Aedifica: na Groot-Brittannië gaat nu Finland voor de bijl

AEDIFICA SURFT OP HET thema van de veroudering van de bevolking en de noodzaak aan opvang en verzorging. Doordat overheden onvoldoende financiële middelen en knowhow hebben om voor infrastructuur te zorgen, moet een beroep gedaan worden op privéspelers zoals Aedifica. De problematiek stelt zich in heel Europa en dus slaat het ambitieuze Aedifica zijn vleugels internationaal uit. In 2018 betrad het de Britse markt, nu zijn Finland en Zweden aan de beurt. Voordien was de groep al actief in België, Duitsland en Nederland.

Aedifica zet zijn jongste stap via de overname van het Finse Hoivatilat, een groep die slechts in 2008 opgericht is, maar wel al een beurswaarde van 375 miljoen euro had (Aedifica heeft een beurswaarde van 2,73 miljard euro). In een klap rijft Aedifica een portefeuille met een waarde van 425 miljoen euro binnen. Dit was de waarde eind juni 2019, gegroeid van 349 miljoen euro een jaar eerder. Tegen eind 2019 zal de waarde al 470 miljoen euro zijn. En hier stopt het niet, want het bedrijf had begin 2019 aangegeven dat ze in de periode 2019/21 elk jaar met 30 % wenste te groeien.

Aan dit Finse groeiverhaal hangt dus een prijskaartje van 375 miljoen euro. De kritische belegger zal opmerken dat de waardering van Hoivatilat hoog uitvalt. Zo houdt de overnamesom een premie in tegenover de intrinsieke waarde (eind juni 2019) van 122 % (of een koers/boekwaarde van 2,22), de ratio koers/courant resultaat komt uit op een heel stevige 35! Zoals gezegd, heeft de verwachte groei van Hoivatilat een zekere prijs, maar dit bedrijf kan ik als analist benaderen als dat van een projectontwikkelaar.

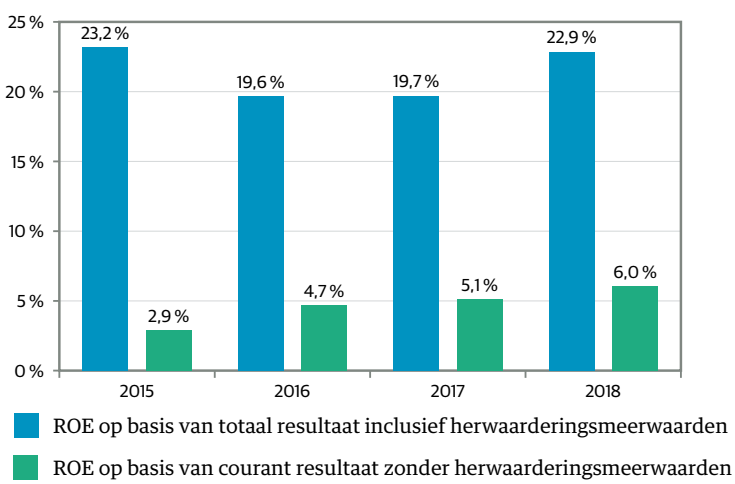
Rendement op eigen vermogen van 20 %

NET ZOALS WE DEDEN met WDP, zetten we ook het rendement op eigen vermogen van Hoivatilat op een rijtje (zie grafiek 1). Enerzijds het rendement op eigen vermogen op basis van het courante resultaat (zonder herwaarderingsmeerwaarden), anderzijds op basis van het totale resultaat (inclusief herwaarderingsmeerwaarden). Op basis van het totale resultaat komt het rendement op eigen vermogen dus uit rond de 20 %!

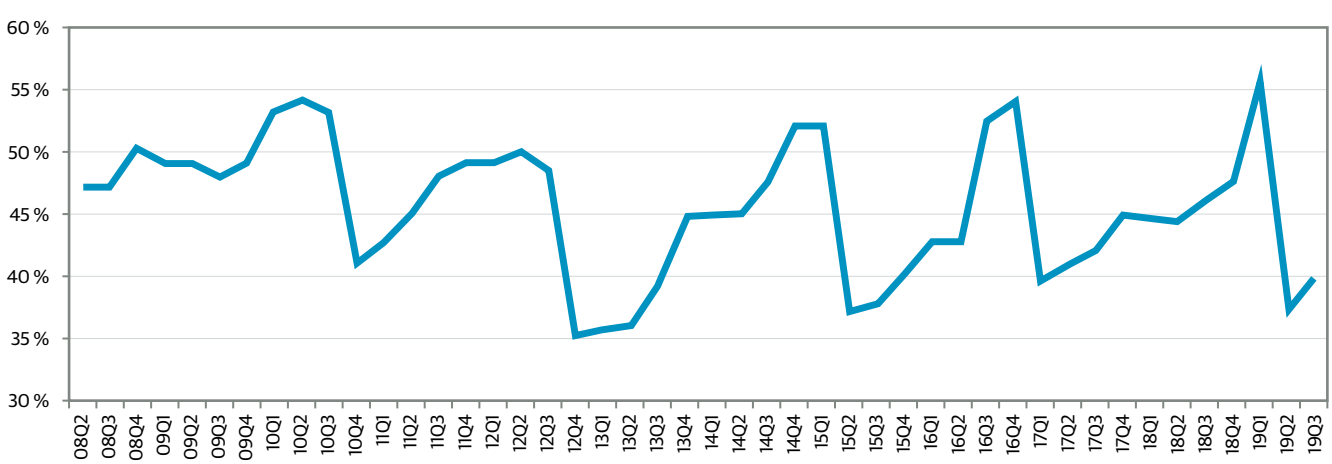
Ondertussen publiceerde Aedifica de cijfers over het eerste kwartaal van het boekjaar 2019/20, eindigend op 30 september 2019. De portefeuille steeg 6 % tegenover 30 juni 2019 en kwam uit op een waarde van 2,4 miljard euro. 43 % bevindt zich in België, 22 % in Groot-Brittannië, 18 % in Duitsland en 17 % in Nederland. Met Hoivatilat erbij wordt dat eind dit jaar al minstens 2,8 miljard euro met een belang van 15 % voor Finland en Zweden samen.

Via het bod op Hoivatilat rijft Aedifica in een klap een portefeuille met een waarde van 425 miljoen euro binnen.

Grafiek 1 **Hoivatilat ROE: rendement op eigen vermogen**



Grafiek 2 **Schuldgraad van Aedifica in %**



Wat is Aedifica?

AEDIFICA IS EEN BELGISCHE GVV (Gereglementeerde Vastgoed Vennootschap), opgericht in 2005 die in 2006 de stap naar de beurs zette. Oorspronkelijk investeerde dit vastgoedbedrijf uitsluitend in residentieel vastgoed (gemeubeld en ongemeubeld), daarna startte het met investeringen in zorgvastgoed. Vandaag is de groep 100 % geïnvesteerd in zorgvastgoed met activa in 4 landen (B, NL, D en GB).

Maar daar blijft het niet bij, in oktober en november 2019 kocht Aedifica voor 34 miljoen euro Duits zorgvastgoed. Ook heeft de groep een pijplijn met een waarde van een 400 miljoen euro aan andere acquisities en aan renovatie- en bouwprojecten. Beleggers hoeven zich nog geen zorgen te maken over de financiering van al deze operaties. Dankzij de kapitaalverhoging van april 2019 daalde de schuldgraad naar 37,2 % eind juni 2019, eind september 2019 was dat 39,6 % (zie grafiek 2).

Waardering: hoog tot heel hoog

TOT SLOT NOG EEN woordje over de waardering van Aedifica. Ons eerste uitgangspunt is het rendement op eigen vermogen en dan koers/boekwaarde of de premie/discount. In de grafiek 3 geven we enerzijds het rendement op eigen vermogen op basis van het courant resultaat (groene lijn), anderzijds op basis van het totale resultaat (blauwe lijn). Het rendement op het totale resultaat is niet onaardig, maar verrechtvaardigt volgens ons niet de hoge premie van 90 % of de koers/boekwaarde van 1,90. De ratio koers/courant resultaat van bijna 30 ligt eveneens aan de hoge, zelfs heel hoge kant.

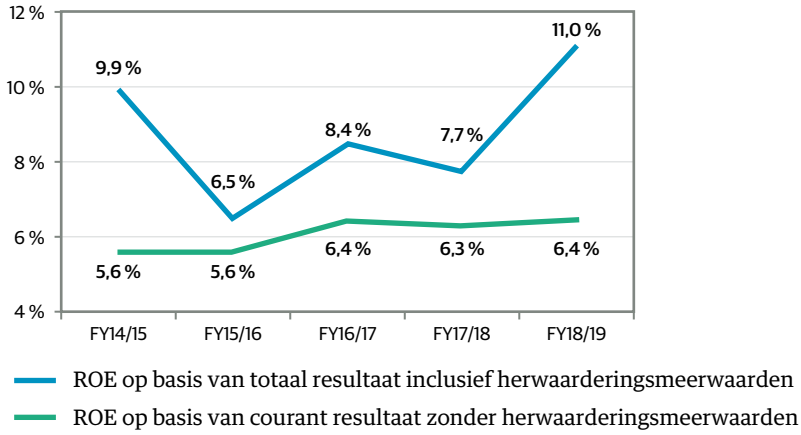
Niet hals over kop verkopen

DIE TE HOGE PREMIE of die te hoge ratio koers/courant resultaat houdt niet in dat we nu hals over kop onze aandelen Aedifica moeten gaan verkopen. Er is een ander element dat vele beleggers overtuigt en dat is de groei van de courante winst per aandeel en bijgevolg ook de groei van het dividend.

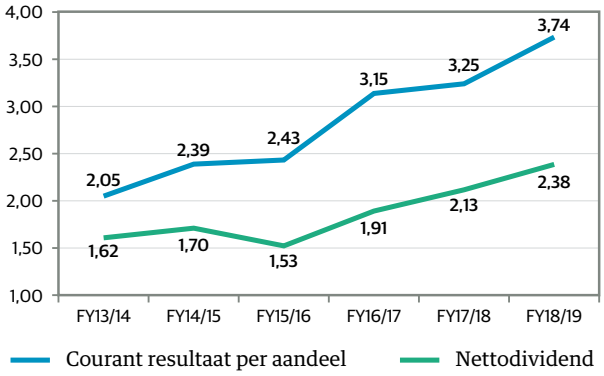
De bijgevoegde grafiek 4 maakt dit duidelijk. Deze situatie is heel vergelijkbaar met de situatie bij Xior (zie VFB-website, research van 8 augustus 2019). We toonden toen aan dat we in ons DCF-model stevige groeivoeten moesten gebruiken om de huidige koers te kunnen verklaren, dit is vandaag bij Aedifica niet anders. Maar zoals de zaken nu evolueren, lijkt Aedifica in staat om die groei te leveren.

Gert De Mesure
Redactie 14 november 2019
Koers Aedifica 112 euro
www.aedifica.be

Grafiek 3 **Aedifica ROE: rendement op eigen vermogen**



Grafiek 4 **Aedifica: evolutie courant resultaat per aandeel en netto dividend**



Molenenk - Deventer - Nederland