

# Aedifica rijft waardevolle Finnen binnen

NA AL DIE JAREN weten de VFB-leden ondertussen dat we ons graag uitleven in waarderingsscenario's. Niet met de bedoeling om het ultieme en almachtige koersdoel te berekenen en aan iedereen op te leggen, wel om aan de VFB-leden uit te leggen wat de huidige beurskoers van een aandeel of een GVV vertegenwoordigt qua resultaat en groei. Iedereen zal onze stelling wel kennen dat een aandeel of een GVV waard is wat het opbrengt. In de praktijk illustreerden we dat duidelijk met ons GVV-boek in september 2017, waarin we de correlatie aanhaalden tussen het (courant) rendement op eigen vermogen en de premie of discount waarmee GVV's noteerden. Het mag duidelijk zijn dat toen de GVV's in logistiek vastgoed het hoogste rendement op eigen vermogen realiseerden en dus ook met de hoogste premies noteerden.

## Wat is Aedifica?

AEDIFICA IS EEN BELGISCHE GVV, opgericht in 2005 en die in 2006 naar de beurs kwam. Oorspronkelijk investeerde men uitsluitend in residentieel vastgoed (gemeubeld en ongemeubeld), daarna startte men met investeringen in zorgvastgoed. Vandaag is de groep 100% geïnvesteerd en sterk gegroeid tot een Europese speler in zorgvastgoed met activa in 6 landen (België, Nederland, Duitsland, Groot-Brittannië, Finland en Zweden).

van de projectontwikkelaars. We kwamen tot de conclusie dat het gemiddelde rendement op het eigen vermogen van de laatste

de dus een premie van bijna 100%! Het opmerkelijke is dat de betaalde premie in de balans van Aedifica terecht zal komen als goodwill. Hiermee is Aedifica de eerste GVV met een significante goodwill op de balans. Kritische journalisten zullen het dan ook snel hebben over de 'lucht' die op de balans staat. We mogen wel niet vergeten dat tegenover die 'lucht,' of laat het ons gewoon goodwill noemen zoals het hoort, een echte waarde staat die wel nog gerealiseerd zal moeten worden. Het gaat dan voor een groot deel om de lopende projecten die toch wel omvangrijk zijn. Eind juni 2019 telde Hoivatilat 127 afgewerkte projecten en 55 projecten in ontwikkeling. Die te realiseren 55 projecten zullen zeker tot een bepaalde positieve herwaardering leiden bij oplevering en die zullen een groot deel van de goodwill verklaren. Het verhaal stopt natuurlijk niet bij die 55 projecten, het bedrijf heeft nog een belangrijk groeipotentieel in Finland en in Zweden. Richtten we onze blik opnieuw op de premie van 100% die Aedifica voor Hoivatilat betaalde, dan vermelden we graag dat Hoivatilat in de periode 2015 tot 2018 een gemiddeld rendement op eigen vermogen (op basis van totaal resultaat, herwaarderings inbegrepen) van meer dan 20% gerealiseerd heeft. Hier was dus ook de waardering van een vastgoedontwikkelaar op zijn plaats.

In feite moeten we ons niet druk maken over de evolutie van de intrinsieke waarde van Aedifica, belangrijker is wat het allemaal opbrengt, zowel op courant vlak als totaal met de herwaarderings inbegrepen. En zo eindigen we met ons statement van in het begin.

We kunnen de kritische belegger wel geruststellen. De waarde van de goodwill wordt regelmatig getoetst aan de hand van een DCF-model. Is de waarde niet meer gerechtvaardigd, dan volgt er een afwaardering.

Gert De Mesure  
Redactie 16 januari 2020  
Koers Aedifica 118 euro



Coplands, Londen: een rusthuizencomplex van Aedifica in het Verenigd Koninkrijk.

Recenter poogden we een gedetailleerde DCF-waardering op te maken van Xior, waarbij we moesten concluderen dat er heel wat groei in het model geplaatst moest worden om de huidige koers te verklaren. De sterke koersprestaties en daaruit volgende de hoge waardering van WDP noopte ons om een andere aanpak op deze GVV los te laten. Het rendement op eigen vermogen, berekend op basis van het courant resultaat, was minder bruikbaar om de hoge premie te verrechtvaardigen. Maar de berekening van het rendement op eigen vermogen op basis van het totale resultaat (met inbegrip van de herwaarderings) liet ons toe om een andere invalshoek aan te wenden, namelijk deze van de waardering

3 jaren de huidige waardering kan verklaren als we WDP als een vastgoedontwikkelaar en niet als een GVV beschouwen.

De geïnteresseerden van bijzondere waarderings geven we al inkijk op een interessant dossier dat zich binnen enkele weken zal presenteren. We hebben het over Aedifica dat op het einde van het eerste kwartaal voor de eerste keer het overgenomen Finse Hoivatilat zal consolideren. Aedifica bood 16 euro per aandeel en verwierf 95,9% van de aandelen van de Finse groep, zodat Hoivatilat volledig geconsolideerd zal worden. Heel interessant om weten is dat de intrinsieke waarde van een aandeel Hoivatilat eind september 2019 slechts 8,05 euro bedroeg. Aedifica betaal-