

## Vastgoedaandelen

# UITVERKOOP OF NIET?

**Een aandeel NSI was nooit goedkoper dan in de laatste weken. Alleen tegen 50 procent korting zijn beleggers bereid om te investeren in de vastgoedonderneming. Wat zijn de oorzaken voor die lage waardering?**

Een kwartje betalen voor iets dat een euro waard is. Het maakte Warren Buffett een van de rijkste mensen ter wereld. Hoe zou de superbelegger tegen het aandeel Nieuwe Steen (NSI) aankijken? Het aandeel schommelt door een fikse koersdaling van bijna 30 procent in de laatste drie maanden rond de 5 euro, een historisch dieptepunt.

Ook de beurskoers ten opzichte van de intrinsieke waarde (de waarde van het vastgoed die in de boeken staat) was nooit lager. Op dit moment zijn beleggers alleen bereid een aandeel te kopen tegen een korting van bijna 50 procent op de boekwaarde.

NSI is niet het enige vastgoedfonds dat tegen een korting wordt verhandeld op de beurs. Ook voor Vastned en Wereldhave zijn beleg-

gers niet bereid het volle pond te betalen. Maar nergens is de korting zo groot als bij NSI. Anders gezegd: als de 35 procent-kortingssticker bij Albert Heijn al voldoende is om de kipkluijves in het boodschappenmandje te leggen, waarom is de beurskorting van 50 procent van NSI dan niet voldoende om het aandeel te kopen?

Op het eerste gezicht is het aandeel NSI dus goedkoop. De vraag is waarom beleggers, altijd alert op koopjes, niet toeslaan. Welke risico's kleven aan NSI? Een verklaring in drie delen.

### **RISICO 1: STROPERIGE WAARDERING**

Van alle vastgoedfond-

sen op het Damrak heeft NSI de beroerdste portefeuille. Het grootste deel van het vastgoed, bijna 50 procent, bestaat uit kantoren. Dat is mede te danken aan de ongelukkig getimede overname van concurrent Vastned Offices in 2011. NSI kreeg daarmee veel meer kantoren in bezit en juist die categorie panden zou nog flink in waarde dalen. NSI kampt bovendien met veel leegstand. De veelal oude en kleinere objecten op matige locaties blijken moeilijk te verhuren. Zo'n 25 procent van alle kantoorruimte staat leeg, buitensporig veel in vergelijking met andere vastgoedfondsen.

Het is de vraag of alle tegenvallers al verwerkt zijn in de boekhouding van NSI. De portefeuille van vastgoedfondsen wordt een aantal keer

per jaar gewaardeerd door externe taxateurs. Die gaan meestal voorzichtig te werk. Met al te rigoureuze waardeverminderingen maken ze zich niet populair, daarom presenteren ze de pijn vaak in stapjes. Bij NSI hebben al die stapjes afgelopen jaren behoorlijk effect gehad. De boekwaarde per aandeel NSI is vanaf het hoogtepunt in 2007 gedaald van 18,26 euro tot 9,79 euro.

Het afgelopen jaar boekte NSI ieder kwartaal meer af op haar vastgoed. In het laatste kwartaal ging het om een kleine 50 miljoen euro. Topman Johan Buijs verwacht ook dit jaar verdere afboekingen.

### **RISICO 2: SCHULDHEFBOOM KLAPT TERUG**

