



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

QRF

24 augustus 2018

Koers	17,85
Aantal aandelen (m)	5,130
Marktkapitalisatie (m)	91,6

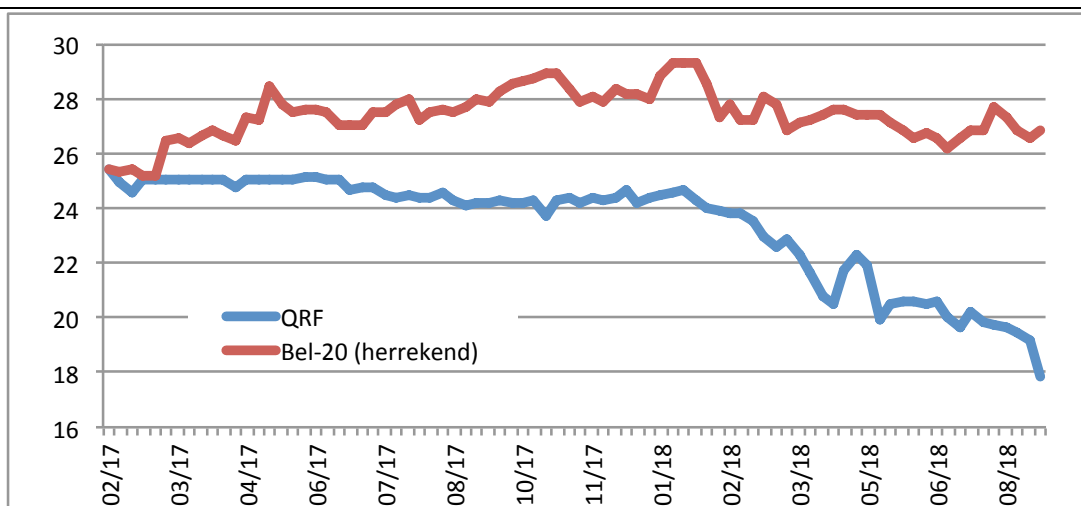
Intrins. waarde (dec/17)	23,78
Schuldgraad (dec/17)	52,7%

(in miljoen EUR)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18E
Huuropbrengsten	8,131	9,305	13,581	14,940	15,400
Groei in %	n.r.	14,4%	46,0%	10,0%	3,1%
Bedrijfsresultaat	6,359	7,109	10,526	11,726	11,900
Financieel resultaat	-1,730	-1,929	-2,722	-2,952	-3,200
Portefeuilleresultaat	-1,166	-0,535	0,373	-3,605	n.b.
Nettowinst	2,904	4,582	7,782	4,766	8,550
Courant resultaat	4,570	5,116	7,409	8,332	8,550

	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18E
Winst per aandeel	0,89	1,33	1,67	0,91	1,51
Courant resultaat p/a	1,40	1,49	1,59	1,59	1,51
Netto dividend	0,98	0,96	0,94	0,95	0,95
Intrinsieke waarde (reëel)	23,13	23,32	23,93	23,78	n.b.
Premie/discount	12,4%	15,4%	12,4%	-24,9%	n.b.
Dividendrendement	3,8%	3,6%	3,5%	5,3%	5,3%

*: op basis van koersen op het jaareinde, voor FY17 en FY18E de huidige koers

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 2017 goed voor 89% van de portefeuille. De overige 11% bestaat uit baanwinkels of winkels in de periferie. De bruto-oppervlakte van het vastgoed in portefeuille beslaat ongeveer 90.000 m², de waarde bedraagt 287,4 miljoen en is verdeeld over 52 sites. 90% bevindt zich in België, 10% in Nederland.

De modesector is met 60% het sterkst vertegenwoordigd in de portefeuille, gevolgd door food (8%, o.a. KFC en Panos), door beautycare (6% 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 (16,2% van de huurinkomsten), gevolgd door Inno (11% van de huurinkomsten). Kruidvat (5%) is de derde grootste, America Today is goed voor 4% van de huurinkomsten. De top-4 steden (Hasselt, Antwerpen, Leuven en Aalst) zijn goed voor 57,3% van de portefeuillevaarde.

AXA is de grootste aandeelhouder met een belang van 11,2%, gevolgd door de familie Vanmoerkerke met 9,5%.

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.



Resultaten eerste helft 2018

QRF profiteerde van de acquisities van 2017 om de huuropbrengsten met 7,6% op te krikken tot 7,756 miljoen euro. Op vergelijkbare basis, d.i. zonder acquisities en desinvesteringen, daalden de huuropbrengsten met -0,5%. Onderliggend is de daling iets groter, want door de indexeringen stegen de huurprijzen ongeveer 2%. Doordat de meeste kostenposten relatief stabiel bleven, nam het bedrijfsresultaat (+9,6%) sterker toe dan de huuropbrengsten (+7,6%).

Door de groei namen ook de inrestlasten toe, waardoor het financiële resultaat daalde van -1,379 naar -1,607 miljoen euro. De gemiddelde rentekost zakte verder van 2,01% naar 1,96%. De schuldgraad kwam uit op 54,3%, tegenover 52,7% eind juni 2017.

De belastingen daalden na de fusie van overgenomen bedrijven met de moedermaatschappij (-0,205 naar -0,116 miljoen euro), het resterende bedrag is belasting in Nederland, waar QRF geen gunstig fiscaal statuut heeft. Het courant resultaat steeg 9,8% tot 4,279 miljoen euro. Per aandeel is er een lichte daling (-0,6%) door een toename van het aantal aandelen.

(in miljoen euro)	17H1	18H1	Δ17/18
Huuropbrengsten	7,205	7,756	7,6%
Bedrijfsresultaat	5,473	6,000	9,6%
Financieel resultaat	-1,379	-1,607	n.r.
Netto courant resultaat	3,896	4,279	9,8%
Courant resultaat p/a	0,759	0,755	-0,6%
Herwaardering portefeuille	-1,478	-5,229	n.r.
Herwaardering indekkingen	0,080	-0,630	n.r.
Netto resultaat deel groep	2,497	-1,586	n.r.

De herwaardering van de vastgoedportefeuille was sterk negatief ten bedrage van -5,229 miljoen euro en is als volgt samengesteld: afwaardering van -6,71 miljoen euro op de H&M-winkels, +1,17 miljoen euro herwaardering op andere Belgische winkels en +0,17 miljoen euro op de Nederlandse winkels en 0,15 miljoen euro gerealiseerde meerwaarde op de verkoop van een winkel in Sint-Niklaas. Op de financiële indekkingsinstrumenten was er een afwaardering van -0,630 miljoen euro.

Door de belangrijke afwaarderingen op de H&M-winkels was er een netto verlies van -1,586 miljoen euro. gecombineerd met de dividenduitkering daalde de intrinsieke waarde per aandeel van 23,78 euro eind 2017 naar 22,38 euro eind juni 2018.

Verhuringen, herontwikkelingen,...

In de eerste helft van 2018 verrichtte QRF geen acquisities. De focus lag op de bestaande portefeuille. Zo verkocht het een gebouw te Sint-Niklaas voor 0,7 miljoen euro met een kleine meerwaarde. Voor de 2^e helft van 2018 staan er nog verkopen geprogrammeerd.

In Oostende en Bonnelles verrichtte QRF dak- en gevelwerken, deels renovatie, deels om de aantrekkelijkheid van de gebouwen te verhogen. In de 2^e helft van 2018 plant het fonds nog renovatiewerken in Antwerpen en Hoei.

Op het vlak van verhuringen heeft het een drukke periode achter de rug. Zo werden er 5 nieuwe huurders aangetrokken in leegstaande panden, bijvoorbeeld Java (koffieshop) en vanHaren (schoenen) en AS Adventure. Er vonden 7 huurhernieuwingen plaats, daarnaast trok QRF diverse pop-upinitiatieven aan. Gemiddeld lag de huurprijs van de nieuwe contracten op hetzelfde niveau als voordien (enkele hoger, enkele lager).

Er vond een mooie herontwikkeling plaats te Aalst in een pand dat leeg was komen te staan door het faillissement van MS Mode. De winkel werd uitgebreid met de kelderverdieping en zo kon AS Adventure aangetrokken worden. De huurprijs ligt nu 60% hoger dan voordien. In Leuven plant het een groter renovatieproject langs de Bondgenotenlaan. De bestaande winkelpanden worden volledig gerenoveerd, op de verdiepingen zouden studentenkamers komen. Het project bevindt zich in de vergunningsfase met een mogelijke oplevering in 2020.

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.



Relatie met H&M

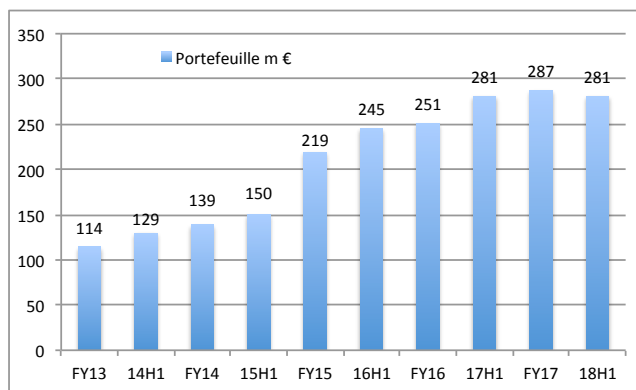
Begin dit jaar huurde de kledingketen H&M 5 winkels van QRF, goed voor 16,5% van de huurinkomsten. De situatie van de 5 winkels is als volgt:

- Sint-Niklaas: 1,3% van huuropbrengsten: komt eind augustus 2018 leeg te staan
- Aalst en Sint-Truiden: 5,8% van huuropbrengsten: geen wijzigingen, afloop contracten eind 2021. Hier is dus helemaal geen probleem
- Hasselt en Ukkel: 9,4% van huuropbrengsten: voor deze winkels heeft H&M een procedure ingeleid om de huurprijs aan te passen. Zo wil H&M een variabele huurprijs betalen (percentage van de omzet). QRF is hier niet akkoord mee voor een groot aantal redenen. Die procedure wordt ingeleid bij een vrederechter die op basis van een onderzoek een uitspraak zal doen. Ofwel beslist hij om niets te veranderen, ofwel legt hij het voorstel van H&M op. QRF stelt een heel sterk dossier te hebben, gesteund door haar advocaten. Er is immers geen precedent dat H&M in het gelijk zou stellen. De procedure in Hasselt is gepland voor het 3e kwartaal van 2018, dat van Ukkel voor het 2e kwartaal van 2019. We gaan dus enkele maanden met onzekerheid tegemoet. Positief voor QRF is dat H&M niet heeft aangegeven dat ze de lokaties wil verlaten, logisch want het gaat om toplocaties in die steden.

De schatter heeft met de onzekerheid en mogelijke lagere huur (zelfs al is de kans klein) al ten dele rekening gehouden in zijn waardering voor die H&M – panden, met een minwaarde van 6,7 miljoen euro tot gevolg (zie bespreking halfjaarcijfers).

Conclusie

QRF is naar de beurs gekomen met een groeiverhaal en dat is het ook nagekomen. Begin dit jaar gaf het management wel aan dat 2018 een rustiger jaar zou zijn op het vlak van acquisities. Ten eerste vindt de GVV geen aantrekkelijke overnamedoelen en ten tweede is er de H&M-problematiek die onzekerheid met zich brengt. Tot dusver houdt het resultaat relatief goed stand. Voor het volledige jaar verwacht het een courant resultaat per aandeel tussen 1,45 en 1,55 euro, minder dan de 1,59 euro van 2017.



Wijzelf hebben een schatting van 1,51 euro per aandeel, tegenover 1,54 euro in februari 2018. De verlaging is ingegeven door de verkoop van een pand en een iets lager niveau van huurhernieuwingen. Tegen deze achtergrond verwachten we een stabiel dividend van 1,35 euro bruto of netto 0,95 euro, goed voor een dividendrendement van 5,3%. De discount tegenover de intrinsieke waarde bedraagt 22%, het hoogste van de Belgische GVV's. De ratio koers/courant resultaat voor 2018 komt uit op 11,6.

De huidige waardering is dus heel laag en is ingegeven door de periode van onzekerheid die QRF doormaakt. Het is duidelijk dat de markt overreageert. De berichtgeving omtrent de evolutie van huurprijzen van winkels in België was ook te weinig genuanceerd.

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.