Sportoase

ValueScan.be

Valuation Report

07/06/2016

Summary : Equity value = 10m, EV = 98m EUR, (7.5m na likwiditeits discount privaat bedrijf 25%)

Groei, sterke groei tot 2019 door nieuwe centra, organisch gelijk aan inflatie
Winstmarge, herstelt naar historische piek van 14% op EBIT,
Investeringsnoden, nemen af na investeringscyclus tot 2018 (model assumptie)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Sales	29,175	26,214	28,984	30,183	33,065	34,743
Growth	-28.5%	-10.1%	10.6%	4.1%	9.5%	5.1%
EBITDA	5,355	7,136	6,819	7,193	7,899	9,005
Margin	18.4%	27.2%	23.5%	23.8%	23.9%	25.9%
EPS				0.60	0.72	1.25
P/E				16.7	13.9	8.0
EV/EBITDA	11.7	10.2	12.9	15.1	14.1	12.1
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Dividend Yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Analyst
Wim Lewi, CFA
Valuescan.be
Wim.Lewi@Valuescan.be

FOR QUALIFIED INVESTORS ONLY, Please see last page cover for important disclosures

THIS DOCUMENT IS CONFIDENTIAL AND MAY NOT BE REPRODUCED WITHOUT CONSENT OF VALUESCAN.BE.

ValueScan.be

Contents and methodology

I. Company Description P.2

Brief company history to situate the roots and recent material events.
Description of the activities in the reported segments that are used for the business model.
The necessary background for investors to understand what the company does.

II. Business Model P.13

Value = Growth x Profitability / Capital needs

A. Growth Expectations

The growth expectations are modelled by reported segment on a 10y history and 3y forward.
The long term drivers by segment are evaluated, **company expectations vs. sector dynamics**.
Recent results are discussed and a growth conclusion is discussed with the segment table.

B. Profitability

The profit margins are modelled by reported segment on a 10y history and 3y forward.
Competitive situation and operating costs are discussed per segment, peer comparison.
Profitability conclusion in a segment EBIT table, including corporate or exceptional costs.

C. Capital Needs

Equity reports often spent too little attention to the capital needs to realise growth and profitability.
Hence, **Capex, Working Capital, Debt and Dividends** are discussed.
The **Capex is modelled towards the maintenance level** at the end of the 3Y forecasting horizon.

III. Valuation P.22

We use a **DCF** to translate the future free cash flows into a fair value estimate.
ValueScan.be measures value with the same yardstick, independent of noise or hype.

A ROIC analysis backtests the valuation with an EVA analysis. The historic Equity value is compared to the historic EVA calculation. This indicates whether the market has been over- or undervaluing the company in the past.

The Blue shaded areas in the text are Valuescan assumptions that are made to complete the valuation.

THIS DOCUMENT IS CONFIDENTIAL AND MAY NOT BE REPRODUCED WITHOUT CONSENT OF VALUESCAN.BE.

I. Company Description

Activiteit

Brasschaat/schoten
Sportoase Elshout

- *Swimming pool*

- Sports and competition pool
- 2 springboards
- Recreation pool
- Pre-school zone

- *Fitness*

- Entree Swimming pool €7,30

Leuven
Sportoase Philipssite

- *Swimming pool*

- Sport and comptition pool
- 2 slides
- Watergears
- Fountains
- Pre-school zone
- Whirlpool
- Sauna
- Steam
- Instruction pool

- *Fitness*
- *Squash*
- *Climbing wall*
- *Brasserie*

- Entree Swimming Pool €6,90

Knokke-heist
Sportoase Duinenwater
- *Swimming pool*

- Sport and competitionpool
- Pre-school zone
- Water rapids
- Fountains
- Wave pools
- 5 slides
- Whirlpool
- Finnish sauna
- Infrared sauna
- Biosauna
- Steam bath
- Bottom stand pool

-*Fitness*
- Entree Swimming pool €9,50

Tongeren
Sportoase Eburons dome

- *Swimming pool*

- *Fitness*
- *Sports hall*

- Entree Swimming pool €2,8

Antwerpen
Sportoase Veldstraat

- *Swimming pool*
- *Beauty area*
- *Bath house*
- *Hammam*

- Entree Swimming Pool €3,-

Rotselaar
Sportoase Terheide

- *Swimming pool*
- *Sports hall*

- Entree Swimming Pool €2,90

Braine-Le-Compte
Sportoase Champ de la Lune
- *Swimming pool*

- Sport and competitionpool
- Pre-school zone
- Instructions bath
- Hammam
- Sauna
- Steam bath

-*Fitness*

- Entree Swimming pool €7,-

Beringen
Sportoase Mijn Zwemparadijs
- *Swimming pool*

- Sport bath
- Instruction bath
- 2 slides
- Sauna
- Steam bath
- Paddling pool

- Entree Swimming Pool €6,50

Hoogstraten
Sportoase Stede Akkers
- *Swimming pool*

- Sport and competitionpool
- Pre-school zone
- Sauna
- Steam bath
- Whirl pool
- Massage jets
- Bubble couches
- Neck massage showers
- Active recreation

-*Fitness*
- Entree Swimming pool €6,-

THIS DOCUMENT IS CONFIDENTIAL AND MAY NOT BE REPRODUCED WITHOUT CONSENT OF VALUESCAN.BE.

History and future

- 2005 Oprichting Sportoase, ontwikkeling en de exploitatie van sport- en recreatiecentra in PPS.
- 2005 opening eerste Sportoase Philips Leuven 2005 – 2038 (34 jaar)
- 2006 opening Brasschaat zwembadcomplex 2006 – 2036 (30 jaar)
- 2007 opening Tongeren zwembadcomplex 2007 – 2041 (34 jaar)
- 2009 Start Exploitatie Antwerpen 2009 – 2039 (30 jaar)
- 2011 opening Brasschaat sporthal 2011 – 2040 (30 jaar)
- 2012 Start Exploitatie Knokke 2012 – 2042 (30 jaar)
- 2012 Start Exploitatie Rotselaar 2012 – 2042 (30 jaar)
- 2013 Start Exploitatie Braine 2013 – 2043 (20 jaar)
- 2016 opening Sportoase Hoogstraten, Halle (30 jaar)
- 2017 opening Sportoase Oudenaarde
- 2018 opening Sportoase Lanaken

Bedrijfsfilosofie

De achterliggende filosofie van Sportoase is te functioneren als een plek waar sport, ontspanning, vrije tijd en mensen samenkomen. Een aanbod op maat van families, van groot en klein, waar de **drempel laag ligt** en waar het grote publiek thuiskomt.
Sportoase wil door middel van evenwichtige samenwerkingsverbanden met haar klanten/opdrachtgevers en partners marktgerichte, herkenbare en multifunctionele sport- en recreatiecentra exploiteren in een win- win relatie. Daarbij vertrekkend vanuit een voor beide partijen haalbare langetermijnvisie en een maxi male clustering van sport- en recreatieproducten, gericht op een maximale synergie.

1. Gezinsvriendelijk voor de "modale" gebruiker, geen of weinig spectaculaire attracties (veilig)
2. Laagdrempelig en eenvoudig, een eenvoudige & transparante bediening en tariefstelling 99%
3. Maximale toegankelijkheid, lange openingsuren, 8-22h, vakanties, etc.….
4. Voordeeltarieven - modulaire samenstelling van producten,
5. Hoge kwaliteitsstandaard gekoppeld aan een lange termijn visie, duurzame materialen,
6. Evenwichtige samenwerking door nauw overleg en vertrekkend vanuit een win-win relatie.

Wat zijn de "wins" voor het openbaar bestuur (als opdrachtgever)

- Men kan meer focussen op eigen "core-business",
- Men krijgt een ge-integreerde totaaloplossing aangeboden:
- Men is verlost van kopzorgen rond technisch complexe en strenge wettelijke bepalingen,
- Kostenverlaging door de private sector: fitness, horeca, danszalen, wellness, enz. ...
- 30 jaar lang vaste dotatie: geen verrassingen (ontsporingen)
- Geen extra investeringen: nieuwe impulsen en grote toekomstige onderhoudswerken zijn
- Snelle realisatie van het project in ca. 2 jaar tijd.
- Knowhow (juridisch, financieel, bouwkundig, technisch, exploitatie, productkennis, enz. .)
- Eventueel kan er gekozen worden voor een formule van winst- en of verliesdeling.
- Garanties op marktconforme prijzen en producten:
- Constante actualisatie en vernieuwing van de aangeboden producten
- Recuperatie 21% btw, ruling met lokale btw administratie wordt vooraf aangevraagd

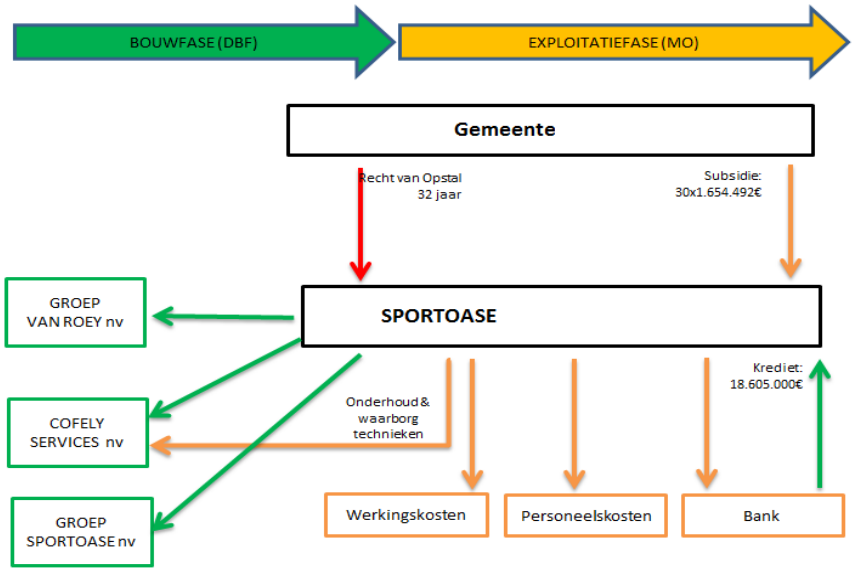
De opkomst van PPS als groeimotor van publieke zwembaden

De groep Sportoase opent in 2016 zijn tiende complex en exploiteert zo centra van Knokke-Heist tot Hoogstraten. De S&R groep heeft 8 centra onder beheer. Het bouwbedrijf Pellikaan wordt de derde speler actief op de Belgische markt (Lommel 2018). Uit onderzoek van het Vlaams Instituut voor

THIS DOCUMENT IS CONFIDENTIAL AND MAY NOT BE REPRODUCED WITHOUT CONSENT OF VALUESCAN.BE.

Sportbeheer en Recreatiebeleid, de sectororganisatie van 180 publieke zwembaden in Vlaanderen, blijkt dat het aantal PPS-zwembaden evolueerde van 2 in 2004 naar 20 in 2016. PPS in sport is anno 2016 geëvolueerd naar een opdrachtvorm die bij ieder nieuw project van gemeenten minstens in overweging wordt genomen.
PPS is een visie voor het nemen van overheidsinitiatief en het aanbieden of uitvoeren van publieke diensten. In 2007 lanceerde de Vlaamse overheid het Vlaams Sportinfrastructuurplan waarbij via DBFM(O)-overeenkomsten via publiek-private samenwerking een inhaalbeweging voor sporthallen, zwembaden, kunstgrasvelden en multifunctionele sportcomplexen werd nagestreefd. Dit plan is momenteel in uitvoering. Het voorbije decennium kwam het beheer van een technisch complex gebouw als een zwembad en de arbeidsintensieve exploitatie daarvan steeds vaker op de vergadertafel tijdens een kerntakendiscussie in een gemeente. Dit leidde tot DBFMO-overeenkomsten. Vanuit een integrale en levenscyclusbenadering van een zwembad wordt het ontwerp (Design), de bouw (Built), de financiering (Finance), het onderhoud (Maintain) én de exploitatie (Operate) overgelaten aan een privaat consortium.
De investering voor een zwembad met mogelijkheden voor zowel school- en clubzwemmen als recreatie gaat van 10 tot 20 miljoen euro en de gemeenten jaarlijks tot 600.000 Euro toeleggen enkel op de exploitatiekost. Door een gespreide betaling van een jaarlijkse vergoeding in een DBFMO contract kunnen lokale besturen financieel optimaliseren.

Vereenvoudigde voorstelling PPS

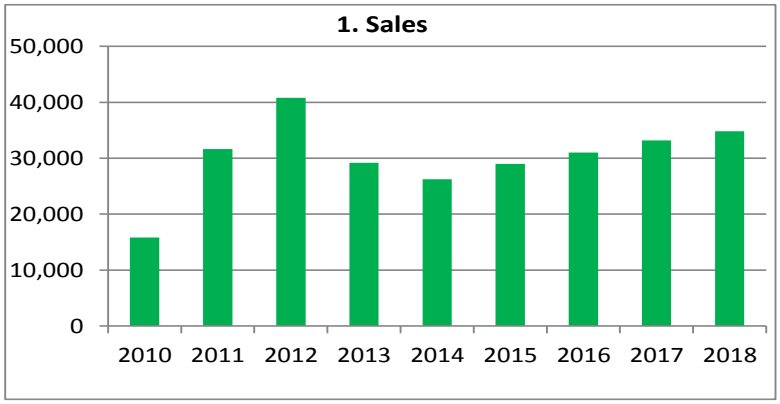


Voorbeeld : De stad Turnhout besliste om het zwembad niet meer zelf uit te baten na de heropening wegens Technische problemen. De uitbating van het zwembad zal gebeuren door een privéfirma. Die kan daarvoor jaarlijks een werkingssubsidie ontvangen van maximum 1,2 miljoen euro. Dat bedrag wordt jaarlijks geïndexeerd. "Het bad met eigen personeel zelf blijven uitbaten en onderhouden zou ons jaarlijks meer geld kosten", motiveert schepen Hannes Anaf. "Het gaat hier om de maximale subsidie zoals die ook bij andere gemeentelijke zwembaden bestaat wanneer die door derden worden uitgebaat.

THIS DOCUMENT IS CONFIDENTIAL AND MAY NOT BE REPRODUCED WITHOUT CONSENT OF VALUESCAN.BE.

II. Business Model

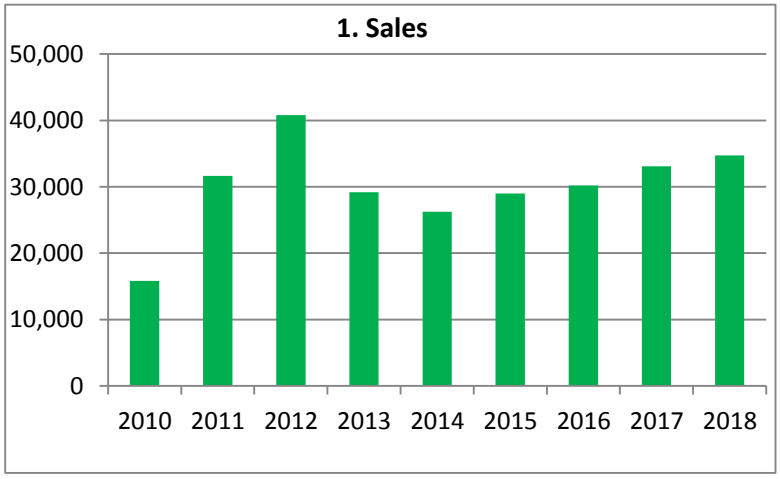
A. Growth Expectations



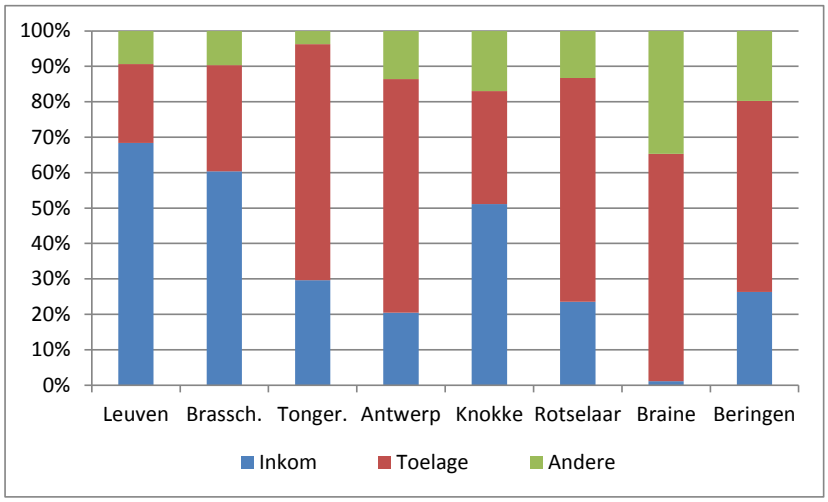
Gross Profit (Brutowinst) is beste groeimaatstaf voor de toekomst

De PPS samenwerking beantwoordt aan enkele specifieke karakteristieken die in de omzet worden meegenomen. De oplevering van het project worden meegenomen in de omzet (bv. 2012).

Dit kan men best omzeilen door de groei te beoordelen op Gross Profit niveau:



We onderscheiden 3 verschillende inkomsten : Normale omzet, Werkingstoelage en Andere inkomsten. Deze percentages verschillend significant per sportcentrum.

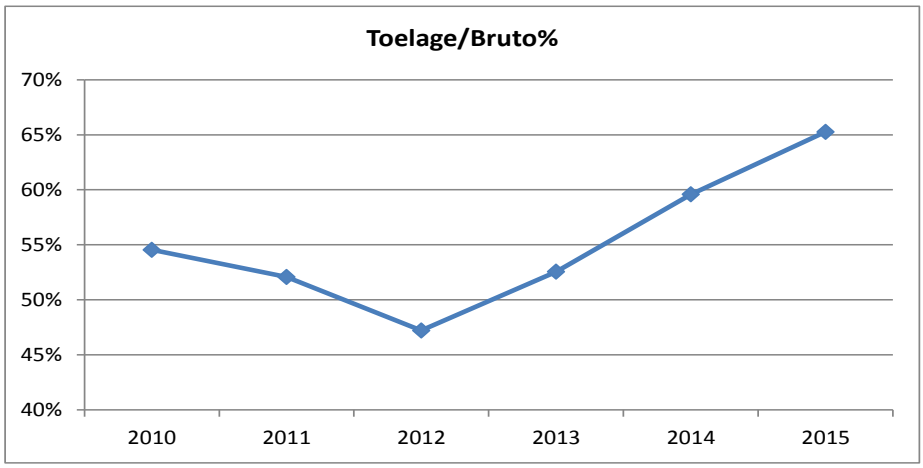


Leuven, Brasschaat en Knokke zijn minder afhankelijk van toelages dan de andere centra.

THIS DOCUMENT IS CONFIDENTIAL AND MAY NOT BE REPRODUCED WITHOUT CONSENT OF VALUESCAN.BE.

Werkingstoelage

De werkingstoelage is een algemene werkingstoelage en komt onder andere bedrijfsopbrengsten. Er is geen rechtstreeks verband met de prijs of met bezoekersaantallen. De meeste werkingstoelagen schommelen tussen 1.0 EURm en 1.5 EURm. Deze lopen over de duur van het contract (30-34 jaar) en vormen een stabiele inkomsten stroom. In enkele gevallen worden er over de eerste jaren een extra toelage betaald om de opstart kosten te compenseren.



Het percentage van de werkingstoelage tegenover de bruto omzet steeg sinds 2012 van onder 50% naar 65%. Door de opstart van een aantal nieuwe centra zal de ratio terug dalen over de komende jaren.

Activa in aanbouw

Hoogstraten 2016 is volledig betaald en ontvangt Subsidies
Halle 2016 staat voor 7.5m in aanbouw op de balans.
Oudenaarde 2017 staat voor 1.8m in aanbouw op de balans.
Lanaken 2018 staat voor 0.5m in aanbouw op de balans

Valuescan assumpties

Hoogstraten ontvangt vanaf 2015 1.1m subsidies
Halle ontvangt ook vanaf 2015 1.43m subsidies
Oudenaarde ontvangt vanaf 2016 1.25m subsidies
Lanaken ontvangt vanaf 2017 1.25m subsidies
Conclusie werkingstoelages stijgen met 1.25m over 2016 en 2017.
(Wij veronderstellen dat de werkingstoelages **NIET** geïndexeerd worden en dus op hetzelfde niveau blijven in het model tot het einde van de horizon)

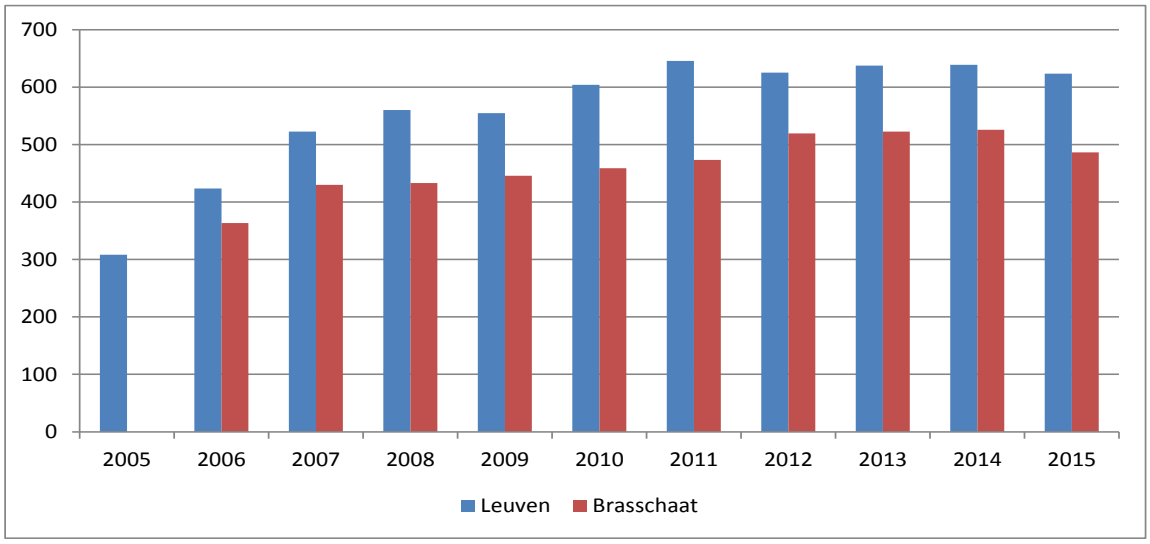
Investeringen

Hoogstraten geen investeringen in 2016
Halle investeert 7.5m in 2016
Oudenaarde investeert 5.0m in 2016 en 7.2m in 2017
Lanaken investeert 7.0m in 2017 en 7.0m in 2018
Deze berekeningen worden verder uitgewerkt in het hoofdstuk kapitaalsnoden.

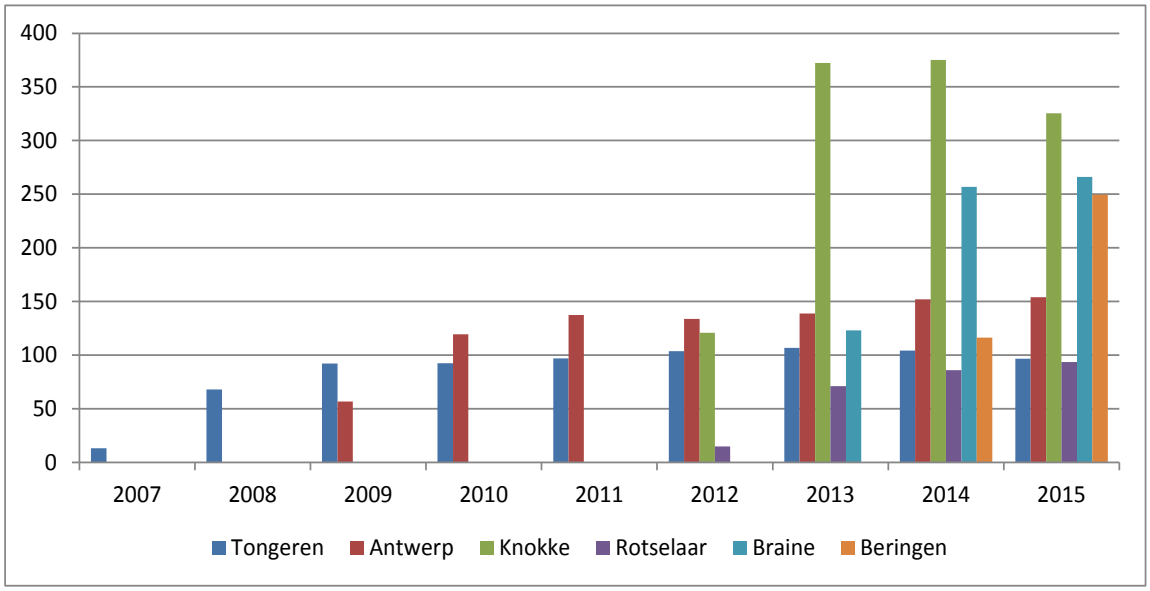
THIS DOCUMENT IS CONFIDENTIAL AND MAY NOT BE REPRODUCED WITHOUT CONSENT OF VALUESCAN.BE.

Normale Omzet

De omzet betreft de verkoop van toegangsticketten, abonnementen, zwembroekjes, …
Er wordt geen onderscheid gemaakt naar inwoners, niet-inwoners.
De bezoekersaantallen stijgen gestaag.



In de lang geopende centra bereiken de bezoekers hun potentieel 5 tot 7 jaar na de opening. De laatste jaren stabiliseerden de bezoekers. Over 2015 was er een lichte daling merkbaar.



Tongeren, Antwerp en Rotselaar hebben een duidelijk kleiner bereik. De opening van Knokke was atypisch met hoge bezoekersaantallen in de eerste twee volledige jaren. Dit kan aan uitzonderlijke factoren liggen die typisch zijn voor de kust zoals weer. Braine en Beringen zijn nog in volle opbouw naar het lange termijn potentieel.

THIS DOCUMENT IS CONFIDENTIAL AND MAY NOT BE REPRODUCED WITHOUT CONSENT OF VALUESCAN.BE.

Valuescan assumpties Normale omzet

Sportoase	Y2015	Y2016	Y2017	Y2018
Omzet	10,489	10,594	11,296	11,409
Werkingstoelage	14,766	16,016	17,266	17,266
Omzet Beringen	806			
Omzet Hoogstraten	0	350	500	600
Omzet Halle	0	150	450	550
Omzet Oudenaarde	0		150	450
Omzet Lanaken	0			450
Andere Inkomsten	2,923	3,073	3,403	4,018
Totale omzet	**28,984**	**30,183**	**33,065**	**34,743**
Groei		4.1%	9.5%	5.1%

De bestaande omzet stijgt met 1% (inflatie)
De werkingstoelage (zie vorige paragraaf)
De omzet van Beringen kan nog significant toenemen boven inflatie.
De omzet van de nieuwe centra wordt geschat op basis van middelgrote centra omzet.
De omzet kan in 2019 en 2020 nog enkele procenten boven inflatie stijgen omdat de nieuwe centra nog niet hun maximaal potentieel hebben bereikt in de model horizon. Dit zal in de DCF worden aangepast.
Andere inkomsten (zie volgende paragraaf)

Andere inkomsten

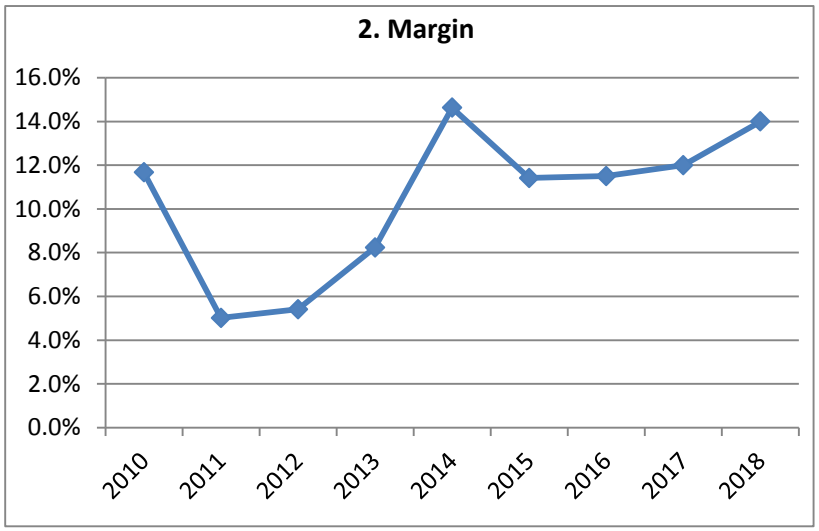
De ter beschikkingstelling van de horeca, doorfacturatie van nutsvoorzieningen, verkoop groenestroomcertificaten, aandeel werknemer in maaltijdcheques, … Deze verschillen eveneens per centra. De andere inkomsten worden op 30% van de normale omzet geschat en ook zie in de toekomst gemodelleerd.

Groei conclusie

- Een sterke lokale verankering door vaste clubs & scholen
- Langetermijngarantie in exploitatie omwille van een langlopende werkingstoelage (30 jaar)
- Gebruik van geschikte locaties (via gemeente partner) die moeilijk te verwerven zijn.

THIS DOCUMENT IS CONFIDENTIAL AND MAY NOT BE REPRODUCED WITHOUT CONSENT OF VALUESCAN.BE.

B. Profitability



Schaaleffecten en vaste kosten

Een complementair aanbod en een netwerk van verschillende centra biedt exploitatie synergiën op vlak van energie, logistiek, personeel, infrastructuurgebruik. De onderhoudscontracten zijn uitbesteedt aan een vaste partner. Hierdoor zijn de kosten net zoals de inkomsten relatief stabiel en voorspelbaar.

Peer vergelijking S&R groep

S&R Pelt, (Overpelt en Neerpelt), eerste PPS-zwembad in Vlaanderen; zomer 2003.
Uitbreiding met waterspeeltuin, wellnesscentrum, glijbaan en buitenbad; februari 2012.
S&R Lier, S&R De Waterperels, Ca. 32.000 inwoners; opening zomer 2006.
S&R Bergen, Eerste PPS-zwembad in Wallonië, met buitenbaden; opening maart 2011.
S&R Gent, Olympisch 50m-bad en recreatie bad, 3 sporthallen; opening juni 2012
S&R Beveren, 25m-bad en instructiebad, uitgebreid recreatie bad; opening april 2013.
S&R Brugge, 50-meter bad, gevarieerd recreatie bad. Opening mei 2015.
S&R De Beeltjens, Westerlo : Sportbad en kinderbad. Opening december 2014.
S&R Hasselt, sportbaden, recreatiebaden en buitenbaden. Opening: zomer 2016

Bij de vergelijking werd een correctie in de P&L doorgevoerd omdat S&R de werkingstoelage via de financiële resultaten recupereert (zie tabel van de S&R Lier en S&R Gent)

	Codes	Boekjaar	Vorig boekjaar
FINANCIËLE RESULTATEN			
Andere financiële opbrengsten			
Door de overheid toegekende subsidies, aangerekend op de resultatenrekening			
Kapitaalsubsidies	9125	115	115
Interestsubsidies	9126		
Uitsplitsing van de overige financiële opbrengsten			
Voordelige kas- en betalingsverschillen		0	64
Subsidie van de stad Lier		1.118.374	1.105.568

	Codes	Boekjaar	Vorig boekjaar
FINANCIËLE RESULTATEN			
Andere financiële opbrengsten			
Uitsplitsing van de overige financiële opbrengsten			
Subsidie van de stad Gent		3.904.551	3.944.075
Kasverschillen		4.953	0
Betalingsverschillen		842	0
Financiële korting		159	0

THIS DOCUMENT IS CONFIDENTIAL AND MAY NOT BE REPRODUCED WITHOUT CONSENT OF VALUESCAN.BE.

S&R Lier

	2011	2012	2013	2014
Sales	**9**	**71**	**2,107**	**2,141**
Salesgrowth		733.7%	2872.4%	1.6%
Gross Profit	**9**	**71**	**1,908**	**1,957**
Gross Margin	*100.0%*	*100.0%*	*90.5%*	*91.4%*
R&D				
R&D%				
SG&A	9	71	1,709	1,772
SG&A%	*100.0%*	*100.0%*	*81.1%*	*82.8%*
EBITDA	-16	-5	11	8
Margin	*-183.5%*	*-7.3%*	*0.5%*	*0.4%*
Depreciation	2	2	377	382
Amortisation	0	0	0	0
Other operating income	-17	-7	540	559
EBIT	**-17**	**-7**	**740**	**743**
Margin	*-205.8%*	*-10.0%*	***35.1%***	***34.7%***
Financials	254	106	-340	-361
Pretax	**237**	**98**	**400**	**382**
Tax Rate			*-33%*	*-32%*
Tax	0	0	-132	-124
Adjustments				
Net adj.	**237**	**98**	**268**	**258**
Balance Sheet	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
Tangibles	0	0	7,630	7,307
Intangibles				
Other Fixed	10	8	0	0
Financial Assets	3,334	4,519	1	1
Non-Curr.A.	**3,344**	**4,527**	**7,630**	**7,307**
Inventory	0	0	16	18
Receivables	189	6	68	92
Cash	136	1	1,560	1,714
Other Current	0	51	12	13
Curr.Ass.	**325**	**57**	**1,655**	**1,836**
Total Assets	3,669	4,584	9,286	9,144
Equity	3,621	4,529	929	1,090
LT Debt	0	0	6,820	6,510
Other NC Liabil.	0	0	774	739
Non-Curr.Liabil.	**3,621**	**4,529**	**8,523**	**8,339**
ST Debt	0	0	0	0
Payables	39	42	179	203
Other Curr.Liabil.	9	13	584	602
Current Liabilit.	**48**	**55**	**763**	**805**
Total Liabil.	3,669	4,584	9,286	9,144

S&R Gent

	2011	2012	2013	2014
Sales	**24**	**2,124**	**3,519**	**4,728**
Salesgrowth		8783.8%	65.7%	34.4%
Gross Profit	**24**	**1,897**	**3,061**	**4,161**
Gross Margin	*99.5%*	*89.3%*	*87.0%*	*88.0%*
R&D				
R&D%				
SG&A	24	1,670	2,603	3,594
SG&A%	*99.0%*	*78.6%*	*74.0%*	*76.0%*
EBITDA	-354	-857	-790	155
Margin	*-1480.9%*	*-40.3%*	*-22.4%*	*3.3%*
Depreciation	12	1,134	1,745	1,778
Amortisation	0	0	0	0
Other operating income	-366	-2,218	581	1,714
EBIT	**-366**	**-1,991**	**1,039**	**2,281**
Margin	*-1531.4%*	*-93.7%*	*29.5%*	*48.2%*
Financials	427	1,363	-1,450	-1,757
Pretax	**60**	**-628**	**-411**	**524**
Tax Rate	*-99%*		*0%*	
Tax	-60	0	0	0
Adjustments				
Net adj.	**0**	**-628**	**-412**	**524**
Balance Sheet	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**
Tangibles	32,338	44,362	43,505	41,858
Intangibles		9	7	5
Other Fixed	2	4	3	2
Financial Assets				
Non-Curr.A.	**32,340**	**44,375**	**43,516**	**41,865**
Inventory	2	48	52	38
Receivables	327	513	744	399
Cash	435	1,582	1,059	481
Other Current	444	138	954	1,853
Curr.Ass.	**1,207**	**2,281**	**2,808**	**2,770**
Total Assets	33,547	46,657	46,324	44,635
Equity	91	273	536	1,060
LT Debt	0	43,525	41,998	40,471
Other NC Liabil.	0	129	497	833
Non-Curr.Liabil.	**91**	**43,927**	**43,031**	**42,363**
ST Debt	28,879	1,527	1,876	1,527
Payables	4,554	920	1,134	427
Other Curr.Liabil.	23	282	283	318
Current Liabilit.	**33,456**	**2,730**	**3,293**	**2,272**
Total Liabil.	33,547	46,657	46,324	44,635

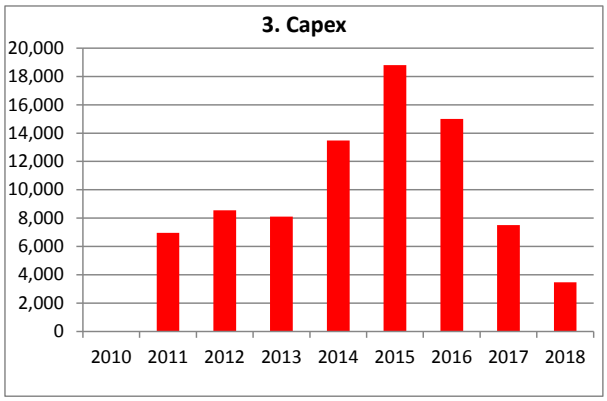
Valescan conclusie : Op het eerste zicht zijn S&R Lier en Gent in 2014 aanzienlijk winstgevender op EBIT niveau als de werkingstoelage wordt doorgerekend (32% voor Lier en 35% voor Gent). Wij beschikken niet over de structuur van de groep, maar deze 2 centra hebben een netto rendabiliteit van ongeveer 12%. Voor S&R Gent is deze winstgevendheid bijna noodzakelijk om de hoge schuldgraad en hoge kapitaal intensiteit (40.5m schuld en 41.8m tangibles) te vergoeden. Voor S&R Lier is de winstgevendheid relatief sterker omdat er minder schulden en assets in zitten. S&R Lier heeft 6 jaar meer afschrijvingen achter de rug (+-20% van de totale termijn). Dat alleen kan het verschil niet verklaren. Andere conclusies die nuttig zijn : De rente bedraagt meer dan 5% voor S&R Lier en 4% voor Gent. Dat zijn relatief hoge rentes die nog niet profiteren van het ECB beleid. De equity basis is extreem klein in Gent.

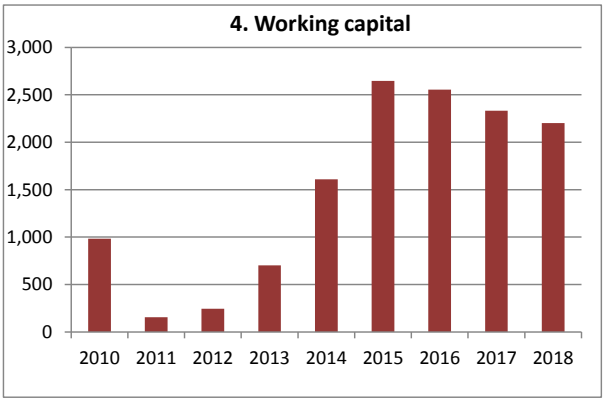
Conclusie winstgevendheid

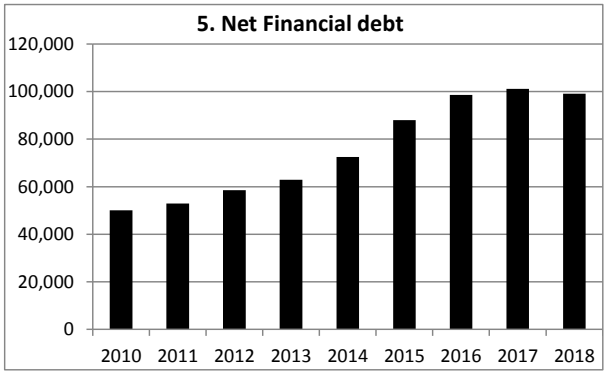
Wij veronderstellen een herstel van de winstmarge naar de historische piek van 14% op EBIT uit 2014. Een belangrijke voorwaarde is dat de competitie niet toeneemt door de extreem lage rente. De gratis geld politiek maakt de kapitaal barrière bijna onbestaande. In dit segment is de vereiste knowhow aanzienlijk. Het zwembad van Turnhout is een voorbeeld van problemen voor het Autonoom Gemeente Bedrijf. Na een offerte heeft Pellikaan de offerte gewonnen. Deze groep specialiseerde zich aanvankelijk in tennis maar breidde recentelijk uit naar Zwembaden (Lommel 2018). De PPS staat echter nog aan het begin van de ontwikkeling met ongeveer 10-15% marktaandeel. Sportoase is marktleider.

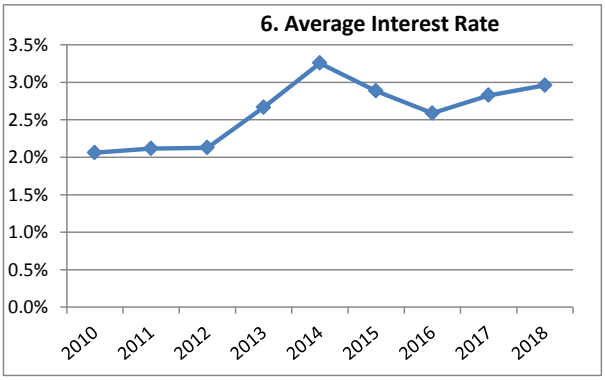
THIS DOCUMENT IS CONFIDENTIAL AND MAY NOT BE REPRODUCED WITHOUT CONSENT OF VALUESCAN.BE.

C. Capital Needs









(Source: Company data, Valuescan.be estimates)

Capex Valuescan assumpties op investeringen :
Hoogstraten geen investeringen in 2016, Halle investeert 7.5m in 2016
Oudenaarde investeert 5.0m in 2016 en 7.2m in 2017, Lanaken investeert 7.0m in 2017 en 7.0m in 2018
Vanaf 2019 dalen de Capex uitgaven naar maintenance niveau. Dit is een belangrijke inschatting om de lange termijn cash generatie te bepalen. Wij schatten dit in op 5.5% van de omzet.

Working Capital
Stabiele ontwikkeling. Geen materiele impact op de waardering.

Debt
De schuld zit bij de sportcentra of bij de sportoase groep en wordt geconsolideerd.
Vaak is er sprake van een leningswaarborg door het openbaar bestuur om goedkoper te kunnen lenen.
De PPS stelt de gemeentes in staat om de schulden van de infrastructuur van hun balans te houden.
Gezien de schuldenlast van veel gemeentelijke besturen, zal de populariteit van PPS nog toenemen.

Solvency	2005	2006	2007	2008	2014	2015	2016	2017	2018
NetDebt/EBITDA	11.7	13.2	12.2	11.7	10.2	12.9	13.7	12.8	11.0
EBIT/Fin.Costs	1.8	1.4	1.8	1.4	1.6	1.3	1.4	1.4	1.7
Tangible IC/NetDebt	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
NetDebt/Equity	28.6	25.6	22.7	20.7	18.3	20.5	20.1	18.0	14.4

De schuldratio's zijn veel hoger dan bij publiek genoteerde vastgoed groepen die zich aan een Schuld/Assets houden onder 65%. Bij Sportoase ligt deze ratio rond 90%. Dit risico wordt ingedekt door waarborgen van de gemeentes. De EBIT dekt de financiële kosten met een redelijk krappe 1.4x. Die ratio verbetert naar 2018. Wij houden de financiële kost op 2.9% van de uitstaande schuld. De schulden hebben een duratie die overeenkomt met de lange looptijd van de projecten. De gemiddelde financieringskost kan de komende jaren nog lichtjes dalen.

THIS DOCUMENT IS CONFIDENTIAL AND MAY NOT BE REPRODUCED WITHOUT CONSENT OF VALUESCAN.BE.

D. P&L and Balance Sheet tables with Cash Flow ratio's

Price	**10.00**		NoSh	1,000	MktCap	10,000			
Target	**10.00**		Debt	87,943	EV	97,943			
	2010	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
Sales	**15,822**	**31,661**	**40,790**	**29,175**	**26,214**	**28,984**	**30,183**	**33,065**	**34,743**
Salesgrowth		100.1%	28.8%	-28.5%	-10.1%	10.6%	4.1%	9.5%	5.1%
Gross Profit	**12,871**	**13,926**	**16,703**	**21,380**	**25,671**	**26,980**	**28,070**	**30,916**	**32,658**
Gross Margin	*81.3%*	*44.0%*	*40.9%*	*73.3%*	*97.9%*	*93.1%*	*93.0%*	*93.5%*	*94.0%*
R&D									
R&D%									
SG&A	11,025	12,338	14,496	18,976	21,838	23,673	24,599	26,948	27,794
SG&A%	*69.7%*	*39.0%*	*35.5%*	*65.0%*	*83.3%*	*81.7%*	*81.5%*	*81.5%*	*80.0%*
EBITDA	4,281	4,011	4,796	5,355	7,136	6,819	7,193	7,899	9,005
Margin	*27.1%*	*12.7%*	*11.8%*	*18.4%*	*27.2%*	*23.5%*	*23.2%*	*23.3%*	*23.3%*
Depreciation	2,435	2,423	2,588	2,951	3,303	3,512	3,722	3,931	4,141
Amortisation	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other operating inc	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	**1,846**	**1,587**	**2,208**	**2,403**	**3,833**	**3,307**	**3,471**	**3,968**	**4,864**
Margin	*11.7%*	*5.0%*	*5.4%*	*8.2%*	*14.6%*	*11.4%*	*11.5%*	*12.0%*	*14.0%*
Financials	-1,032	-1,121	-1,246	-1,676	-2,360	-2,535	-2,550	-2,857	-2,933
Pretax	**814**	**467**	**962**	**727**	**1,474**	**772**	**921**	**1,110**	**1,931**
Tax Rate	*-28%*	*-30%*	*-35%*	*-38%*	*-35%*	*-58%*	*-35%*	*-35%*	*-35%*
Tax	-228	-142	-338	-279	-511	-448	-322	-389	-676
Adjustments							0	0	0
Net adj.	**586**	**325**	**624**	**449**	**963**	**326**	**598**	**722**	**1,255**
EPS adj.							**0.60**	**0.72**	**1.25**
# Shares	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Dividend									
Valuations									
EV/Sales			1.4	2.2	2.8	3.0	3.6	3.4	3.1
EV/EBIT			12.2	11.7	10.2	12.9	15.1	14.1	12.1
PE							16.7	13.9	8.0
EBIT Growth		-14%	39%	9%	59%	-14%	1%	5%	5%
NET Growth		-45%	92%	-28%	115%	-66%	926%	5%	5%
EPS Growth									
Balance Sheet	**2010**	**2011**	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**
Tangibles	52,060	56,601	62,564	67,709	77,890	93,177	104,455	108,024	107,358
Intangibles	111	25	214	135	58	12	12	12	12
Other Fixed							0	0	0
Financial Assets	4	4	6	7	7	9	9	9	9
Non-Curr.A.	**52,174**	**56,630**	**62,784**	**67,851**	**77,955**	**93,198**	**104,476**	**108,045**	**107,379**
Inventory	34	38	44	44	55	67	69	76	80
Receivables	4,096	2,814	4,808	3,044	2,329	2,947	3,069	3,362	3,533
Cash	2,639	6,647	9,174	16,248	10,332	11,125	537	-2,087	-36
Other Current	3,378	3,922	4,579	5,883	7,506	8,535	8,535	8,535	8,535
Curr.Ass.	**10,147**	**13,420**	**18,605**	**25,219**	**20,222**	**22,673**	**12,211**	**9,887**	**12,112**
Total Assets	62,322	70,049	81,389	93,070	98,178	115,871	116,687	117,932	119,491
Equity	1,749	2,066	2,579	3,041	3,967	4,292	4,891	5,613	6,867
LT Debt	51,097	51,175	62,063	60,287	80,847	90,226	90,226	90,226	90,226
Other NC Liabil.	1,326	1,755	1,874	2,642	3,127	3,611	3,611	3,611	3,611
Non-Curr.Liabil.	**54,172**	**54,996**	**66,516**	**65,970**	**87,942**	**98,129**	**98,728**	**99,449**	**100,704**
ST Debt	1,624	8,437	5,688	18,831	1,955	8,841	8,841	8,841	8,841
Payables	4,499	4,513	6,500	4,895	5,074	5,256	5,474	5,996	6,301
Other Curr.Liabil.	2,027	2,104	2,685	3,374	3,206	3,645	3,645	3,645	3,645
Current Liabilit.	**8,150**	**15,054**	**14,873**	**27,100**	**10,236**	**17,742**	**17,960**	**18,482**	**18,786**
Total Liabil.	62,322	70,049	81,389	93,070	98,178	115,871	116,687	117,932	119,491
Net Debt	50,082	52,965	58,576	62,870	72,470	87,943	98,530	101,154	99,103
Working capital	983	156	245	702	1,609	2,648	2,555	2,332	2,202
Inv/Sales%	*0.2%*	*0.1%*	*0.1%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*
Rec/Sales%	*25.9%*	*8.9%*	*11.8%*	*10.4%*	*8.9%*	*10.2%*	*10.2%*	*10.2%*	*10.2%*
Pay/Sales%	*28.4%*	*14.3%*	*15.9%*	*16.8%*	*19.4%*	*18.1%*	*18.1%*	*18.1%*	*18.1%*
Capex/Sales%		*22.0%*	*21.0%*	*27.7%*	*51.4%*	*64.9%*	*50.0%*	*23.0%*	*10.0%*

(Source: Company data, Valuescan.be estimates)

THIS DOCUMENT IS CONFIDENTIAL AND MAY NOT BE REPRODUCED WITHOUT CONSENT OF VALUESCAN.BE.

III. Valuation Equity value = 10m, EV = 98m EUR

DCF valuation range: de cash flow versnelt vanaf 2019 omdat de capex daalt naar maintenance

Simulated	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Salesgrowth	*-10.1%*	*10.6%*	*4.1%*	*9.5%*	*5.1%*	*3.1%*	*2.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*
Sales	26214	28984	30183	33065	34743	35820	36536	36902	37271	37643	38020
Oper.Margin	*14.6%*	*11.4%*	*11.5%*	*12.0%*	*14.0%*	*14.0%*	*14.0%*	*14.0%*	*14.0%*	*14.0%*	*14.0%*
Oper.Income	3833	3307	3471	3968	4864	5015	5115	5166	5218	5270	5323
Depreciation	3303	3512	3722	3931	4141	4269	4354	4398	4442	4486	4531
WC changes		-1039	93	223	130	-68	-45	-23	-23	-24	-24
Taxes	-511	-448	-322	-389	-676	-762	-864	-950	-1037	-1124	-1211
Capex	-13484	-18799	-15000	-7500	-3474	-1970	-2010	-2030	-2050	-2070	-2091
Free Cash Flow	-6859	-13466	-8037	233	4984	6484	6551	6561	6550	6538	6528
Working Capital	1609	2648	2555	2332	2202	2271	2316	2339	2363	2386	2410
Net Debt	87943	101409	109446	109213	104228	97745	91194	84632	78083	71545	65017
Tax Rate	*-13%*	*-14%*	*-9%*	*-10%*	*-14%*	*-15%*	*-17%*	*-18%*	*-20%*	*-21%*	*-23%*
WC/Sales	*6%*	*9%*	*8%*	*7%*	*6%*	*6.3%*	*6.3%*	*6.3%*	*6.3%*	*6.3%*	*6.3%*
Capex/Sales	*-51%*	*-65%*	*-50%*	*-23%*	*-10%*	*-5.5%*	*-5.5%*	*-5.5%*	*-5.5%*	*-5.5%*	*-5.5%*
Deprec./Capex	*24%*	*19%*	*25%*	*52%*	*119%*	*217%*	*217%*	*217%*	*217%*	*217%*	*217%*
Free Cash Flow		-13466	-8037	233	4984	6484	6551	6561	6550	6538	6528
Discount Factor		1.000	0.943	0.890	0.840	0.792	0.747	0.705	0.665	0.627	0.592
Discounted Flows		-13466	-7582	208	4185	5136	4895	4626	4356	4102	3864

Horizon Value	**19,925**
Terminal Value	**78,045**
- net debt	**87,943**
Equity Value	**10,027**
Nr Shares	1,000
HV/TV Ratio	199%
Fin. Assets	0

Sensitivity			
Rg/WACC	**5.8%**	**6.0%**	**6.2%**
0.5%	6.8	2.6	-1.3
1.0%	14.9	10.0	5.5
1.5%	25.0	19.1	13.8

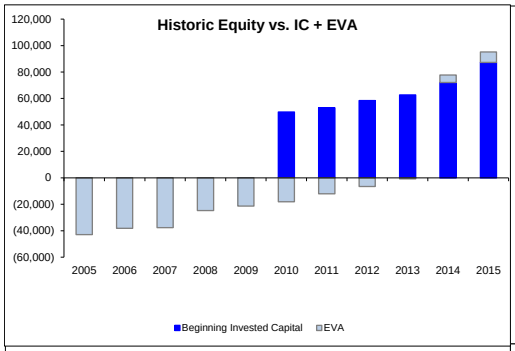
Base Case	
WACC	6.0%
LT Growth	1.0%

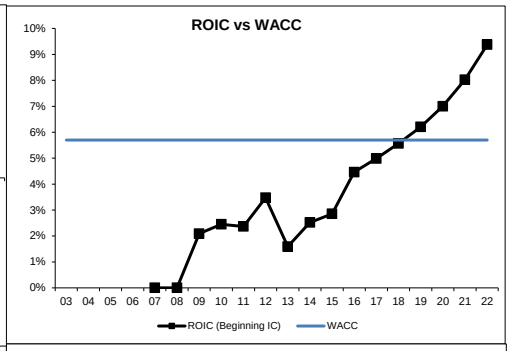
Target Price :	**10.0**

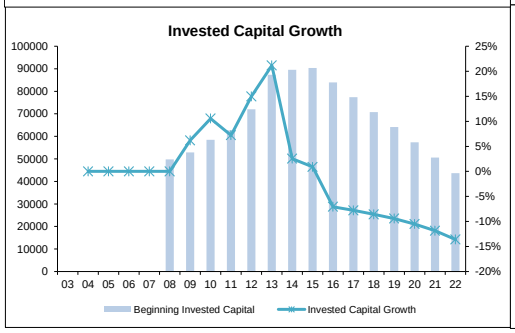
(Source: business plan estimates from previous chapters by Valuescan.be, these can differ from the actual results)

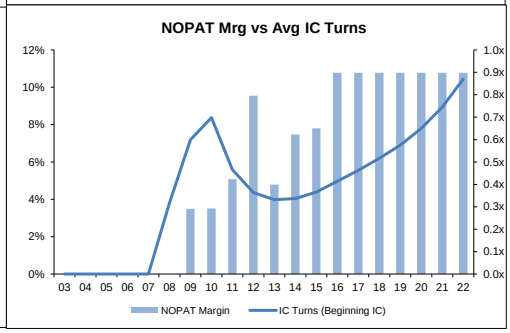
The DCF gebruikt een Wacc van 6%. Dit is iets boven de Wacc voor de huidige marktwaardering van publieke Rusthuis bedrijven (CPI, Aedifica = 5.8%). Deze hebben een lagere schuldgraad, maar een betere voorspelbaarheid van de winst. Hier is nog geen liquiditeit discount op toegepast (25% in private equity). Een belangrijke factor is het niveau van de maintenance capex op 5.5% van de omzet.

ROIC analysis









THIS DOCUMENT IS CONFIDENTIAL AND MAY NOT BE REPRODUCED WITHOUT CONSENT OF VALUESCAN.BE.

Disclaimer :
The Valuescan.be document is not an investment recommendation. The Valuescan Document has been prepared solely for informational purposes, and is not an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell any security, product, service or investment. The opinions expressed in this Valuescan Document do not constitute investment advice and independent advice should be sought where appropriate. The information provided on this Valuescan Document or in any communication containing a link to this Valuescan Document is not intended for distribution to, or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to law or regulation or which would subject Valuescan.be to any registration requirement within such jurisdiction or country. Neither the information, nor any opinion contained in this Valuescan Document constitutes a solicitation or offer to buy or sell any securities, futures, options or other financial instruments or provide any investment advice or service.

THIS DOCUMENT IS CONFIDENTIAL AND MAY NOT BE REPRODUCED WITHOUT CONSENT OF VALUESCAN.BE.