

# Befimmo: op zoek naar waarde



**Steven Vandebroek**  
Senior Financial Writer  
Bolero.be



**Tom Simonts**  
Bolero marktspecialist/  
auteur Beurs bij 't Ontbijt

**Befimmo is zonder meer een vaste waarde** op de Brusselse beursvloer en binnen het segment van de vastgoedbevaks, ondertussen herdoopt tot GVV's. Het bedrijf vierde vorig jaar zijn 20ste verjaardag en de aandelen staan sinds 1995 ook op Euronext Brussel. De reële waarde van de gebouwen steeg over die periode van 131 miljoen euro, vertegenwoordigd door 7 gebouwen en 76.200 vierkante meter, naar 2,388 miljard euro. Eind vorig jaar stond de teller op 87 gebouwen, goed voor 890.000 vierkante meter.

Befimmo is gespecialiseerd in kantoren in stadscentra zoals in Brussel, maar voegde ondertussen ook andere grote steden in België en het Groothertogdom Luxemburg aan de portefeuille toe. Eind 2015 was toch nog steeds 67,7 % van de Befimmo-gebouwen in Brussel terug te vinden, 20,7 % in Vlaanderen en 8 % in Wallonië.

**Gateway** Befimmo speelde zich in 2015 onder meer in de kijker met de overname van het Gateway-gebouw, dat zich op de luchthaven van Zaventem bevindt en voor de komende 18 jaar verhuurd is aan Deloitte. Aan de investering hing een prijskaartje van 140 miljoen euro, goed voor een rendement van 4,65 %. In het vierde kwartaal van dit jaar zal het gebouw opgeleverd worden. KBC Securities meent dat die aankoop het gat in de huurinkomsten als gevolg van de nakende leegstand in de Noord Building en de WTC II-toren deels zal opvullen. Die leegstand zal een verlies aan huurinkomsten betekenen van meer dan 18 miljoen euro. Anderzijds trekt het klimaat van lage rente ook niet-vastgoedinvesteerders aan die op zoek zijn naar rendement met een laag risico. Befimmo ging de concurrentie aan met die hongerige meute en daarom denkt KBC Securities dat de prijs die het betaalde voor Gateway waardecreatie in de toekomst moeilijk zal maken.

**Strategie** Zoals blijkt uit het Gatewayproject richt de groep zich op toplocaties, die op lange termijn verhuurd worden aan huurders van hoge kwaliteit zoals bijvoorbeeld overheden (publiek en Europees). Die zijn verantwoordelijk voor ruim twee derde van de huurinkomsten, terwijl iets meer dan 15 % van de portefeuille wordt verhuurd aan de privésector. Naast Deloitte zijn dat onder meer BNP Paribas, Beobank, Linklaters en Starwood.

Befimmo's portefeuille toont een hoge bezettingsgraad en de gemiddelde resterende looptijd van de huurcontracten is zo'n 8,6 jaar. Op het einde van het tweede kwartaal bereikte de bezettingsgraad met minder dan 94 % wel het laagste niveau in negen jaar, maar KBC Securities-analist Koen Overlaet-Michiels verwacht in de komende kwartalen echter een herstel. Dat zou de kosten voor leegstand kunnen doen dalen en de marges doen stijgen. De analist merkt evenwel op dat het vooral de aanhoudend lage financieringslasten zullen zijn die waarde zullen creëren.

Befimmo heeft volgens KBC Securities een kapitaalintensief business model. Dat is geen probleem, zolang dat wordt gecompenseerd door waardecreatie. De analist voorspelt een matige huurgroei op korte tot middellange termijn en is van mening dat de reële waardeontwikkeling (op vergelijkbare basis) in het eerste halfjaar van 2016 vlak bleef. Dat betekent dat de Brusselse kantorenportefeuille fair gewaardeerd is.

**Zijlijn** Na de Gatewaytransactie besloot Befimmo niet meer mee te dingen naar nieuwbouwprojecten die op lange termijn verhuurd worden,



omdat de prijzen blijkbaar toch een pak te hoog liggen. Niettemin herhaalde het bedrijf zijn groeiverwachtingen en blijft het uitkijken naar waardevergroten projecten in goed gelegen activa tegen een zo hoog mogelijk rendement. Via dat soort panden kan Befimmo zijn knowhow ideaal aanwenden om waarde te creëren, maar die zoektocht blijkt niet eenvoudig.

55,2 miljoen euro (+ 5 % op jaarbasis). Dat betekent een daling van de bedrijfsmarge met 70 basispunten tot 81,2 %.

Sinds het begin van 2016 is de reële waarde van de portefeuille gestegen van 2,39 miljard naar 2,43 miljard euro als gevolg van de investering van 25 miljoen in Gateway, 15,9 miljoen euro renovatiekosten, 3,3 miljoen euro energie-investeringen en een aanpassing van de

aandeel op van 56 tot 61 euro, maar omdat er niet verwacht wordt dat de ultralage rentes binnen afzienbare tijd van de financiële tabellen zullen verdwijnen, werd geopteerd om het koersdoel op 61 euro te zetten. Dat laat nog ongeveer 2 % opwaarts potentieel en verklaart het 'houden'-advies.

**Conclusie** Zoals dat gaat met alle vastgoedaandelen is dus ook Befimmo al een tijd niet meer goedkoop gewaardeerd. Niet onlogisch, want de aanhoudend lage langetermijnrente heeft nogal wat investeerders naar de relatief voorspelbare cash flows – eigen aan de vastgoedsector – gelokt.

Dat neemt niet weg dat het huidige bruto dividendrendement, hoewel lager dan vroeger, met 5,8 % nog steeds substantieel hoger is dan een klassieke spaarboek. Daarenboven lijkt de uitbetaling van een dividend van 3,45 euro stabiel te zijn, want KBC Securities rekent niet op een verandering in de voorzienbare toekomst.

Een opwaartse verrassing is altijd mogelijk, maar niet meteen erg waarschijnlijk. De activiteit op de Brusselse kantorenmarkt is namelijk weer op gang gekomen, maar de vraag van bedrijven blijft afwezig. KBC Securities verwacht weliswaar een verbetering van de bezettingsgraad, maar het belangrijkste probleem blijft de grote blootstelling van Befimmo in Brussel-Noord dat alweer moeilijk te verhuren blijkt. Door de lage huurgroeiverwachtingen en een fair gewaardeerde portefeuille is het moeilijk waarde te creëren. De sleutel ligt nu bij kapitaalrecyclage, maar het management heeft die verwachtingen getemperd.

World Trade Center Toren 4



In afwachting zou kapitaalrecyclage een oplossing kunnen zijn, maar tijdens de conference call over het eerste halfjaar van 2016 werd de indruk gegeven dat dat er niet onmiddellijk in zit.

**Halfjaarcijfers** Befimmo rapporteerde een daling met 4,2 % jaar-op-jaar van de nettohuurinkomsten tot 68 miljoen euro. Die daling was verwacht en wordt verklaard door het niet herhalen van eenmalige meevallers in het eerste halfjaar van 2015, gebouwen die in renovatie gingen en een negatieve huurontwikkeling op vergelijkbare basis van – 0,3 %.

De bedrijfskosten stegen minder dan verwacht, ondanks de hogere kosten voor agentenschappen en een ongunstige vergelijkbare basis in de eerste helft van 2015 (toen Befimmo eenmalige vertrekvergoedingen ontving). De algemene kosten bleven wel min of meer gelijk en dus daalde het bedrijfsresultaat vóór rendement op de portefeuille tot

reële waarde met 6 miljoen euro op vergelijkbare basis. Dit was het gevolg van een rendementsdaling voor goed gelegen en op lange termijn verhuurde panden enerzijds en een waardedaling voor oudere panden die op korte termijn verhuurd werden anderzijds.

**Waardering en koersdoel** Op het niveau van de portefeuillewaarde komt de huidige koers overeen met zo'n 10 % premie tegenover de intrinsieke waarde (die geschat werd op 54,9 euro). Die premie is minder hoog dan bij vergelijkbare vastgoedgroepen, wat volgens KBC Securities gerechtvaardigd is omwille van het feit dat de winstgroei en de verwachte groei van de intrinsieke waarde de komende jaren erg beperkt zullen zijn.

De faire waarde van het aandeel wordt door KBC Securities berekend op basis van een combinatie van EVA (Economic Value Added) en DCF (verdisconteerde cash flows) modellen. Die oefening levert een waarde per



REDACTIE 18 AUGUSTUS 2016

KOERS 59,08 EURO

[WWW.BEFIMMO.BE](http://WWW.BEFIMMO.BE)

