



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

**QRF**

9 mei 2017

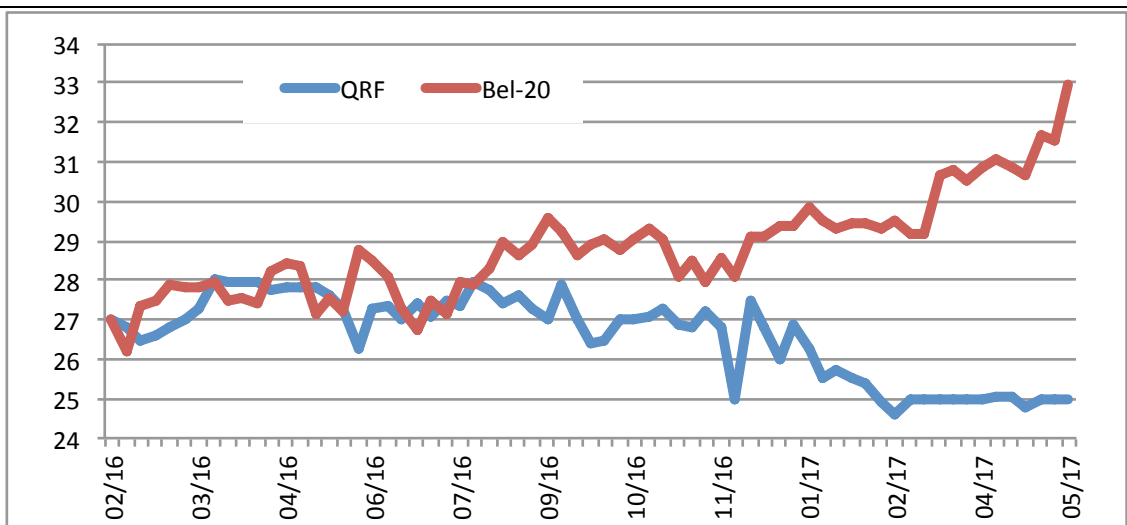
Koers	<b>25,30</b>
Aantal aandelen (m)	5,130
Marktkapitalisatie (m)	129,8

Intrins. waarde (dec/16)	23,93
Schuldgraad (dec/16)	49,8%

(in miljoen EUR)	FY14	FY15	FY16	FY17E
Huuropbrengsten	8,131	9,305	13,581	14,550
Groei in %	n.r.	14,4%	46,0%	7,1%
Bedrijfsresultaat	6,359	7,109	10,526	11,000
Financieel resultaat	-1,730	-1,929	-2,722	-3,200
Portefeuilleresultaat	-1,166	-0,535	-0,373	n.b.
Nettowinst	2,904	4,582	7,782	7,600
Courant resultaat	4,570	5,116	7,409	7,600

	FY14	FY15	FY16	FY17E
Winst per aandeel	0,89	1,33	1,67	1,48
Courante winst p/a	1,40	1,49	1,59	1,48
Netto dividend	0,98	0,96	0,94	0,95
Intrinsieke waarde (reëel)	23,13	23,32	23,93	n.b.
Premie/discount	9,4%	8,5%	5,7%	n.b.
Dividendrendement	3,9%	3,8%	3,7%	3,8%

**BEDRIJFSPROFIEL GVV**



**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 2016 goed voor 86% van de portefeuille. De overige 14% bestaat uit baanwinkels of winkels in de periferie. De bruto-oppervlakte van het vastgoed in portefeuille bedraagt 89.185 m<sup>2</sup>, de waarde bedraagt 250,7 miljoen en is verdeeld over 42 sites. De modesector is met 59% 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 (17,9% van de huurinkomsten), gevolgd door Inno (11,7% van de huurinkomsten). Kruidvat (4,9%) is de derde grootste. De top-4 steden zijn goed voor 63% van de huurinkomsten, met name Hasselt 26%, Antwerpen 20%, 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 vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



## Resultaten 2016

Dankzij de belangrijke acquisities van 2015 en deze over 2016 kon QRF de huuropbrengsten met 46% verhogen tot 13,581 miljoen euro. De kosten namen in iets mindere mate toe, waardoor de bedrijfsmarge verbeterde en het bedrijfsresultaat met 48,1% steeg tot 10,526 miljoen euro. Door de sterke groei namen ook de intrestlasten toe, waardoor het financiële resultaat daalde van -1,929 naar -2,722 miljoen euro. De gemiddelde rentekost zakte van 2,52% over 2015 naar 2,29% over 2016. De schuldgraad nam marginaal toe tot 49,76% (was 49,27%), de inbrengen in natura en dus de uitgifte van nieuwe aandelen waren hier verantwoordelijk voor. De belastingen stegen tot 0,407 miljoen euro, het betreft vennootschapsbelasting van de overgenomen vennootschappen die nog niet gefuseerd werden met de moedermaatschappij.

Het netto courant uitkeerbaar resultaat steeg 44,8% tot 7,409 miljoen euro. Per aandeel is dat 1,59 euro (+6,7%), het gewogen gemiddeld aantal uitstaande aandelen groeide sterk door de inbrengen in natura.

De herwaardering van de vastgoedportefeuille was licht positief. Het netto resultaat tot slot steeg 69,8% tot 7,782 miljoen euro.

(in miljoen euro)	2015	2016	Δ15/16
Huuropbrengsten	9,305	13,581	46,0%
Bedrijfsresultaat	7,109	10,526	48,1%
Financieel resultaat	-1,929	-2,722	n.r.
Belastingen	-0,075	-0,407	
Netto courant resultaat	5,116	7,409	44,8%
Courant resultaat p/a	1,49	1,59	6,7%
Herwaardering portefeuille	-0,535	0,373	n.r.
Netto resultaat deel groep	4,582	7,782	69,8%

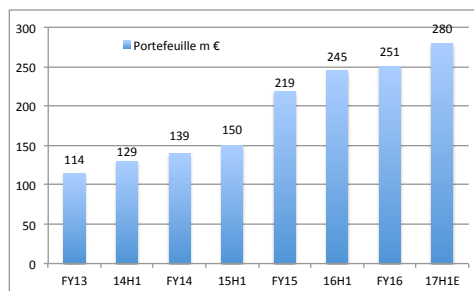
## Acquisitie in Nederland

In 2016 verrichtte QRF voor 35,5 miljoen euro acquisities en verkocht het voor 4,5 miljoen euro. Tot dusver vond er in 2017 een belangrijke transactie plaats, met name in Nederland kocht het 5 panden gelegen in 5 verschillende steden. De aankoopprijs bedroeg 28,8 miljoen euro, met een brutorendement van 4,8%. De gemiddelde looptijd van de huurcontracten bedraagt 5 jaar.

Dat brutorendement van 4,8% kan laag kijken, maar moet afgezet worden tegen de financieringskost. Bruto 4,8% komt na beheerskosten (geschat gemiddelde van de groep) uit op 3,65% minus de geschatte financieringskost van 2,3%. Dit levert een rendementsmarge op van 1,35%.

## Conclusie

QRF is naar de beurs gekomen met een groeiverhaal en dat komt het ook na (zie grafiek rechts). 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.



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 fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Maar net als Vastned Retail Belgium ondervindt QRF praktische problemen om aantrekkelijke overnames te verrichten. Enerzijds is er een zekere concurrentie van andere institutionele partijen en van privé-beleggers, anderzijds is er een grote selectiviteit vereist qua locatie en huurder. Er rest QRF geen andere mogelijkheid om zijn rendementseisen te verlagen (tot onder 5%) of om te verzaken aan bepaalde voorstellen. Na beheers- en financiële kosten is er wel nog een voldoende marge bij de laatste transactie in Nederland.

Naast de moeilijke marktomstandigheden om te groeien, wordt QRF in zijn bestaande portefeuille geconfronteerd met de uitdaging om de bezettingsgraad en dus de huurinkomsten op peil te houden. Het aflopen van huurgaranties is eveneens een probleem en dit in het bijzonder zal wegen op de cijfers voor 2017, lees: zal een negatieve impact hebben.

Dat geheel aan uitdagingen heeft zich de voorbije weken gereflecteerd in de koers (ook daling door dividendknip). Maar door de lagere winstverwachting is het aandeel niet veel goedkoper geworden dan zijn Belgische sectorgenoten, het noteert vandaag met een ratio koers/courant resultaat van 17,1, ongeveer 10% onder het sectorgemiddelde, net zoals vorig jaar.

Daarnaast presenteert zich een risico, met name de evolutie van de schuldgraad, die na de aankopen in Nederland boven 55% uitkomt. Andere transacties (waarschijnlijk nog in Nederland) zullen ofwel via een inbreng in natura dienen te gebeuren, ofwel dringt een kapitaalverhoging zich op. Bij eventuele zwakte (onder 24,80 euro) zouden we overwegen om in te stappen, of anders ter gelegenheid van een publieke kapitaalverhoging, mocht die er komen.

Gert De Mesure

---

**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.