

Beleggen in rusthuissector?

Door de toenemende vergrijzing zit de vraag naar woon-, rust- en verzorgingscentra voor senioren in de lift en heeft de sector als economische activiteit de wind in de zeilen. Het is dus niet onlogisch dat er ook beleggersinteresse is voor de bonte verzameling aan instellingen die er bestaat: openbaar of privé, met of zonder (gespecialiseerde) medische zorgen, enz. Bij de grotere commerciële en beursgenoteerde spelers, vinden we een aantal Franse groepen die zich ook elders in Europa en daarbuiten ontwikkelen. En op de beurs van Brussel vinden we drie gereguleerde vastgoedvennootschappen (GVV's) die zich gespecialiseerd hebben in dit domein (ze zijn eigenaar van de gebouwen maar staan niet in voor het beheer ervan).

Terwijl veel openbare (vaak uitgebaat door OCMW's) maar ook kleinere private instellingen (in handen van vzw's, kloosterorden, enz.) kampen met grote financieringsnoden en een gebrek aan middelen, krijgen de grotere spelers hun "bedden" probleemloos gevuld. Hun markt is ook vrij crisisbestendig, gezien de hoge instapdrempels voor nieuwe concurrenten.

Kunt u in de sector beleggen zonder er zelf grijze haren aan over te houden?

Veelbelovende markt...

- De komende decennia zullen de kinderen van de babyboomgeneratie ouder worden en zullen senioren een alomtergroter deel van de bevolking gaan uitmaken. Volgens Eurostat (het bureau voor statistische informatie van de Europese Commissie) zullen 60-plussers in 2060 goed zijn voor 29,5% van de totale bevolking (t.o.v. 17,4% in 2010), en 80-plussers voor 12% (t.o.v. 4,6% in 2010).
- Gezien de opmars van degeneratieve ziekten (alzheimer, parkinson, ...), waarbij het veelal niet mogelijk is om in een thuissituatie de gepaste zorgen te (blijven) verstrekken, zal de vraag naar *gemedicaliseerde rusthuizen en woonzorgcentra* blijven toenemen.
- De aanbodzijde is nog altijd voor het grootste deel in handen van open-

bare instellingen en allerhande vzw's, maar die kampen vaak met een gebrek aan middelen (om te blijven voldoen aan de almaar strengere normen), wat in het voordeel speelt van grotere private groepen met meer financiële slagkracht. Die laatste nemen dan ook regelmatig onafhankelijke rusthuizen over en dienen steeds meer (bouw)aanvragen in om bestaande capaciteiten uit te breiden.

- Het wet- en regelgevingskader rond rust- en verzorgingstehuizen is streng en de kwaliteitsnormen worden regelmatig verhoogd. Dat creëert meteen ook vrij hoge instapdrempels voor nieuwe spelers die de markt willen betreden en speelt in het voordeel van de bestaande groepen.

...maar toch ook risico's

- In de toekomst dreigen onze pensioenen minder genereus te worden, en de gemiddelde prijs voor een verblijf in een rusthuis ligt vandaag al boven het gemiddelde pensioen. De mogelijkheid om de tarieven verder te verhogen, lijkt dus veeleer beperkt (behalve voor centra die bewust mikken op de meest goeie senioren).
- De verlenging van onze gemiddelde levensduur gaat (gelukkig) ook gepaard met een langere periode waarin we wel in goede gezondheid zijn. En de meeste mensen hebben toch de wens om thuis te blijven zolang dat mogelijk is. Mensen komen m.a.w. op steeds hogere leeftijd in het rusthuis terecht (tussen de 80 en 90 jaar) en blijven er bijgevolg ook minder lang (2 à 3 jaar gemiddeld).
- In de sector is er bij aanvang best wel veel kapitaal nodig omdat er infrastructuur gebouwd moet worden. Om te voorkomen dat hun schuldenlast al te hoog oploopt, zijn er dan ook groepen die een deel van hun vastgoedpatrimonium overdragen aan investeerders. Een te groot deel soms: in het Verenigd Koninkrijk kampen veel rusthuisbeheerders nu met grote moeilijkheden omdat de eigenaars van hun "muren" alomterhogere huurbedragen gingen eisen in het zog van de hausse op de vastgoedmarkt.
- Het is niet ondenkbaar dat overheden de verblijfstarieven in rusthuizen

(en misschien ook andere diensten die er verstrekt worden) in de toekomst zullen begrenzen. In Frankrijk kwam dit punt al eens aan de orde in 2013 (voorlopig zonder gevolg).

HOE IN SECTOR BELEGGEN?

Hierna volgen enkele concrete adviezen voor wie in de sector wil beleggen. Helaas zijn er op dit moment geen activa die we echt koopwaardig vinden :

- Voor de aandelen van de beursgenoteerde Franse groepen die actief zijn in het beheer van rust- en verzorgingstehuizen (rvt's) luidt ons advies "houden", maar koopkansen zien we niet.
- De aandelen van de Belgische GVV's die focussen op dit segment zijn momenteel evenmin koopwaardig. Houden mag wel.
- Zelf rechtstreeks beleggen in diverse (vastgoed)projecten in de sector, raden we u niet meteen aan.
- Laat Britse rusthuisbeheerders voor wat ze zijn (te riskant).
- Vermijd ook de VS, waar veel groepen in de sector verlieslatend zijn.

FRANSE GROEPEN

KORIAN

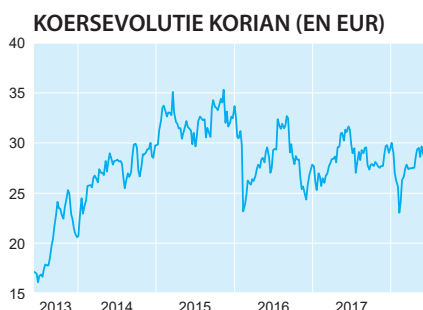
28,44 EUR • Houden

Korian is sinds de fusie met Medica in 2014 de marktleider in de Europese rvt-sector. De groep is aanwezig in Frankrijk, Duitsland, Italië en België, en wil de komende jaren in die landen haar ontwikkelingsstrategie voortzetten. Tussen 2011 en 2016 is de omzet van Korian bijna verdrievoudigd, maar voor 2016 tot 2021 mikt de groep op een meer gematigde groei (boven de 5% op jaarbasis gemiddeld). Qua winstgevendheid is er nog een beetje stijgingspotentieel: in 2017 bedroeg de ebitda-marge^{ES} 14% (t.o.v. 12% in 2011), tegen 2021 mikt Korian op 15%. Maar de regelgeving wordt alomterstrenger, zowel inzake veiligheid (woningen, voeding, enz.) als inzake kwaliteit (o.a. minimale grootte van de kamers). De kosten om aan de normen te (blijven) voldoen, zouden dus kunnen wegen op de rentabiliteit.

- Het recentste strategisch plan van Korian kon de beleggers niet echt be-

koren. De groep is op het vlak van groei en rentabiliteit ook minder agressief dan land- en sectorgenoot *Orpea* (zie hierna).

We wachten liever tot het aandeel nog eens een dip heeft alvorens te kopen.



De koers spon recentelijk garen bij speculaties rond mogelijke interesse van investeringsfondsen in het aandeel Korian.

ORPEA

114,40 EUR • Houden

Orpea is marktleider in Frankrijk en de nr. 2 in Europa. De groep is goed gediversifieerd en is aanwezig in 10 Europese landen (maar behoorlijk versnipperd). In tegenstelling tot Korian is Orpea ook actief buiten Europa. Zo heeft het een joint venture opgericht in Brazilië en opende het in 2016 zijn eerste vestiging in China, waar de vergrijzing van de bevolking versnelt. Ook andere landen (o.a. Japan) proberen deze veelbelovende markt te betreden, maar dat is niet zo makkelijk.

Tegen 2021 ambieert Orpea een capaciteitsuitbreiding van 12.000 bedden (t.o.v. 2500 à 3000 bij Korian), en ook de rentabiliteit van Orpea ligt hoger (17% in 2017, t.o.v. 14% bij Korian).

Daarentegen torst Orpea een zware schuldenlast (166% van het eigen vermogen^{€€} eind 2017; t.o.v. 95% bij Korian) en nieuwe kapitaalverhogingen vallen niet uit te sluiten. De laatste dateert inmiddels van eind 2013 (4 à 5% van het kapitaal) en vond plaats zonder voorkeursinschrijvingsrecht (verwateringseffect kleine aandeelhouders).

Ook de expansie buiten Europa is niet risicoloos.

De koers is het voorbije jaar verdrievoudigd. De premie die het aandeel biedt in vergelijking met de concurrenten is gerechtvaardigd.

LE NOBLE AGE

54,90 EUR • Houden

Le Noble Age (of LNA Santé) is de kleinste van de drie Franse groepen die we u hier voorstellen (beurskapitalisatie van ±500 miljoen euro). In 2017 boekte deze speler een omzetgroei van 4% (excl. afstotingen en overnames), iets boven de eigen doelstelling. De groep heeft een ruime achterstand ten opzichte van de twee sectorleiders, zowel qua capaciteit (zie aantal bedden in de tabel op de volgende pagina) als qua groei en rentabiliteit (marge van 12% in 2017).

Le Noble Age is vooral aanwezig in Frankrijk (slechts een paar instellingen in België). De groep wil in 2018 haar ontwikkeling voortzetten via bijkomende overnames en blijft daarbij bewust mikken op de hogere regionen van het aanbod (lees: luxueuzere en dus ook duurder dienstverlening). In het tweede halfjaar wordt de strategische roadmap tot in 2022 voorgesteld. *In afwachting (en gezien de koersdaling van het aandeel sinds een jaar) blijven we liever van de zijlijn toekijken. Houden, niet kopen.*

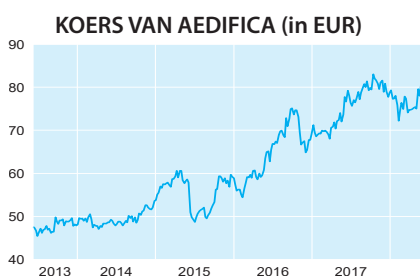
Belgische GVV's

AEDIFICA

80 EUR • 2 • Verkopen

Na een hele resem overnames bestaat de portefeuille van Aedifica, die intussen 1,7 miljard euro waard is, voor 83% uit zorgvastgoed. Het gaat om 130 sites verspreid over België, Duitsland en Nederland.

Voorts zitten er in de portefeuille appartementen (die binnenkort voor 75% worden afgestoten), hotels en wat diversen. De bezettingsgraad bedraagt



Gezien de enorme premie (58%) t.o.v. de intrinsieke waarde (50,59 EUR), vinden we de GVV geen koopje.

99% en de gemiddelde resterende duur van de huurovereenkomsten is 20 jaar. De vooruitzichten van deze erg dynamische vastgoedvennootschap ogen zeer fraai (bijkomende overnames, sterke groei) en de schuldgraad blijft binnen de perken (44,6%).

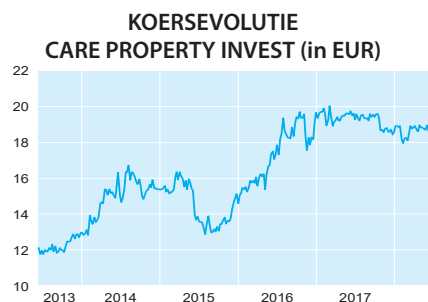
Wel ligt het netto dividendrendement (2,7%), ondanks de roerende voorheffing van slechts 15%, wat aan de lage kant. Maar aangezien de uitkeringsgraad slechts tegen de minimumlimiet van 80% aanschurkt, is er nog wat marge om het dividend in de toekomst op te trekken.

CARE PROPERTY INVEST

18,60 EUR • 2 • Houden

Het vroegere Serviceflats Invest legt zich 100% toe op serviceflats en rusthuizen. Aanvankelijk was het enkel actief in Vlaanderen, maar sinds 2017 ook in Brussel en Wallonië, en het lonkt ook naar het buitenland voor nieuwe investeringen (o.a. Nederland). Sinds een paar jaar is de GVV aan een stevige expansie bezig. De portefeuille, goed voor zo'n 450 miljoen euro, bestaat uit 95 projecten, waarvan het grootste deel via erfpachtcontracten aan OCMW's is verhuurd (de oorspronkelijke missie bij de oprichting in 1995 door de Vlaamse overheid was om 2000 serviceflats te bouwen).

De (economische) bezettingsgraad ligt op 100%, terwijl de gemiddelde resterende looptijd van de contracten ruim 17,5 jaar bedraagt. De (minstens stabiele) inkomstenstroom is dus voor lange tijd verzekerd, en gezien de lage schuldgraad (38,3%) kan de GVV nog verder uitbreiden. Het netto dividendrendement (3,3%; ook 15% roe-



Hoewel Care Property Invest iets minder duur gewaardeerd is dan Aedifica, vinden we deze GVV nog altijd wat te prijzig om te kopen. Houden mag wel.

rende voorheffing) ligt iets hoger dan bij Aedifica, alsook de uitkeringsgraad (minder ruimte om dividend te verhogen). Verder is de premie t.o.v. de intrinsieke waarde (13,67 EUR) met 36% een stuk redelijker dan bij Aedifica, al blijft ze nog altijd aanzienlijk.

COFINIMMO

107,10 EUR • 2 • Houden

Cofinimmo investeerde aanvankelijk bijna uitsluitend in kantoren maar onderging de laatste jaren een ware metamorfose. Zo diversifieerde het geleidelijk naar distributienetwerken (cafés, verzekeringskantoren) en ook en vooral naar zorgvastgoed, dat nu al 47% van de portefeuille (3,4 miljard euro) uitmaakt. Concreet gaat het om 145 panden in Duitsland, België, Nederland en Frankrijk, samen goed voor 1,6 miljard euro. In tegenstelling tot de vorige 2 GVV's mikt Cofinimmo ook op (eerstelijns) zorgcentra, revalidatieklinieken, psychiatrische klinieken, gebouwen voor medische doeleinden (praktijken voor huisartsen, tandartsen, kinesisten, apothekers), en zelfs op sport- en wellnesscentra. Net zoals bij de andere 2 GVV's is de bezetting uitermate hoog (99,3% t.o.v. 94,2% voor de hele portefeuille). De

schuldgraad (41,1%) is redelijk en de premie van 22,9% t.o.v. de intrinsieke waarde (86,87 EUR) aanvaardbaar. Het dividendrendement (3,6% netto), ligt hoger dan bij Aedifica en Care Property Invest, en dat ondanks de hogere roerende voorheffing van 30% (portefeuille moet minstens 60% zorgvastgoed bevatten om van de verminderde voorheffing van 15% te kunnen genieten). In tegenstelling tot bij de 2 andere GVV's verwachten we de eerstkomende 3 boekjaren geen of weinig (winst)groei en een stabilisatie van het dividend.

RECHTSTREEKS BELEGGEN?

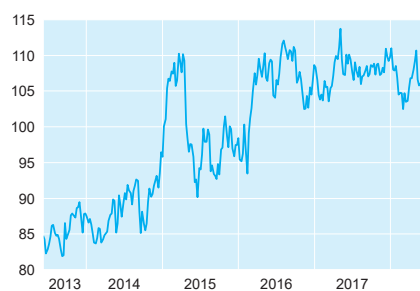
- Sommige rust- en verzorgingscentra en/of vastgoedpromotoren bieden particulieren de kans om rechtstreeks te investeren in rusthuiskamers en beloven daarbij vaak aantrekkelijke rendementen ($\pm 5\%$).

Als u zich hieraan wilt wagen, besteed dan zeker aandacht aan de volgende punten: het *type instelling* (andere lastenboeken/kwaliteitsnormen per type), de kwaliteit van de *locatie* (dicht bij medische centra, ziekenhuizen, en andere diensten), de *kwaliteit* van de *bouwpromotor* en van de *beheerder* (geef de voorkeur aan gevestigde spelers zoals Orpea, Korian...),

de *kostprijs per vierkante meter* (niet te hoog?). Lees indien mogelijk ook altijd het handelshuurcontract (wie draagt de onderhoudskosten?, enz.), dat bepalend zal zijn voor de rentabiliteit, en denk ook al eens na over een eventuele herverkoop (veel minder vlot verhandelbaar dan financiële instrumenten).

- Beleggen in een GVV die eigenaar is van het vastgoed en die het beheer van de instelling toevertrouwt aan gespecialiseerde spelers zoals Orpea, lijkt ons in veel gevallen interessanter. De aandelen van GVV's worden elke dag verhandeld op de beurs tegen beperkte kosten en via een GVV belegt u ook meteen in een gediversifieerde portefeuille van meerdere instellingen. Helaas vinden we momenteel geen enkele GVV die actief is in de sector echt koopwaardig en is het dus even wachten op een geschikter moment.

KOERSEVOL. COFINIMMO (in EUR)



Cofinimmo is correct gewaardeerd. Wel ogen de vooruitzichten iets minder rooskleurig dan bij Aedifica en Care Property Invest. U mag houden.

RENDEMENTEN VAN GVV'S



Aedifica (vet) en Care Property Invest (dunne lijn) realiseerden de voorbije 10 jaar een vergelijkbaar rendement (stijging van de koers + uitgekeerde dividenden). Cofinimmo bleef daar toch een heel eind onder.

AMERIKAANSE RUSTHUIZEN?

In de VS veroudert de bevolking tegen een vergelijkbaar tempo als bij ons. Volgens het US Census Bureau zal het aantal 65-plussers in de VS tegen 2050 zowat verdubbelen. De meeste Amerikaanse rusthuizen zijn privé. De sector is erg versnipperd en maar weinig spelers zijn beursgenoteerd. Diegene die dat wel zijn (enkele zijn terug te vinden in de onderstaande tabel), hebben slechts een beperkte beurskapitalisatie. Bovendien zijn diverse spelers al sinds meerdere jaren verlieslatend omdat de bezettingsgraad een dalende trend vertoont doordat er een overaanbod is en ook doordat de lonen in de sector gestegen zijn (om personeel te kunnen aantrekken en behouden). We zijn dan ook geen koper.

SELECTIE VAN BEURSGENOTEERDE SPELERS ACTIEF IN DE RUSTHUISSECTOR

Naam	Beurs	Recentste koers	ISIN-code	Commentaar	Advies
Korian	Parijs	28,44 EUR	FR0010386334	75.060 bedden in 743 instellingen in 4 landen	Houden
Orpea	Parijs	114,40 EUR	FR0000184798	86.650 bedden in 818 instellingen in 12 landen	Houden
Le Noble Age	Parijs	54,90 EUR	FR0004170017	7468 bedden in 67 instellingen in 2 landen	Houden
Aedifica	Brussel	80 EUR	BE0003851681	83% van de portefeuille belegd in rusthuizen	Verkopen
Care Property Invest	Brussel	18,60 EUR	BE0974273055	100% van de portefeuille belegd in rusthuizen	Houden
Cofinimmo	Brussel	107,10 EUR	BE0003593044	47% van de portefeuille belegd in rusthuizen	Houden
Ensign Group	New York	37,50 USD	US29358P1012	23.881 bedden in 230 instellingen in de VS	Verkopen
National Healthcare	New York	68,52 USD	US63633D1046	9597 bedden in 76 instellingen in de VS	Houden