

Qrf: resultaten 2018 en wachten op uitspraak rechter

DE VOORBIJE WEKEN EN maanden haalde Qrf met een grote regelmaat de hoofdlijnen van het nieuws. Spijtig genoeg werden de feiten niet altijd weergegeven in de pers, deels het gevolg van de niet altijd even duidelijke communicatie vanwege het bedrijf zelf. Van de publicatie van de jaarresultaten maken we gebruik om een en ander op een rijtje te zetten. We starten bij die resultaten zelf. Een eerste vaststelling is dat onze schattingen van 25 augustus 2018 heel sterk in de buurt uitkwamen van de gepubliceerde cijfers. Wat de cijfers zelf betreft, merken we een stijging van 3,4% van de huuropbrengsten. Op vergelijkbare basis was er een daling van 0,2%, verkopen hadden een negatieve impact van 2%, evenals het wegvallen van huurgaranties (-0,7%). Die negatieve elementen werden gecompenseerd door de bijdrage van de 6 winkels (voor de volle 12 maanden) die eind oktober 2017 ingebracht werden door de familie Vanmoerkerke tegen de uitgifte van nieuwe aandelen. Het bedrijfsresultaat nam 1,7% toe tot 11,9 miljoen euro. Het financiële resultaat daalde tot -3,1 miljoen euro door een hogere gemiddelde schuld in het boekjaar de financiële kost kwam uit op 1,91% (was 2,07% in 2017). De belastingen (vnl. in Nederland) zakten door het opzetten van een gunstigere fiscale structuur. Het courant of EPRA resultaat nam 3,2% toe tot 8,599 miljoen euro. Per aandeel was er niettemin een daling van 4,8% door een toename van het aantal uitstaande aandelen.

De herwaardering van de portefeuille kwam uit op een negatieve -7,1 miljoen euro, meer in detail ging het om een meerwaarde van 0,249 miljoen euro op de verkoop van 4 winkels in 2018 en een afwaardering van -7,3 miljoen euro op het vastgoed in eigendom (licht positief in NL, sterk negatief in België). Deels had die afwaardering te maken met de lopende discussies met H&M over de huurprijs van 2 panden, met name in Ukkel en in Hasselt.

Voor beide panden wil H&M overschakelen op een variabele huurprijs, wat Qrf weigert. Qrf maakt zich sterk een heel goed onderbouwd dossier te hebben om de vraag van H&M te counteren. De twee lokale rechtbanken zullen hieromtrent in de volgende weken een uitspraak doen. Deze onzekerheid weegt op de koers. Het gaat immers om bijna 10% van de huurinkomsten.

Door de belangrijke afwaarderingen van de vastgoedportefeuille werden de reserves op de balans bijna volledig weggeveegd, wat Qrf niet meer toeliet om minstens 80% van zijn courant resultaat uit te keren. Maximaal kon het 1,20 euro uitkeren (brutodividend over 2017 bedroeg 1,35 euro), maar een regel in de GVV-wet stelt dat het niet verplicht is een dividend uit te keren als de schuld verlaagd wordt. De schuld werd inderdaad verlaagd na de verkoop van een viertal panden eind 2018. Toch werd besloten om een bruto dividend van 0,80 euro uit te keren. Dat komt overeen met een bruto dividendrendement van 5%, net zoals in het verleden (de koers stond toen wel hoger).

Daarnaast was er nog nieuws. Zo heeft de familie Vanmoerkerke een tweede inbreng van winkels verricht, meer bepaald 9 winkels in Antwerpen en Oostende met een waarde van 23,8 miljoen euro. Met de nieuwe aandelen die het hiervoor ontving, neemt de participatie van de familie Vanmoerkerke toe tot 28,30%. Door die inbreng daalt de schuldgraad naar 47,9% eind januari 2019. De bedoeling is om de schuldgraad verder terug te dringen door enkele verkopen. Een objectief van schuldgraad werd niet mede gedeeld, wij gaan uit van een cijfer tussen 40% en 45%. Als

onderdeel van die inbreng had de familie Vanmoerkerke te kennen gegeven aan Qrf dat het de controle wou verwerven over de beheersmaatschappij. Dat gebeurde ook en William Vanmoerkerke (die de nieuwe CEO wordt) kondigde aan dat de kosten met 15% verlaagd worden, wat voor Qrf een besparing van zo'n 80.000 euro zal zijn.

Wat brengt 2019? We maakten winst-schattingen voor het lopende jaar, waarbij we uitgaan van een positieve uitkomst in de H&M-zaken. Daarnaast moet er rekening gehouden worden met de verschillende verkopen in 2018 en de inbreng in natura eind januari 2019. Deze laatste operatie ging gepaard met de creatie van nieuwe aandelen en in combinatie met de verkopen van 2018 leidt dit alles tot een lagere schuldgraad en dito gebruik van de schuldhefboom. Dat we een courant resultaat van 1,32 euro per aandeel uitkomen, 13% lager dan in 2018, mag dan ook niet verbazen. Aldus bekomen we een ratio koers/courant

resultaat van 11,5. We durven ook een verhoging van het bruto dividend van 0,80 tot 0,85 euro vooruitschuiven. Tot slot geven we nog mee dat de intrinsieke waarde per aandeel eind 2018 uitkwam op 22,82 euro. Door de inbreng en uitgifte van nieuwe aandelen aan 16 euro schatten we de intrinsieke waarde per aandeel eind januari 2019 op 21,44 euro. De discount bedraagt hierdoor 29%.

Het is nu afwachten op de uitspraak in de H&M-zaken.

Gert De Mesure
Redactie 22 februari 2019
Koers Qrf 15,20 euro
www.qrf.be



(in miljoen euro)	2017	2018	Δ17/18	schatting '18
Huuropbrengsten	14,940	15,441	3,4 %	15,400
Bedrijfsresultaat	11,726	11,930	1,7 %	11,900
Financieel resultaat	G 2,952	G 3,109	n.r.	G 3,200
Belastingen	G 0,412	G 0,145	G 0,150	
Courant of EPRA resultaat	8,332	8,599	3,2 %	8,550
Courant resultaat p/a	1,59	1,52	G 4,8 %	1,510
Herwaardering portefeuille	G 3,605	G 7,100	n.r.	n.b.
Netto resultaat	4,766	0,608	G 87,2%	n.b.

