



GERT DE MESURE FINANCIAL INFO

IMMOFINANZ

23 september 2021

Koers	20,70
Aantal aandelen (m)	123,290
Marktkapitalisatie (m)	2.552,10

Eigen vermogen mia (2020)	3,083
Schuldgraad (2020)	37,8%

(in miljoen EUR)	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
Huuropbrengsten	156,696	234,494	236,905	279,879	288,623	290,000
Groei in %	n.r.	49,6%	1,0%	18,1%	3,1%	0,5%
Bedrijfsresultaat	91,009	112,730	142,570	167,963	168,317	177,000
Bijdrage joint ventures	2,546	200,021	108,161	78,380	-69,496	n.b.
Financieel resultaat	-77,071	-75,862	-57,536	-44,165	-53,285	-46,500
Herwaardering vastgoed	-13,196	4,066	5,955	195,683	-156,599	n.b.
Nettowinst	-186,521	-534,613	217,261	358,888	-167,014	144,500
Courant resultaat (FFO1)	53,244	54,045	105,586	137,448	128,682	144,500

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
Winst per aandeel	-1,88	-5,08	1,97	3,37	-1,50	1,17
Courante winst per aandeel	0,54	0,51	0,96	1,29	1,15	1,17
Bruto dividend	0,60	0,70	0,85	0,00	0,75	0,80
Intrinsieke waarde (reëel)	27,50	25,28	26,29	29,34	25,20	n.b.
Premie/discount	-44,0%	-15,0%	-20,5%	-17,9%	-17,9%	n.b.
Dividendrendement *	3,9%	3,3%	4,1%	0,0%	3,6%	3,9%

*: op basis van de koers op het einde van het jaar, voor 2020 en 2021E de huidige koers

Koersevolutie afgelopen 12 maand



Spire: kantorencomplex in Warschau
(in 2019 gekocht van Ghelamco)



Omschrijving

Het Oostenrijkse Immofinanz, opgericht in 1990, is een middelgrote vastgoedgroep, met activa in Midden-, Centraal- en Oost-Europa, met name Polen (19,1% van totaal), Oostenrijk (18%), Duitsland (13,4%), Tsjechië (11,2%), Hongarije (8,8%), Roemenië (15,2%) en Slowakije (6,4%). Daarnaast is de groep actief in Slovenië, Servië en Kroatië (gegroepeerd onder Adriatische regio), goed voor 7,4% van het totaal. Turkije tot slot staat voor de resterende 0,5%. Recent werd een eerste investering van 35 miljoen euro in een Italiaans winkelpark verricht. Eind juni 2021 telde de groep 209 activa in deze 11 landen, met een waarde van 5,1 miljard euro en een oppervlakte van 1,985 miljoen m².

De groep heeft ook een participatie van 26,5% in het Oostenrijkse S Immo. Eind juni 2021 had dat belang een waarde van 430 miljoen euro of 3,50 euro per aandeel Immofinanz. Op zijn beurt bezit S Immo dan weer een belang van 12% in Immofinanz.

De portefeuille bestaat voor 64% uit kantoren, 35% uit winkelvastgoed. De resterende 1% bestaat uit diverse (o.a. gronden). Een groot deel van zijn kantooroppervlakte commercialiseert de groep onder de merknaam myhive. De winkelcentra die een bereik hebben van zo'n 200.000 inwoners dragen de merknaam Vivo! De derde merknaam die de groep aanwendt, is Top Shop, het gaat om winkelparken in regio's met een bereik van 30.000 tot 150.000 bewoners.

Door problemen met Russische winkelcentra besloot de groep in 2016 en 2017 voor 1 miljard euro vastgoed af te stoten. Dit bracht belangrijke afboekingen en verliezen met zich in beide jaren. De basis van die problemen lag in 2010 toen Immofinanz met Immoeast fuseerde.

Het aandeel noteert op de beurzen van Wenen en Warschau.

Gert De Mesure, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De auteur 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 fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van Gert De Mesure.



Resultaten eerste helft 2021

In deze jaarhelft heeft de groep voor 148,6 miljoen euro verkopen afgerond, daarnaast werden er nog verkopen voor 58,5 miljoen euro getekend, maar die moeten nog gefinaliseerd worden. Aankopen deed Immofinanz voor een bedrag van 71 miljoen euro. Enerzijds kocht het in Italië een winkelpark voor 35 miljoen euro, in Roemenie verwierf het een kantoorgebouw voor 36 miljoen euro.

(in miljoen euro)	20H1	21H1	Δ20/21
Huuropbrengsten	146,2	145,0	-0,8%
Bedrijfsresultaat (cash)	84,1	88,8	5,6%
Financieel resultaat	-30,9	-24,4	n.r.
FFO 1 (voor belasting)	53,3	64,4	20,9%
FFO 1 p/a (voor belasting)	0,53	0,52	-1,1%
Bedrijfsresultaat (totaal)	59,7	103,3	73,0%
Herwaarderingen	-143,4	52,5	n.r.
Bijdrage joint-ventures	6,4	124,1	n.r.
Netto resultaat	-119,9	228,7	n.r.

Naast deze aan- en verkopen noteerde de groep een licht lagere bezettingsgraad van 94,1%, opgesplitst was dat 90,3% voor de kantoren en 97,5% voor het winkelvastgoed. Op vergelijkbare basis stegen de huurprijzen 1,2%.

In de cijfertabel maken we een onderscheid tussen de cashresultaten enerzijds, en de niet-cashcijfers anderzijds. We starten bij de huuropbrengsten die 0,8% daalden tot 145 miljoen euro. Door lagere huurkortingen toe te kennen en door minder afschrijvingen op vorderingen (9,4 miljoen euro tegenover 18,2 miljoen euro vorig jaar), steeg het (cash) bedrijfsresultaat 5,6% tot 88,8 miljoen euro. Het financieel resultaat kende een verbetering van 6,5 miljoen euro tot -24,4 miljoen euro. Dit cijfer bekomt het bedrijf na het doorvoeren van enkele correcties, vooral van niet-recurrente elementen. Wat de financiële lasten op de financiële schuld betreft, was er een stijging van 36,6 tot 41 miljoen euro. Enerzijds stegen de schulden met 11% door een opname van kredieten om over voldoende liquiditeit te kunnen beschikken, anderzijds daalde de financiële kost van 1,99% naar 1,91%. De schuldgraad steeg licht van 37,8% eind 2020 naar 38,1% eind juni 2021. Het FFO 1 resultaat, zeg maar het cashresultaat (zie hoofdstuk 15 voor definitie), steeg 20,9% tot 64,4 miljoen euro, per aandeel was er een daling van 1,1% tot 0,52 euro door een toename van het aantal uitstaande aandelen.

Bij de niet-cashelementen vallen enkele grote bewegingen op, zoals de herwaarderingen die van -143,4 miljoen euro in 2020 naar 52,5 miljoen euro evolueerden in de eerste helft van 2021. In 2020 waren er coronagerelateerde afwaarderingen, in deze jaarhelft profiteerde Immofinanz van waardeinstijgingen van de kantoren in Duitsland en Oostenrijk (2/3 van het positieve cijfer) en van licht hogere waarderingen van winkelvastgoed in Tsjechië en de Adriatische regio (1/3 van het positieve cijfer). In totaal nam de waarde van de vastgoedportefeuille met 1,1% toe. De bijdrage van de joint-ventures kende ook een volatiele evolutie. Terwijl er in 2020 een beperkte bijdrage was, liep deze in 2021 op tot 124,1 miljoen euro. Van dit cijfer was 121,8 miljoen euro afkomstig van een herwaardering van het belang in S Immo door een hogere beurskoers, 36,5 miljoen euro was afkomstig van het resultaat van S Immo. Net zoals bij andere vastgoedgroepen werd het resultaat van S Immo in 2020 getroffen door afwaarderingen, dit jaar was er een sterk herstel.

Niet vermeld in de tabel is de bijdrage van projectontwikkelingen, die in de eerste helft van 2020 negatief was ten bedrage van -16,7 miljoen euro. In de eerste helft van 2021 was er een positieve bijdrage van 22 miljoen euro vooral dankzij een hogere waardering voor een kantoorproject in Düsseldorf. In totaal verbeterde het totale resultaat tot 228,7 miljoen euro, een gevoelige ommezwaai in vergelijking met de -119,9 miljoen euro van de eerste helft van 2020.

De aanwezige lezer zal opmerken dat we geen courant (of EPRA) resultaat opgenomen hebben in onze tabel. Immofinanz publiceert deze wel, maar dit cijfer kent van periode tot periode een (te) grote volatiliteit. Zo was er in de eerste helft van 2021 een courant resultaat per aandeel van 0,82 euro, in de eerste helft van 2020 was dat slechts 0,26 euro.

De intrinsieke waarde per aandeel steeg dit jaar 7,8% tot 27,17 euro.

Gert De Measure, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75



Meeting/discussie met CFO (herhaling van juni 2021)

Begin juni hadden we de gelegenheid om de CFO van de groep via een videoconferentie te spreken, onder 4 ogen. Een eerste discussiepunt betrof het geografische aspect. De CFO benadrukt dat de vastgoedmarkten in Centraal- en Oost-Europa niet oververhit zijn en dat er een gezonde waardering is. Immofinanz realiseert er een belangrijke cash-flow en speelt niet in op de waardering.

Een tweede niet-onbelangrijk punt ging over het toen nog lopende bod op S Immo. Dat S Immo en Immofinanz moeten samen gaan, staat in de sterren geschreven, maar door persoonlijke elementen is dat tot nu toe nog niet gelukt. Over alle punten zoals de synergieën, belastingen en strategie zijn er akkoorden. De hogere biedprijs versus de beurskoers voordien kan verklaard worden door het feit dat Immofinanz een deel van zijn eigen aandelen terug verwerft, door de discount van de biedprijs versus de intrinsieke waarde en door de complementariteit van de activa die belangrijke synergievoordelen toelaten. De financiële voordelen van het samengaan zijn groter dan de analisten inschatten. Maar zoals gezegd blies Immofinanz het overnamebod af. Immofinanz wenste dat de aandeelhouders van S Immo het maximale stemrecht van 15% zouden afschaffen, wat niet gebeurd is.

Naar de corona-crisis toe, stelde de CFO dat de retail in de regio opnieuw bewezen heeft dat het crisissen de baas kan, net als in 2008. Immofinanz heeft inspanningen geleverd om zijn huurders bij te staan onder de vorm van huurotoezeggingen en door een soort van partnership af te sluiten. Veel huurders hebben zich dan ook geëngageerd om hun huurcontracten te verlengen als compensatie voor die huurotoezeggingen. Belangrijk is ook om te weten dat de huurprijzen in winkelvastgoed bij Immofinanz niet te hoog zijn in vergelijking met de klassieke winkelcentra, dit laat een zekere groei toe op termijn.

Wat de kantoren betreft, gaf de CFO toe dat Immofinanz in de periode 2014/15 een achterstand had qua onderhoud, met als gevolg belangrijke investeringen/kosten (tot 20% van de huren, nu is dat nog 5% tot 7%) in de periode 2014/17. Ook werd een programma van verkoop van te oude en te kleine gebouwen opgezet, dat is ondertussen afgerond.

Op het vlak van de geografische focus, stelt Immofinanz dat het zijn klanten volgt. Zo wordt er vandaag geïnvesteerd in Servië, investeringen in Italië zijn op termijn ook mogelijk (wat ondertussen gebeurd is).

De meeste huurinkomsten zijn in euro.

Nieuwe ontwikkelingen

ImmoFinanz heeft een ontwikkelingspijnlign van nieuwe projecten met een waarde van een miljard euro. Enerzijds gaat het om kantoren in de hoofdsteden van de verschillende landen waarin de groep opereert, anderzijds gaat het om winkels in Centraal- en Oost-Europa en de Adriatische regio.

Verrassend en vernieuwend is het plan om op de sites van de Top Shop winkelparken woningen te gaan bouwen. Het zou gaan om betaalbare en duurzame appartementen. Het potentieel bedraagt ongeveer 12.000 appartementen. Een eerste pilootproject werd gestart in Oostenrijk, nadien volgen de buurlanden.



GERT DE MESURE FINANCIAL INFO

Conclusie

Kantoren en winkelvastgoed zijn ten gevolge van de coronacrisis vandaag minder populaire vastgoedsegmenten. Heel wat vragen worden gesteld m.b.t. de terugkeer van bedienden naar de kantoren en m.b.t. de toekomstige vraag naar kantoorvastgoed (hoeveel vierkante meters minder). Wat winkelvastgoed betreft, verwijst iedereen naar de groei van e-commerce, naar het afnemend belang van de fysieke winkels en naar de druk op de huurprijzen. En dat zijn nu juist de 2 vastgoedsegmenten waarin Immofinanz actief is.

Immofinanz heeft wel een heel belangrijke troef in handen en dat is zijn aanwezigheid in Centraal- en Oost-Europa. We merken dat kantoren en winkelvastgoed in deze regio een andere dynamiek kennen die beleggers heel wat voordelen biedt. De economische groei die er gemiddeld hoger ligt dan in West-Europa is een onmiskenbaar voordeel, evenals de jonge en groeiende bevolking. Daarenboven kan de belegger genieten van de relatief aantrekkelijke rendementen in deze regio. In enkele landen komt het marktrendement relatief hoog uit. Enkele voorbeelden: winkelvastgoed: 8,3% in Polen, 8% in Roemenië, Hongarije 7,3% en Adriatische regio: 8,9%; kantoren: Polen: 5,8%, Hongarije 6,2%, Slovakije 6% en Adriatische regio 6,8%. Rekening houdend met een financiële kost die net onder 2% uitkomt, kan Immofinanz dus een mooie 'spread' realiseren.

De koers van het aandeel heeft de voorbije maanden een mooi herstel gekend na de klappen die het had gekregen in 2020. Dit belet niet dat het aandeel nog relatief aantrekkelijk is met een discount van ongeveer 24%. Wat de ratio koers/courant resultaat betreft, worden we geconfronteerd met een belangrijk praktische probleem. Zo merken we van periode tot periode een grote volatiliteit, wat natuurlijk indruist tegen onze betrachting om een zo recurrent mogelijk (en dus weinig volatiel) cijfer te bekomen. In onze overzichtstabel maken we daarom gebruik van de FFO 1 zoals door Immofinanz gepubliceerd. Dit is wel nog niet de ideale parameter omdat de bijdrage van minderheidsparticipaties (bv. S Immo) en joint-ventures te weinig tot hun recht komen. We schatten wel in dat het courant resultaat rond 1,60 euro per aandeel moet uitkomen, wat resulteert in een ratio koers/courant resultaat van 12,9, een heel aanvaardbaar en niet onaantrekkelijk niveau.

Gert De Mesure

Gert De Mesure, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De auteur 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 Gert De Mesure.