

**RESEARCH**

# Eigen opbrengsteigendom of liever beursgenoteerd vastgoed?

Hoe dienen we een directe vastgoedbelegging af te wegen tegenover een indirecte belegging via een beursgenoteerde Gereguleerde Vastgoed Vennootschap (GVV)? Een vergelijkende analyse.

In de opbouw van ons vermogen is vastgoed dikwijls de eerste stap: de eigen woning. Projectontwikkelaars richten zich meer en meer op de particulier om vastgoed ook als een veilig en stabiel investeringsproject aan te prijzen. Aangezien we leven in een situatie van extreem lage rentestand, almaar stijgende geldmassa op de Belgische spaarrekeningen en prijsstabiliteit op onze Belgische woningmarkt kunnen we hen geen ongelijk geven. Zelf voegen vastgoedprofessionals daar steeds fijntjes de beursvolatiliteit aan toe. Maar hoe dienen we een directe vastgoedbelegging af te wegen tegenover een indirecte belegging via een beursgenoteerde Gereguleerde Vastgoed Vennootschap (GVV). Beiden geven uw portefeuille een blootstelling aan dezelfde investering. Toch zijn er wezenlijke verschillen. Dit artikel helpt u bij het bepalen van de verschillen tussen een directe en een indirecte vastgoedinvestering, hoe u deze kritisch dient te benaderen en welke rendementen u kan behalen. We doen dit chronologisch en onderscheiden drie fases voor uw directe investering: de aankoop, het verhuren gedurende 20 jaar na oplevering en de verkoop van uw eigendom. Telkens leggen we de parallel met een vastgoedportefeuille van 5 Gereguleerde Vastgoed Vennootschappen (GVV) die u een blootstelling geeft aan verschillende activa: kantoren, logistiek vastgoed, zorgvastgoed, baanwinkels en residentieel vastgoed.

## **1. De aankoop van een nieuwbouwstudio en de opstart van een beleggingsportefeuille**

Om alles wat concreter te maken gingen we voor u op eigen initiatief lukraak in op een reclamecampagne van een voor ons onbekende projectontwikkelaar. In een mooi opgezet presentatie kregen de vrij talrijk opgedaagde aanwezigen een uiteenzetting over een nieuwbouwproject gelegen in de Antwerpse binnenstad, langsheen de Plantin & Moretuslei. Via een eigen interne verhuurdienst bood de projectontwikkelaar een hoger huurpotentieel door via kortlopende contracten te verhuren aan expats in Antwerpen. In totaal bouwt men 69 eenheden, gaande van studio's met een oppervlakte van cir-



**Tabel 1** Aankoop van een studio inclusief de aankoopkosten in vergelijking met de opbouw van een beleggingsportefeuille van 5 beursgenoteerde GVV's

Aankoop simulatie studio Plantin en Moretuslei		Simulatie beleggingsportefeuille 5 beursgenoteerde GVV's	
Geafficheerde aankoopprijs	159.000 €	Totale investeringsbedrag	164.113 €
10% registratierechten op de grondwaarde, 25% van de aankoopprijs	3.975 €	Beurstaks per verrichting van 0.35%	574 €
21% BTW op de bouwwaarde, 75% van de aankoopprijs	25.043 €	Makelaarsloon van 0.80%	1.313 €
Erelonen en aktekosten inclusief 21% BTW	3.252 €	Vast recht van 15 EUR per transactie	75 €
Inschatting van de kosten voor de aansluitingen elektriciteit, gas, internet en water	9.000 €		
Extra budget inrichting en meubilair (gemeubelde verhuur)	7.500 €		
<b>Totaal bedrag nodig voor het genereren van inkomsten</b>	<b>207.770 €</b>		<b>166.075 €</b>
<b>Percentage van de aankoopkosten bovenop de geafficheerde aankoopprijs</b>	<b>23%</b>		<b>1%</b>
Start der werken	najaar 2019	781 aandelen Befimmo gekocht aan 52.5 EUR	41.002,5 €
Voorziena einde der werken	einde 2021	298 aandelen WDP gekocht aan 137.8 EUR	41.064,4 €
Bezettingsgraad jaar 1 - jaar 3	0%	488 aandelen Aedifica gekocht aan 84.1 EUR	41.040,8 €
Bezettingsgraad jaar 5	95%	421 aandelen Home Invest Belgium gekocht aan 97.4 EUR	41.005,4 €
Huurinkomsten per maand na aftrek van de kosten voor verhuur en gemene delen	650 €	Investering geeft meteen rendement via dividenden en koersevolutie	april 2019
		Netto dividendrendement op deze portefeuille in jaar 1	3,2%

ca 45m<sup>2</sup> tot appartementen met maximaal drie volwaardige slaapkamers. We kiezen bewust voor een kleine eenheid, die liggen momenteel het best in de markt en bieden ons inziens het meest interessante rendement. We besluiten over te gaan tot de virtuele aankoop van deze studio en becijferen de totale aankoopkost voor de gemeubelde verhuur – zie tabel 1. Bovenop de geafficheerde aankoopprijs dient u volgens ons rekening te houden met bijna 50 000 EUR aan extra kosten waaronder BTW, registratierechten, erelonen en aktekosten en inrichtingskosten om de studio klaar te stomen om concurrentieel voor de dag te komen op de verhuurmarkt. Daarnaast vindt u cijfermatig weer wat de opstartkosten zijn voor een sterk gespreide beleggingsportefeuille in vijf GVV's die hun beursnotering hebben op Euronext Brussel. Van uw totale investeringsbedrag van meer dan 207 000 EUR dient u slechts 1% te besteden aan aankoopkosten, de rest kan u onmiddellijk investeren in vastgoed. De directe aankoop van vastgoed gaat gepaard met zo'n 23% aan aankoopkosten vooraleer u inkomsten kan genereren door verhuur aan expats. Bovendien is de oplevering voorzien einde 2021, waardoor u tot de feitelijke opstart van de verhuring in 2022 geen huurrendement geniet. Uw beleggingsportefeuille in 5 beursgenoteerde GVV's daarentegen geeft u een onmiddellijk netto-dividendrendement van 3.2%. Een opstart van een beleggingsportefeuille in beursgenoteerde GVV's heeft bij opstart twee duidelijke voordelen: significant lagere opstartkosten waardoor u een hoger bedrag kan beleggen en een onmiddellijke kasstroom via dividendinkomsten.

## 2. De evolutie van uw huurinkomsten, van de kosten verbonden aan eigendom en verhuur, risicospreiding tijdens een periode van 20 jaar

Na oplevering start u in 2022 de zoektocht naar een geschikte huurder via de professionele verhuurdienst van onze projectontwikkelaar. Onze studio is klaar voor de korte termijn verhuur. Na een korte zoektocht van 4 maanden kennen we onze huurvoorwaarden: een maandelijks huurinkomen van 625 EUR na aftrek van de kosten voor de verhuurdienst en syndicus en een bezettingsgraad van 95%. De ontwikkelaar van het project spiegelde ons een huurprijs voor van 700 EUR per maand en zij kwamen uit op een rendement van 3.85% na belastingen. Aangezien we in het begin 4 maanden leegstand kennen is onze bezettingsgraad in het eerste jaar van verhuur 66%, nadien gaan we steeds uit van één maand leegstand over een periode van 24 maanden (95% bezetting). Onze huurinkomsten laten we jaarlijks toenemen volgens de evolutie van de gezondheidsindex en we betalen netjes onze belastingen van in totaal 850 EUR uitgesplitst over eigendom en inkomsten (ca. 500 EUR jaarlijks aan onroerende voorheffing op onze eigendom en ca. 350 EUR personenbelasting op onze huurinkomsten). Verhuren op korte termijn levert ons hogere inkomsten op, maar resulteert ook vaker in wisselende bewoning. Tegelijkertijd moeten we onze studio aantrekkelijk houden op de dynamische Antwerpse verhuurmarkt met het oog op ons toekomstig huurpotentieel. Dit voorziet in extra kosten voor schilderwerken, nieuwe meubeltjes, herstellen van keukentoeuwen en de opbouw van het reservefonds via onze syndicus. We vatten alles overzichtelijk voor u samen in tabel 2.

Onze studio levert ons over de periode van 20 jaar in totaal iets meer dan 133 000 EUR aan inkomsten op, na aftrek van geschatte belastingen en kosten. Die kosten zijn nodig omdat onze studio intensief verhuurd wordt, competitief moet blijven op de huurmarkt en zijn bezettingsgraad van 95% dient te be-

**Tabel 2** Inkomsten en kosten verbonden aan onze investering gedurende 20 jaar

Simulatie van de inkomsten van onze studio		Simulatie van de inkomsten uit onze beleggingsportefeuille	
Geafficheerde totale huurprijs per maand inclusief de dienstverlening	900 €	Totale Investeringsbedrag	9.097 €
Maandelijks vergoeding voor de professionele verhuurdienst	250 €	781 aandelen Befimmo x 3.45 EUR brutodividend	2.694 €
Maandelijks kosten ten laste voor de eigenaar	25 €	298 aandelen WDP x 4.8 EUR brutodividend	1.430 €
Maandelijks huurinkomsten voor de eigenaar	625 €	488 aandelen Aedifica x 2.50 EUR brutodividend	1.220 €
Bezettingsgraad in het eerste jaar van verhuur	66%	516 aandelen Retail Estates x 3.6 EUR brutodividend	1.858 €
Bezettingsgraad vanaf het tweede jaar van verhuur, gedurende 20 jaar	95%	421 aandelen Home Invest x 4.5 EUR brutodividend	1.895 €
Jaarlijkse indexering obv gezondheidsindex (basis 2004)	1,80%	Totaal aan jaarlijkse RV (15% RV bij Aedifica, 30% RV bij de vier andere)	2.546 €
dit zowel voor onze huurinkomsten als voor het Kadastraal Inkomen		Nettodividend van onze 5 GVV's	6.551 €
Simulatie van de inkomsten van onze studio		Simulatie van de inkomsten uit onze beleggingsportefeuille	
Kadastraal Inkomen bij oplevering	550	We besteden het beheer van een sterk gediversifieerde portefeuille van vastgoedbeleggingen uit aan een professional. De operationele kosten boekt men binnen de gereglementeerde structuur van een GVV. Die structuur voorziet in onder meer een minimale spreiding van de vastgoedportefeuille, een minimale winstuitkering en een beperkte schuldfinanciering.	
Kadastraal Inkomen bij oplevering, na toepassing indexatiecoëfficiënt	982		
Inschatting van totale jaarlijkse belasting (eigendom en inkomsten)	725 €		
Kosten voor een eerste opfrisbeurt na 5 en 15 jaar intensieve verhuur	1.000 €		
Kosten voor een eerste vernieuwing van keukeninrichting en een opfrisbeurt na 10 jaar intensieve verhuur	2.500 €		
		Gemiddelde jaarlijkse dividendgroei voor onze 5 GVV's samen, de voorbije 10 jaar	3,80%
Kosten voor een tweede grote opfrisbeurt na 20 jaar intensieve verhuur	5.000 €	We passen een conservatieve correctie toe op de dividendgroei en komen uit op	3,50%
Jaarlijkse kosten voor de opbouw van een reservefonds vanaf jaar II	120 €		
Berekening over een periode van 23 jaar, 3 jaar constructie en 20 jaar verhuur		Berekening over een periode van 23 jaar, de portefeuille genereert 23 jaar lang inkomsten	
Totale Huurinkomsten	160.154,3 €	Totale som aan brutodividenden, groeivoet dividend 3.5%, geen herbelegging	313.485 €
Totale Belastingssom	16.438,5 €	Totale som aan roerende voorheffing op onze dividenden	87.776 €
Totale kosten voor het onderhoud en investeringen in uw vastgoed	10.700,0 €	Totale som aan kosten	0 €
Totale inkomsten na belastingen, kosten en investeringen	133.015,8 €	Netto-inkomsten van onze beleggingsportefeuille, zonder herbelegging van de ontvangen dividend	225.709 €

halen. De kosten over de verhuurperiode nemen toe naarmate de studio afgeleefd wordt en worden ons inziens vaak onderschat door particuliere vastgoedbeleggers. Het gaat bijvoorbeeld om het schilderen en schoonmaken van het appartement tussen twee huurperiodes, het vervangen van toestellen en kleine herstellingen. Onze 5 GVV's bezorgen u vanaf jaar 1 een netto dividendrendement van 3.2% op uw initiële investering. Zij verhoogden de voorbije 10 jaar hun dividend jaarlijks gemiddeld met 3.8%. Ter vergelijking, de gezondheidsindex steeg over diezelfde periode met slechts 1.5%. Die hogere groeivoet danken we vooral aan het professionele beheer van de GVV's. Het management en het operationele team bestaat uit voltijdse professionals die een hoge bezettingsgraad nastreven, het vastgoed en de verhuur van zeer kortbij opvolgen en de vastgoedmarkt uitstekend aanvoelen. Alle kosten worden bovendien verrekend binnen de structuur van de GVV. Die structuur beschouwen we als een volgend voordeel voor de particuliere belegger. Dankzij dit specifieke statuut is de GVV slechts op een beperkt deel van haar winst onderworpen aan het normale tarief van de vennootschapsbelasting. De dividenden worden jammer genoeg belast aan 30% roerende voorheffing, voor zorgvastgoed is dat slechts 15%. De be-

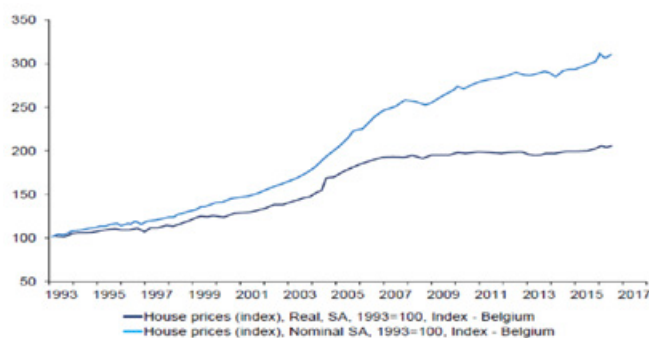
lasting op de inkomsten van onze directe vastgoedinvestering bedraagt volgens onze inschatting ongeveer 12% op jaarbasis, wat een duidelijk pluspunt is vergeleken met beursgenoteerd vastgoed. Desalniettemin zien we opnieuw meer voordelen dan dit ene nadeel en die voordelen zijn: hoger nettorendement over de ganse looptijd door het continu vernieuwen van de portefeuille, een hogere groeivoet van de inkomsten over de voorbije 10 jaar dankzij een uitstekend professioneel beheer en de transparante structuur van de GVV.

### 3. Uiteindelijke verkoop

Na 20 jaar van intensieve verhuur beslissen we om onze studio te verkopen. We vrezen lagere inkomsten en verder olopende kosten. Wat ooit een nieuwbouw was, is niet meer zo nieuw. We kijken aan tegen een mooie meerwaarde op onze aankoopsprijs maar zien op tegen de administratieve rompslomp van een verkoop. Daarom nemen we een erkend vastgoedmakelaar onder de arm om onze verkoop te begeleiden. Hij rekent 3% makelaarskosten aan op de uiteindelijke verkoopprijs die in onze case doorheen de jaren continu steeg aan gemiddeld 2.8% per jaar. De gemiddelde prijs voor een appartement in Antwerpen steeg de voorbije 10 jaar met 3.2% per jaar. We

zien echter een duidelijke daling van de jaarlijkse prijsstijging over de laatste 5 jaar, tot 2.2%. Residentieel vastgoed in België kent al decennia een gestage prijsstijging en had nauwelijks te lijden onder de vastgoedcrisis die andere westerse landen frontaal trof. Verschillende economische instanties hebben al gewezen op het dure Belgische vastgoed, dat voor meer en meer mensen onbetaalbaar wordt. Vandaar passen we een iets lagere groeivoet toe van 2.8% per jaar. De Antwerpse appartementen deden het de voorbije jaren overigens goed. De evolutie van de prijsindex voor woningen, zie **grafiek 1**, geeft duidelijk aan dat na aftrek van de inflatie (de zgn. reële prijs-evolutie) de woningprijzen in België stagneren. Een investering in vastgoed bleek de voorbije 10 jaar door de band genomen een goede bescherming tegen de inflatie, maar ook niet meer dan dat. Een lagere groeivoet toepassen voor de komende 10 jaar in vergelijking met het historische gemiddelde is dan ook verantwoord.

**Grafiek 1** Evolutie woonprijzen België. Bron: KBC Securities



Met een gemiddelde prijsstijging van 2.8% stijgt onze aankoopsprijs van 159 000 EUR tegen 2042 door naar net geen 292 000 EUR. Dat is geen slecht vooruitzicht, maar duidelijk minder dan vroeger. Bovendien betaalde u door de hoge aankoopkosten beduidend meer, nl. 207 770 EUR, zoals uitgerekend in tabel 1. Ook de verkoopkosten liggen hoger omdat u werkt met een erkend vastgoedmakelaar die het standaardtarief van 3% aan-

reket, als vergoeding voor zijn diensten. En die worden belast aan 21% BTW. Bij verkoop betalen we zo 10 500 EUR makelaarsloon en BTW samen voor de verkoop van onze studio. We ontvangen in totaal 281 312 EUR bij de verkoop, we betaalden cash 207 770 EUR. Over in totaal 23 jaar realiseerden we een meerwaarde van 73 542 EUR. Ofwel een jaarlijks rendement uit meerwaarde van slechts 1.33%.

De beursgenoteerde vastgoedportefeuille is voor ons als particuliere belegger niet onderhevig aan slijtage. Na 23 jaar is er in feite geen nood om de portefeuille ten gelde te maken. Beursgenoteerd vastgoed is een meer defensieve belegging dan gewone beursgenoteerde bedrijven en daarom zeer geschikt voor jong en oud. U hoeft dus niet te verkopen. De onderliggende vastgoedportefeuille is uiteraard wel onderhevig aan slijtage. Verschillende GVV's hadden de voorbije jaren te lijden onder de moeilijke kantorenmarkt en besloten daarom hun portefeuille aan kantoren af te bouwen of te renoveren. Telkens met hoge kosten als gevolg. Het is de voornaamste reden dat Befimmo dat enkel investeert in kantoren, haar dividend en haar intrinsieke waarde per aandeel de voorbije jaren zag dalen. Onze andere vier beheerders zagen de intrinsieke waarde wel duidelijk toenemen: de voorbije 10 jaar gemiddeld aan 3.3% per jaar gemeten voor onze volledige portefeuille inclusief de mindere prestatie van Befimmo. In tegenstelling tot de prijs van een appartement of studio in Antwerpen zien we de laatste 5 jaar geen daling in de groei. Warehouses De Pauw, Aedifica en Retail Estates konden hun groeivoet hoog houden door expansie naar het buitenland. Indien we onze initiële investering van 205 000 EUR laten aangroeien aan 3% (groei van de intrinsieke waarde) komen we bij eventuele verkoop uiteindelijk uit op 392 800 EUR. Aangezien we lagere aankoopkosten kenden en geen verkoopkosten, ligt ons jaarlijks koersrendement op 2.80%. Rendement uit meerwaarde en inkomsten samen zitten zo rond de 6% voor het beursgenoteerde vastgoed en slechts 4.10% voor onze studio. Het verschil verklaren we door internationale expansie, continu beheer van de onderliggende vastgoedportefeuille en het vermijden van hoge aan- en verkoopkosten.



### Disclaimer

Focus. magazine is een publicatie van Leo Stevens & Cie, een beursvennootschap gereguleerd door de NBB (Nationale Bank van België) en de FSMA (Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten).

Deze publicatie mag niet beschouwd worden als 'onderzoek op beleggingsgebied' zoals bedoeld in het koninklijk besluit van 3 juni 2007. Het is een publicitaire mededeling. De wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebieden zijn hierop niet van toepassing. Eventuele aanbevelingen zijn niet onderworpen aan een verbod om al voor de verspreiding van onderzoek op beleggingsgebied te onderhandelen.

Deze publicatie mag niet als persoonlijk beleggingsadvies beschouwd worden. Leo Stevens & Cie kan niet garanderen dat de in de publicatie behandelde financiële instrumenten voor u geschikt zijn. Mocht u op basis van deze publicatie overgaan tot een financiële transactie, dan draagt u hier zelf de volledige verantwoordelijkheid voor. Beleggen in financiële instrumenten (zoals aandelen) kan grote risico's inhouden. Alvorens tot een transactie over te gaan, moet een belegger beschikken over de nodige ervaring en kennis om de eventuele risico's die gepaard gaan met de transactie ten volle in te schatten, in staat zijn om deze risico's te dragen waarbij beseft moet worden dat het belegde kapitaal geheel of gedeeltelijk verloren kan gaan.

Medewerkers van Leo Stevens & Cie kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument.

Eventuele rendementen die in deze publicatie vermeld werden, zijn gerealiseerd geworden in het verleden. Er is geen garantie dat zij ook in de toekomst behaald zullen worden. Men kan evenmin zeker zijn dat de beschreven scenario's, verwachtingen en risico's zullen uitkomen in de realiteit. Zij dienen als indicatief beschouwd te worden. De gegevens die in de publicatie vermeld worden, zijn louter informatief en kunnen aan veranderingen onderhevig zijn. Wisselkoersschommelingen kunnen vooropgestelde resultaten en rendementen beïnvloeden.

De publicatie geeft de analyse weer van de auteur op de vermelde datum. Hoewel de analyse gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan de correctheid, volledigheid en actualiteit van de gebruikte informatie niet gegarandeerd worden. Leo Stevens & Cie kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties.

Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van Leo Stevens & Cie. Deze publicatie is onderworpen aan het Belgisch recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Belgische rechtbanken.

---

## Leo Stevens & Cie

### Vermogensbeheer met een pure & persoonlijke missie

Leo Stevens & Cie begeleidt u in het beheer van uw vermogen als geen andere financiële instelling in België: puur en persoonlijk.

Schildersstraat 33  
2000 Antwerpen  
T +32 3 242 03 70  
F +32 3 242 03 89

BTW BE0404.496.829  
RPR Antwerpen  
info@leostevens.com  
www.leostevens.com

