvuldiging van de koers per aandeel en het aantal uitstaande aandelen.

Multiple: Dit wordt gebruikt in de context van waardering. Een multiple betekent hoeveel keer iemand bereid is te betalen als een veelvoud van de winst, bruto bedrijfswinst, etc. Wanneer een aandeel een koers van EUR 100 heeft en een winst per aandeel van EUR 10 dan is de markt bereid om een multiple van 10 keer de winst te betalen.

NAV: Net Asset Value of de netto intrinsieke waarde van een bedrijf. Hierbij wordt de som genomen van alle activa in de portefeuille (=bruto intrinsieke waarde) en vervolgens wordt de netto schuld- of kaspositie er afgetrokken/bijgeteld. Vaak gelijk aan het eigen vermogen van de onderneming.

NIW: Dit is de Netto Intrinsieke Waarde, de Nederlandse vertaling voor NAV.

p/a of p.a.: per aandeel

Premium: Dit is de premie van de koers ten opzichte van de NAV. De huidige koers is dus hoger dan de waarde van de netto intrinsieke waarde. Dit kan berekend worden via de volgende formule: Koers per aandeel/NAV per aandeel -1

Private equity: Investeren in niet-beursgenoteerde bedrijven

Schuldgraad: Dit is de mate waarin de onderneming met schuld is gefinancierd. Vaak is het gelijk aan de totale schuld als een percentage van de activa of als een veelvoud van de bruto bedrijfswinst. Bij investeringsmaatschappijen wordt bij schuldgraad verwezen



SoP, Sum of the Parts: methode om de waarde van een bedrijf te berekenen op basis van aparte waarderingen van de verschillende onderdelen

Treasury shares: Dit zijn ingekochte eigen aandelen.

Vrij verhandelbare aandelen: In het Engels ook wel free float genoemd. Dit is het percentage van de aandelen van een bedrijf dat niet in vaste handen is en dus vrij verhandelbaar is op de beurs.

WACC: weighted average cost of capital de gemiddelde kapitaalkosten van een bedrijf bestaande uit de rentekosten op schulden en het vereiste rendement op eigen vermogen.

WPA: Winst per aandeel.

Klachten

Elke klacht betreffende dit document per post of per e-mail ingediend worden op volgend adres (post of e-mail): Bank Degroef Petercam N.V. c/o Operational Risk Management, Nijverheidsstraat 44 – B-1040 Brussel - E-mail: claims@degroofpetercam.com - Tel.: +32 2 287 98 83

Indien u zich niet kunt vinden in de voorgestelde oplossing van de hierboven vermelde dienst Klachtenbeheer, dan kunt u zich wenden tot: Bemiddelingsdienst Banken – Krediet Beleggingen op volgende adres: Ombudsfin - Ombudsman in financiële geschillen, North Gate II, Boulevard du Roi Albert II, nr. 8, bus 2, 1000 Brussel - Tel. : +32 2 545 77 70 - Fax : +32 2 545 77 79 - E-mail: ombudsman@ombudsfin.be.

Degroof Petercam Global Markets

www.degroofpetercam.com

Nijverheidsstraat / Rue de l'Industrie 44 – 1040 Brussels

De Entrée 238 A 7th floor – 1101 EE Amsterdam

Benoît Mortelmans +32 2 662 82 93

Equity Research / Analysts

Fernand de Boer	Retail/Food & Beverages	+31 20 573 5417
Kris Kippers	Consumer Goods/Holdings	+32 2 287 9259
Amal Aboulkhouatem	Real Estate	+32 2 662 8653
Frank Claassen	Industrials	+31 20 573 5409
Kenza Jafoufi	ESG	+32 2 662 8056
Inna Maslova	Real Estate	+32 2 662 8644
Vincent Koppmair	Real Estate	+32 2 287 9673
Laura Roba	ESG/Medtech	+32 2 287 9276
Michael Roeg	Technology	+31 20 573 5422
David Seynnaeve, PhD	Biotech/Healthcare	+32 2 287 9771
Joren Van Aken	Holdings/Misc.	+32 2 662 8883
Luuk van Beek	Engineering/IT/Greentech	+31 20 573 5471
Christel De Clerck	Support & Editing	+32 2 662 8302

Corporate Brokerage & Syndication

Gert Potvlieghe		+32 2 662 8289
Raymond de Wolff		+31 20 573 5414
Magali Moonen		+32 2 662 8457
Tineke Hosselaer	Corporate access	+32 2 662 8290
Charlotte Mertens	Corporate access	+31 20 573 5416

Sales

Anthony della Faille	+32 2 662 8724
Laurent Pierret	+32 2 662 8654

Equity Sales

Simon Vlamincx	+32 2 662 8291
Damien Fontaine	+32 2 662 8287
Assia Adanouj	+32 2 662 8768
Diyana Mishu	+32 2 662 8461
Jeroen Van Genuchten	+31 20 573 5428
Beatrice Leysens - Assistant	+32 2 662 8262

Sales Trading

Veronique De Schoemaeker	+32 2 662 8280
Pieter De Moerloose	+32 2 662 8870
Fabrice Faccenda	+32 2 662 8986
Frédéric Lebrun	+32 2 287 9190

Fixed Income Sales

An-Sofie Meirsschaut	+32 2 662 8665
Olivier Gigounon	+32 2 287 9184
Lieven Krikilion	+32 2 287 9559

Derivatives

Karim Marrakchi	+32 2 662 8940
Thierry De Wispelaere	+32 2 662 8674