



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

QRF

23 augustus 2016

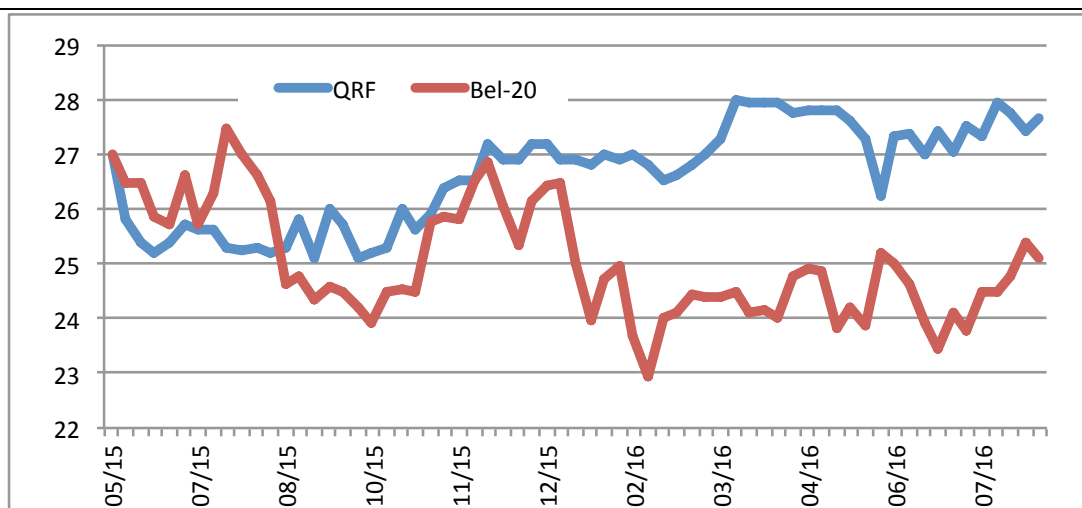
Koers	27,80
Aantal aandelen (m)	4,809
Marktkapitalisatie (m)	133,7

Intrins. waarde (dec/15)	23,32
Schuldgraad (dec/15)	49,3%

(in miljoen EUR)	FY14	FY15	FY16E	FY17E
Huuropbrengsten	8,131	9,305	13,680	13,850
Groei in %	n.r.	14,4%	47,0%	1,2%
Bedrijfsresultaat	6,359	7,109	10,550	10,700
Financieel resultaat	-1,730	-1,929	-2,850	-3,050
Portefeuilleresultaat	-1,166	-0,535	n.b.	n.b.
Nettowinst	2,904	4,582	7,300	7,450
Courant resultaat	4,570	5,116	7,300	7,450

	FY14	FY15	FY16E	FY17E
Winst per aandeel	0,89	1,33	1,57	1,55
Courante winst p/a	1,40	1,49	1,57	1,55
Netto dividend	0,98	0,96	0,97	0,98
Intrinsieke waarde (reëel)	23,13	23,32	n.b.	n.b.
Premie/discount	20,2%	19,2%	n.b.	n.b.
Dividendrendement	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%

BEDRIJSPROFIEL AANDELEN



Bedrijfsomschrijving

QRF is een GVV (ex-vastgoedbevak), gespecialiseerd in winkelvastgoed. De groep werd eind 2013 opgericht en zette toen de stap naar Euronext Brussel. De focus ligt op binnenstedelijke winkels, die waren eind juni 2016 goed voor 84% van de portefeuille. De overige 16% bestaat uit baanwinkels of winkels in de periferie. De bruto-oppervlakte van het vastgoed in portefeuille bedraagt 89.720 m², de waarde bedraagt 245 miljoen en is verdeeld over 41 sites met 142 eenheden.

De modesector is met 61% het sterkst vertegenwoordigd in de portefeuille, gevolgd door beautycare (7% met huurders zoals Kruidvat en ICI Paris XL) en sport & vrije tijd (6% met huurders zoals Hema en Neckermann). De grootste huurder is H&M (17,7% van de huurinkomsten), gevolgd door Inno (11,3% van de huurinkomsten). Kruidvat (4,9%) is de derde grootste. De top-4 steden zijn goed voor 61% van de huurinkomsten, met name Hasselt 27%, Antwerpen 17%, Leuven 10% en Aalst 7%.

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB 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 veelelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



Halfjaarresultaten 2016

Als een van de kleinere GVV's op de beurs van Brussel is de druk om te groeien groter dan bij de sectorgenoten. De vaste kosten van het statuut en de bijhorende beursnotering zijn relatief hoog, zodat het nastreven van een grotere omvang bijna een verplichting is. En dat deed QRF in de eerste helft van 2016 met een toename van de huuropbrengsten van 50,8%. Op vergelijkbare basis (dus zonder de aankopen), stegen de huurinkomsten afgerond 1%. We vermelden er nu al bij dat de nieuwe panden voornamelijk verworven werden via inbreng in natura en dus de uitgifte van nieuwe aandelen (zie verder).

Die huurgroei vertaalde de GVV in een toename van 49,6% van het bedrijfsresultaat. De bedrijfsmarge steeg dus niet, een gevolg van de toename van de technische kosten.

Het financiële resultaat daalde door een toename van de financiële schuld, de gemiddelde rentekost kwam uit op 2,33% (was 2,52% over 2015).

Het courant uitkeerbaar tot slot steeg 43,9% tot 3,623 miljoen euro. Per aandeel is dat 0,81 euro (+5,3%), het gewogen gemiddeld aantal uitstaande aandelen groeide met 36,7%.

De herwaardering van de vastgoedportefeuille was licht positief. Het netto resultaat tot slot steeg 52,5% tot 3,888 miljoen euro.

(in miljoen euro)	15H1	16H1	Δ15/16
Huuropbrengsten	4,320	6,514	50,8%
Bedrijfsresultaat	3,379	5,055	49,6%
Financieel resultaat	-0,861	-1,292	n.r.
Netto courant resultaat	2,517	3,623	43,9%
Courant resultaat p/a	0,77	0,81	5,3%
Herwaardering portefeuille	0,033	0,268	n.r.
Netto resultaat deel groep	2,550	3,888	52,5%

Uit de analistenvergadering van deze namiddag halen we nog graag de volgende elementen aan:

- Voor enkele gebouwen heeft QRF nog een huurgarantie tot eind 2016. Het wegvallen ervan zal in 2017 tot een lagere inkomst leiden, daar de gebouwen met een structurele leegstand kampen. Omwille hiervan vrezen we dat het courante resultaat per aandeel niet zal stijgen in 2017 (tenzij er nieuwe acquisities verricht worden).
- De eind juni (zie onder) overgenomen vennootschap zal nog voor 12 maanden vennootschapsbelasting moeten betalen (ongeveer 0,36 miljoen euro).
- De groep wil zich versterken in Brussel, maar vindt geen interessante projecten
- De winkeliers in Gent, Antwerpen en Brussel in het bijzonder hebben het meest last gehad van de terreurdreiging en bijna niet in de andere steden.
- De markt wordt inderdaad getroffen door problemen bij een aantal winkelketens, maar daar tegenover staat de lancering van nieuwe ketens en nieuwe concepten, bv. in cosmetica (Kiko en NYX), in horeca, in mode, nieuwe Belgische groepen,...
- De groep is voorzichtig gewaardeerd op basis van een gemiddeld rendement van 5,8%.
- Bij huurheronderhandelingen wordt niet uitgesloten dat er kortingen toegestaan moeten worden, zeker naar volgend jaar toe door de minder goede verkopen dit jaar.
- Toename van de technische kosten daar de startbasis bij de oprichting relatief laag was
- Er staan weinig of geen acquisities op het programma voor de 2^e helft van 2016.
- 93,5% van de schuld heeft een vaste rentevoet, in totaal kan de financiële kost (2,33%) nog wel wat dalen in de volgende maanden.

VFB vzw, correspondentieadres : Blarenberglaan 4 2800 Mechelen Tel.: (015) 21 51 60

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB 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 veelelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



Transacties

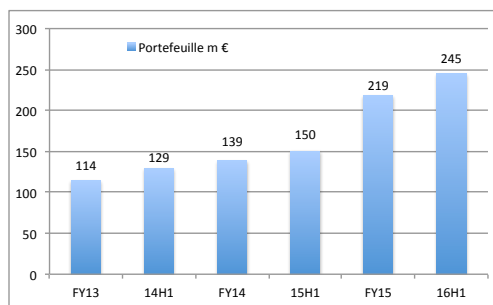
Het jaar 2015 was relatief druk op transactievlak met voor 79,6 miljoen euro aankopen, verdeeld over 7 activa in 7 verschillende steden (6 in Vlaanderen, een in Wallonië). Een deel daarvan, 29 miljoen euro, vond plaats als inbreng in natura en werd vergoed met nieuwe aandelen. De jaarlijkse huur van die aankopen, bedraagt 4,3 miljoen euro.

Begin 2016 verkocht QRF 2 kleinere panden (Geraardsbergen en Maasmechelen) voor 1,83 miljoen euro, met een kleine meerwaarde. Het betreft minder strategische panden.

Eind juni 2016 kocht de groep (combinatie aankoop en inbreng in natura) een pand te Hasselt, deels verhuurd aan H&M, deels aan The Sting. Het pand heeft een oppervlakte van 3.903 m² en een waarde van 27,8 miljoen euro. Het brutorendement bedraagt 4,94%.

Conclusie

QRF is naar de beurs gekomen met een groeiverhaal en dat komt het ook na. Het mag wel geen groei zijn om de groei. De eerste bedoeling moet zijn om de vaste kosten die relatief zwaar doorwegen en die de marge onder de 80% houden, te spreiden over een grotere portefeuille. Ten tweede is groei noodzakelijk om een regelmatig stijgend dividend aan te kunnen bieden. Een regelmatig stijgend dividend is immers de beste garantie op hogere aandelenkoersen.



Wat 2016 betreft, moeten we opmerken dat de sterke huurgroei niet omgezet zal worden in een evenredige groei van het courant resultaat per aandeel. Ten eerste is er een toename van het aantal aandelen, ten tweede zullen bepaalde kosten relatief stijgen en ten derde is er op den overgenomen vennootschappen nog een deel vennootschapsbelasting verschuldigd.

Een aandachtige belegger zal wel opmerken dat de stijging van het brutodividend (onze schatting) van 1,30 tot 1,32 euro (+1,5%) iets lager uitvalt, in vergelijking met de toename van het courant uitkeerbaar resultaat per aandeel van 5,4%. De bedoeling is om de pay-out geleidelijk te laten dalen, om zodoende meer winst te kunnen reserveren om te herbeleggen. Met een rendement op eigen vermogen van 6,6% zal geen enkele belegger hier iets op tegen hebben.

Met een koers/uitkeerbaar resultaat van 17,7 heeft QRF een waardering die zich 7% onder het sectorgemiddelde bevindt. Het netto dividendrendement bedraagt 3,5% en is licht hoger dan het sectorgemiddelde. We moeten wel opmerken dat QRF door zijn beperkte omvang relatief sneller kan groeien dan de sectorgenoten. Maar hier zijn nieuwe overnames voor nodig en die zijn niet eenvoudig te realiseren door de kwaliteitseisen die QRF stelt en door de concurrentie van andere beleggers met diepe zakken.

Gert De Mesure