



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

## XIOR

8 augustus 2019

Koers	<b>46,30</b>
Aantal aandelen (m)	13,769
Marktkapitalisatie (m)	637,5

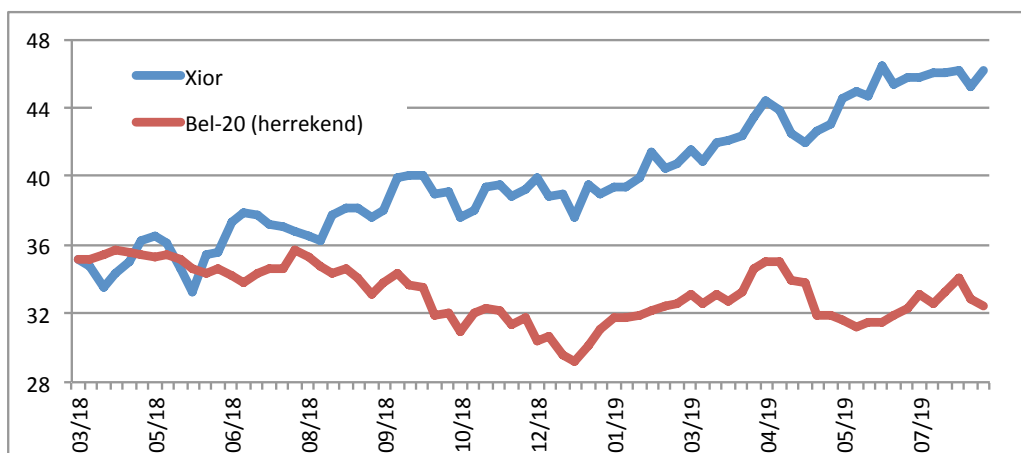
Intrins. waarde (dec/18)	29,78
Schuldgraad (dec/18)	49,3%

(in miljoen EUR)	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19E
Huuropbrengsten	0,563	10,969	18,285	30,245	n.b.
Groei in %	n.r.	n.r.	66,7%	65,4%	n.b.
Bedrijfsresultaat	0,132	7,580	13,245	23,323	n.b.
Financieel resultaat	-0,054	-3,463	-1,750	-9,572	n.b.
Resultaat portefeuille	-0,529	1,108	1,722	5,722	n.b.
Nettowinst, deel groep	-0,514	5,016	10,954	16,105	22,000
Courant resultaat	0,014	5,774	9,772	16,179	22,000
Bezettingsgraad	97,8%	97,4%	97,9%	98,9%	n.b.

	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19E
Winst per aandeel	-0,11	1,02	1,60	1,45	1,60
Courant resultaat per aandeel	0,00	1,17	1,43	1,46	1,60
Netto dividend	0,00	0,81	0,84	0,88	0,91
Intrinsieke waarde	23,42	24,97	27,47	29,78	n.b.
Premie/discount	7,2%	34,4%	68,5%	55,5%	n.b.
Dividendrendement *	0,0%	2,4%	1,8%	1,9%	2,0%

\*: op basis van koersen op het jaareinde, voor FY17, FY18 en FY19E de huidige koers

BEDRIJFSPROFIEL GVV



### Bedrijfsomschrijving

Xior is een GVV (ex-vastgoedbevak), gespecialiseerd in studentenhuisvesting. De groep ontstond in 2007 en verrichtte toen de eerste investeringen. In 2013 werd de stap naar Nederland gezet. De groep kwam in december 2015 naar de beurs en had eind 2015 een portefeuillewaarde van 196 miljoen euro. Eind juni 2019 was dat reeds 982 miljoen euro, met de lopende projecten erbij komt de groep uit op ongeveer 1,1 miljard euro. De groep omvat 94 projecten. Van die 94 bevinden 49 projecten zich in België, 42 in Nederland en 3 in Spanje/Portugal. In België heeft Xior activa in 6 steden, in Nederland gaat het om 16 steden en 3 in Spanje/Portugal. Nederland is goed voor 69% van de portefeuille (bij beursintroductie was dat 15%), België voor 29% (85% bij beursintroductie) en Spanje/Portugal voor 2%.

Eind juni 2019 bezat de groep 5.795 studentenkamers, na uitvoering van de pijplijn worden dat er 8.960 (2.898 in België, 5.536 in Nederland en 526 in Spanje/Portugal). Studentenkamers maken 85% van de waarde van de portefeuille uit, winkelvastgoed en andere is goed voor 2%. Kantoren die op termijn geconverteerd worden naar studentenkamers staan voor 13% van de portefeuille.

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



## Resultaten eerste helft 2019

De cijfers van de eerste helft van 2019 zijn een illustratie van de drukke overname-activiteit in 2018 en 2019. Van de operaties die dit jaar plaats vonden, onthouden we vooral de eerste stappen die het zette in Spanje en Portugal met projecten in Barcelona, Lissabon en Porto. Nieuw is ook de introductie van het ROXI-concept (zie lager).

Dankzij die acquisities namen de huurinkomsten 61,1% toe tot 20,896 miljoen euro. Dat dergelijke groei gepaard moet gaan met de versterking van de interne structuur zal niemand verbazen. Zo is het personeelsbestand aangegroeid tot 60 personen, tegenover 12 net voor de beursintroductie. In Spanje werd een team van 4 personen samen gesteld. In Nederland wordt er gewerkt aan de internalisering van het beheer (dat door derden gebeurde). Ondanks die uitbouw van de structuur verbeterde de bedrijfsmarge omdat de technische kosten niet in dezelfde mate stegen als de huurinkomsten. Die bedrijfsmarge verbetert jaar na jaar (69,1% in 2016, in 2017 72,4% en in 2018 77,1%) door een betere spreiding van de vaste kosten. Dat vertaalt zich in een bedrijfsresultaat dat sterker steeg dan de huurinkomsten, met name van 76,7%.

Het financiële resultaat ging sterk achteruit door een toename van de financiële schulden, van 403 miljoen euro eind 2018 naar 529 miljoen euro. Bijkomend nam de financiële kost toe, van 1,76% naar 1,97%. Die hogere kost is te verklaren door de verhoging van de indekkingen tegen stijgende rentevoeten en door een verlenging van de looptijd van de kredieten in 2018. Net zoals de meeste GVV's verlengde Xior de gemiddelde looptijd van zijn kredieten uit vrees voor hogere rentevoeten begin 2019, wat gepaard ging met een hogere rentevoet. Ondertussen moeten we constateren dat die hogere rente er niet gekomen is, meer nog, we worden geconfronteerd met een belangrijke daling, wat tot afwaarderingen leidt op die financiële indekkingen (zie lager). Ook nam de schuldgraad toe, van 39,26% eind juni 2018, naar 49,32% eind 2018 om eind juni 2019 uit te komen op 54,42%.

Het courant of EPRA resultaat kwam uit op 10,530 miljoen euro, of een groei van 79,9%. Per aandeel was de aangroei beperkt tot slechts +17,3% door een belangrijke toename van het aantal uitstaande aandelen.

De herwaardering van het vastgoed was positief ten bedrage van 3,025 miljoen euro, de herwaardering van de financiële indekkingsinstrumenten was daarentegen negatief ten bedrage van -10,744 miljoen euro. Dit is het gevolg van de dalende marktrente die zwaar weegt op de indekkingen op lange termijn die in 2018 afgesloten zijn geweest.

Het netto resultaat tot slot meer dan verviervoudigde van 0,531 tot 2,301 miljoen euro.

Dergelijke hoge groei vraagt veel financiële middelen. Vorig jaar werd er een kapitaalverhoging doorgevoerd en werden 2 inbrengen in natura verricht die 182 miljoen euro opleverden. Dit jaar was er vers kapitaal door het keuzedividend (6,1 miljoen euro) en door een inbreng in natura (18,1 miljoen euro). Desondanks is de schuldgraad opgelopen tot 54,42%, waardoor de financiële bewegingsruimte beperkt is. Het management plant daarom een bijzondere algemene vergadering later dit jaar die moet toelaten om het kapitaal met 10% te verhogen.

(in miljoen euro)	18H1	19H1	Δ18/19
Netto huuropbrengsten	12,974	20,896	61,1%
Bedrijfsresultaat	8,567	15,135	76,7%
Financieel resultaat	-1,816	-3,087	
Courant resultaat	5,853	10,53	79,9%
Courant resultaat p/a	0,64	0,75	17,3%
Herwaardering vastgoed	0,185	3,025	
Herwaardering indekkingen	-2,854	-10,744	
Netto resultaat	0,531	2,301	333,3%
Aantal studentenkamers	4.105	5.795	41,2%
Schuldgraad	39,26%	54,42%	



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

## **DCF-waardering**

De kritische belegger zal opmerken dat we bij de bespreking van de resultaten van GVV's nooit koersdoelen berekenen en publiceren. Het heeft niets te maken met luiheid, dan wel met de complexiteit om een geloofwaardige DCF-berekening te verrichten. De impact van enkele parameters is immers significant, terwijl er ook een grote subjectiviteit kan spelen. Een eerste punt is, zoals bij elke DCF-waardering, de vaststelling van de verdisconteringsvoet, die sterk beïnvloed wordt door de gebruikte risicopremie. Een tweede punt heeft te maken met de vervangingskost van de gebouwen. Enerzijds dient uit de totale vastgoedwaarde de waarde van gebouwen afgescheiden te worden naast de grondwaarde, anderzijds is er de vraag naar de levensduur van de gebouwen. Feit is dat de vervangingskost van de gebouwen vandaag niet aan de orde is bij Xior door de lage ouderdom van de gebouwen, zo is ongeveer 80% van de gebouwen jonger dan 3 jaar. Bij GVV's met kantoren zoals Befimmo, Cofinimmo en Interinvest Offices & Warehouses is deze problematiek sterk aanwezig, met soms belangrijke negatieve gevolgen (afwaardering gebouwen, wegvallen van huur, herontwikkeling van gebouwen,...).

Hieronder hebben we diverse simulaties gemaakt op basis van verschillende scenario's en parameters. We overlopen de input en de gebruikte parameters:

- (1) Gebouwen/grond: de waarde van de vastgoedportefeuille moeten we opsplitsen in het deel gebouwen en in het deel grond. Een juiste verdeling is niet aanwezig in de balans, we gebruiken daarom 2 scenario's, enerzijds dat de gebouwen 60% uitmaken van de totale waarde, anderzijds 70%. De waarde van de gebouwen hebben we nodig omdat we de heropbouwkost willen berekenen. Op de grond is logischerwijze geen heropbouwkost nodig.
- (2) Aantal jaren: geschatte levensduur van de gebouwen. Hoe langer de gebouwen meegaan, hoe lager de jaarlijkse provisie die aangelegd moet worden om de heropbouw te financieren.
- (3) Bedrijfsresultaat: is geschat bedrijfsresultaat voor 2019, is vertrekbasis voor de waardering
- (4) Afschrijving/capex: is de provisie voor de heropbouw. De formule is: 60% of 70% van de huidige waarde van de portefeuille van 982 miljoen euro gedeeld door het aantal jaren.
- (5) Vrije cash-flow: is het bedrijfsresultaat minus de afschrijving/capex
- (6) Verdiscontering naar de eeuwigheid van de vrije cash-flow. De formule is de vrije cash-flow gedeeld door de verdisconteringsvoet. Met een verdisconteringsvoet (of WACC in het vakjargon) van 6% komen we nergens, want we bekomen voor de verschillende scenario's een negatieve waarde (verdisconteerde vrije cash-flow is kleiner dan de schuld, eerste blok van berekeningen). Het is duidelijk dat de markt een zekere groei van het bedrijfsresultaat verdisconteert, wat niet onlogisch is. De winstreservering (als slechts 80% van het courant resultaat wordt uitgekeerd) kan jaarlijks tot een groei van 2% leiden. In het tweede blok passen we die eeuwige groei van 2% toe. De formule is dan: vrije cash-flow verdisconteerd of gedeeld door de verdisconteringsvoet minus die eeuwige groei, of vrije cash-flow gedeeld door  $6\% - 2\%$  ( $=4\%$ ). De bekomen waarden in het tweede blok liggen ook ver van de huidige koers, de markt verdisconteert dus een hogere eeuwige groei. Met een eeuwige groeivoet van 4% (verdisconteringsvoet is dan  $2\%$  of  $6\% - 4\%$ ) bekomen we waarderingen in de buurt van de huidige koers.
- (7) Financiële schuld: was 529 miljoen euro eind juni 2019
- (8) Waarde in miljoen euro: is resultaat van de waarde uit (6) minus de schuld uit (7)
- (9) Waarde gedeeld door het aantal uitstaande aandelen

---

**VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60**

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veelelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

(1)	Gebouwen/grond	60%			70%		
(2)	Aantal jaren	50	65	80	50	65	80
(3)	Bedrijfsresultaat	33	33	33	33	33	33
(4)	Afschrijving/capex	11,8	9,1	7,4	13,7	10,6	8,6
(5)	Vrije cash-flow	21,2	23,9	25,6	19,3	22,4	24,4
(6)	Verdisconteerd à 6%	353,6	398,9	427,3	320,9	373,7	406,8
(7)	Minus schuld	529	529	529	529	529	529
(8)	Waarde in miljoen euro	-175,4	-130,1	-101,8	-208,1	-155,3	-122,2
(9)	Waarde per aandeel	-12,2	-9,1	-7,1	-14,5	-10,8	-8,5

(1)	Gebouwen/grond	60%			70%		
(2)	Aantal jaren	50	65	80	50	65	80
(3)	Bedrijfsresultaat	33	33	33	33	33	33
(4)	Afschrijving/capex	11,8	9,1	7,4	13,7	10,6	8,6
(5)	Vrije cash-flow	21,2	23,9	25,6	19,3	22,4	24,4
(6)	Verdisconteerd à 6% -2% groei	530,4	598,4	640,9	481,3	560,6	610,2
(7)	Minus schuld	529	529	529	529	529	529
(8)	Waarde in miljoen euro	1,4	69,4	111,9	-47,7	31,6	81,2
(9)	Waarde per aandeel	0,1	4,8	7,8	-3,3	2,2	5,7

(1)	Gebouwen/grond	60%			70%		
(2)	Aantal jaren	50	65	80	50	65	80
(3)	Bedrijfsresultaat	33	33	33	33	33	33
(4)	Afschrijving/capex	11,8	9,1	7,4	13,7	10,6	8,6
(5)	Vrije cash-flow	21,2	23,9	25,6	19,3	22,4	24,4
(6)	Verdisconteerd à 6% - 4% groei	1.060,8	1.196,8	1.281,8	962,6	1.121,2	1.220,4
(7)	Minus schuld	529	529	529	529	529	529
(8)	Waarde in miljoen euro	531,8	667,8	752,8	433,6	592,2	691,4
(9)	Waarde per aandeel	37,1	46,5	52,5	30,2	41,3	48,2

De verschillende simulaties hierboven leveren een breed gamma van koersdoelen op in functie van de gebruikte parameters. Elke belegger dient dan ook elk gepubliceerd koersdoel met de nodige kritische ingesteldheid te benaderen, of dient meer oog te hebben voor de gebruikte parameters dan voor het eindcijfer. Met deze simulaties geven we niet direct een antwoord op de vraag of het aandeel al dan niet koopwaardig is, indirect concluderen we wel dat het aandeel geen koopje is. Zo moeten we onze toevlucht zoeken tot een combinatie van een levensduur van meer dan 65 jaar en een verdisconteringsvoet van 6% aangevuld met een eeuwige groei van 4%. Deze groei van 4% oogt misschien niet hoog, maar in een DCF-model heeft dat een significante impact. Een groei van 1% heeft in theorie een impact van 15% tot 20% op de onderliggende waarde en bij 4% is dat dus viermaal zoveel!

Feit is wel dat de problematiek van de heropbouwkost vandaag helemaal niet aan de orde is, gezien de jonge leeftijd van de gebouwen (iets meer dan 80% van de portefeuille is jonger dan 3 jaar). Een ander aspect betreft de continu hoge bezettingsgraad van de gebouwen, wat het operationeel risico sterk inperkt. En op korte termijn is er nog het groei-aspect van het courant resultaat per aandeel. Een verdere groei van de portefeuille kan immers nog tot bijkomende schaalvoordelen leiden onder de vorm van een hogere operationele marge. Dat beleggers een hoge premie of prijs willen betalen voor het Xior-aandeel mag dan ook niet verbazen.

Los van de DCF-simulaties is er ook de ratio koers/courant resultaat die ons een indicatie geeft over de hoogte van de waardering. Op basis van de 1,60 euro die het management voorop stelt, bedraagt deze ratio 28,9 voor 2019, het hoogste niveau onder de Belgische GVV's. We merken wel op dat het Britse GCP Student Living een koers/courant resultaat van meer dan 30 heeft.

**VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60**

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

### **ROXI – The Urban Residence**

Xior heeft met ROXI een nieuw concept gelanceerd dat zich richt op langere en korte verblijven. Het is een hybride concept van co-living, waarbij wonen en leven en studeren of werken in elkaar overvloeien. In principe zag Xior zich genoodzaakt dit concept uit te werken omdat de vergunning van een herontwikkelingsproject van kantoren in Zaventem Xior verplichtte ook verblijven voor derden te voorzien en dit voor een derde van het gebouw, naast de studentenkamers.

Dit concept zal Xior ook introduceren in zijn Gentse hostel 13 O'clock in een volgende fase. Dit hostel telt 115 kamers.

Om dit concept te sturen, wierf Xior al iemand met hotelervaring aan.

### **Conclusie**

Xior heeft sinds zijn beursintrodactie een heel sterk en succesvol parcours afgelegd en is vandaag uitstekend gepositioneerd om die prestatie in de volgende jaren door te trekken. 2019 kondigt zich goed aan na een sterke eerste jaarhelft, maar naar 2020 toe zal het bedrijf hoogstwaarschijnlijk opnieuw een kapitaalverhoging moeten doorvoeren, met het risico op koersdruk en winstverwatering. We moeten wel toegeven dat het bedrijf haar kapitaalverhogingen in het verleden goed beheerd heeft, zodat de koersdruk en winstverwatering tot een minimum beperkt bleef.

Ondanks de hoge waardering zien we de koers niet sterk terugvallen, met dank aan de gunstige rente-omgeving en aan de continue stroom van positieve berichten (investeringen, resultaten,...).

Gert De Mesure

---

**VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60**

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veeelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.