



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

QRF

23 februari 2018

Koers	23,80
Aantal aandelen (m)	5,130
Marktkapitalisatie (m)	122,1

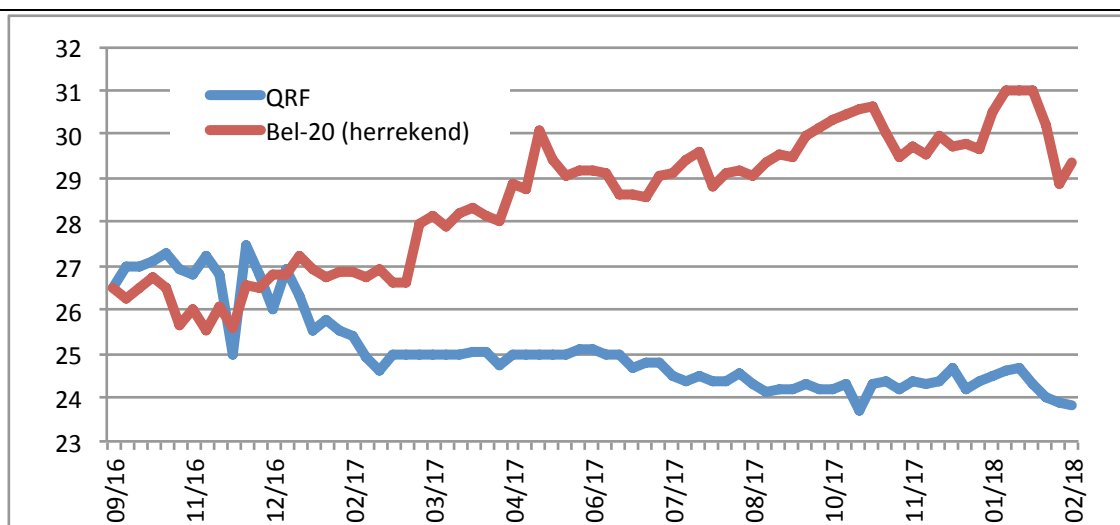
Intrins. waarde (dec/17)	23,78
Schuldgraad (dec/17)	52,7%

(in miljoen EUR)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18E
Huuropbrengsten	8,131	9,305	13,581	14,940	15,600
Groei in %	n.r.	14,4%	46,0%	10,0%	4,4%
Bedrijfsresultaat	6,359	7,109	10,526	11,726	12,050
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	8,750
Courant resultaat	4,570	5,116	7,409	8,332	8,750

	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18E
Winst per aandeel	0,89	1,33	1,67	0,91	1,54
Courant resultaat p/a	1,40	1,49	1,59	1,59	1,54
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%	-0,5%	0,1%	n.b.
Dividendrendement	3,8%	3,6%	3,9%	4,0%	4,0%

*: op basis van koersen op het jaareinde, voor FY16, FY17 en FY18E de huidige koers

BEDRIJFSPROFIEL GVV



Bedrijfsomschrijving

QRF is een GVV (ex-vestigingsbevak), 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 fotocopy, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



Resultaten 2017

Dankzij de acquisities van 2016 en 2017 kon QRF de huuropbrengsten met 10% verhogen tot 14,94 miljoen euro. Minder positief is het niet-zichtbare effect van het wegvallen van huurgaranties eind 2016. Die zorgden er deels voor dat op vergelijkbare basis de huurinkomsten met 1,8% daalden. Niettegenstaande het wegvallen van die garanties nam de bezettingsgraad toe van 96,9% tot 97,5%, dit dankzij de verhuring van het leegstaande pand te Aalst (zie lager).

Ondanks de groei van de portefeuille met 14,6%, bleven de beheerskosten relatief stabiel, waardoor de bedrijfsmarge 1% verbeterde en het bedrijfsresultaat 11,4% toenam.

Door de sterke groei namen ook de interestlasten toe, waardoor het financiële resultaat daalde van -2,722 naar -2,952 miljoen euro. De gemiddelde rentekost zakte van 2,29% naar 2,07%. Wat de nabije toekomst betreft, verwacht het management geen verdere daling meer. De schuldgraad steeg van 49,8% eind 2016 naar 52,69% eind juni 2017.

De belastingen bedroegen 0,412 miljoen euro, het betreft vennootschapsbelasting van de overgenomen vennootschappen die nog niet gefuseerd werden met de moedermaatschappij. Dit zal terugvallen tot 0,100 miljoen euro in 2018. Het courant of EPRA resultaat steeg 12,5% tot 8,332 miljoen euro.

(in miljoen euro)	2016	2017	Δ16/17
Huuropbrengsten	13,581	14,940	10,0%
Bedrijfsresultaat	10,526	11,726	11,4%
Financieel resultaat	-2,722	-2,952	n.r.
Belastingen	-0,407	-0,412	
Courant of EPRA resultaat	7,409	8,332	12,5%
Courant resultaat p/a	1,59	1,59	0,0%
Herwaardering portefeuille	0,373	-3,605	n.r.
Netto resultaat	7,782	4,766	-38,8%

Per aandeel is dat 1,59 euro (stabiel in tabel door afronding, in feite +0,2%). Het gewogen gemiddeld aantal uitstaande aandelen groeide sterk door de inbrengen in natura in 2016 en 2017.

De herwaardering van de vastgoedportefeuille was negatief ten bedrage van -3,605 miljoen euro. Enerzijds was een meerwaarde van 0,47 miljoen euro op de verkoop van 2 sites (Temse en Merksem), anderzijds was er een afwaardering ten bedrage van 1,65 miljoen euro (aankoopkosten van de Nederlandse gebouwen) en van 2,4 miljoen euro op enkele Belgische gebouwen, waar geanticipeerd wordt op een lagere huurprijs.

Het netto resultaat tot slot daalde 38,8% om uit te komen op 4,766 miljoen euro.

Acquisities in 2017, vooruitzichten 2018

In 2017 verrichtte QRF voor 45,1 miljoen euro acquisities, waarvan 28,8 miljoen euro in Nederland en 16,3 miljoen euro in België. In Nederland ging het om 5 panden gelegen in 5 verschillende steden. In België betreft het een portefeuille van 3 winkels in Antwerpen en 3 in Oostende, ingebracht door de familie Vanmoerke voor een waarde van 12,5 miljoen euro die hierdoor 9,5% van QRF verwierf. In Leuven kocht QRF een site voor 3,8 miljoen euro, waarvan een deel verhuurd is aan Bpost.

In Aalst tot slot verrichtte het een mooie herontwikkeling. Na het vertrek/faillissement van MS Mode werd het gebouw onder handen genomen en werd de kelderruimte verbonden met het gelijkvloers, ook de voorgevel werd vernieuwd. De werken lieten QRF toe om AS Adventure als huurder aan te trekken met een stijging van de huur met 60% tot gevolg.

Tevens verkocht het voor 5,6 miljoen euro activa in België, het betrof sites in Temse en Merksem.

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.

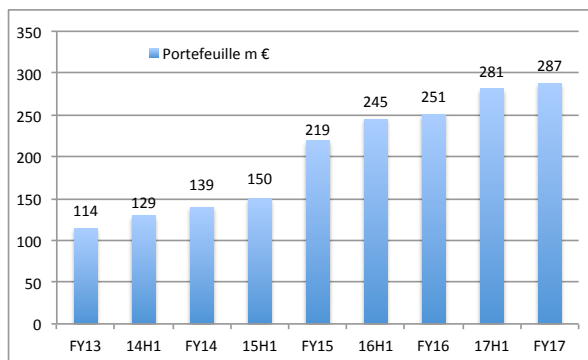


VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Wat 2018 betreft, is het management heel voorzichtig naar mogelijke acquisities toe. Het is niet tevreden over de marktrendementen die veel te laag zijn. Het management verkiest dan ook om te focussen op de optimalisering van de bestaande portefeuille (bv. AS Adventure in Aalst) en op een nieuw project in Leuven (zie hoger). Het sluit ook niet dat er bepaalde desinvesteringen plaats vinden om te profiteren van de hoge prijzen, zelfs als dit gepaard zou met een lager courant resultaat per aandeel.

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.



Maar net als Vastned Retail Belgium ondervindt QRF praktische problemen om aantrekkelijke overnames te verrichten. Enerzijds is er concurrentie van andere institutionele partijen en van privé-beleggers, anderzijds is er een grote selectiviteit vereist qua locatie en huurder. Een eerste stap richting Nederland zetten, is dan zeker geen slecht idee. Dat het rendement van deze eerste transactie slechts 4,8% bedroeg, hoeft geen probleem te zijn bij een financieringskost van 2% over een langere periode en met langer lopende huurcontracten.

Een aandachtig lezer zal opmerken dat de bovenstaande 2 alinea's volledig overgenomen werden uit onze vorige update van augustus 2017. Het betreft geen luiheid, maar de bevestiging dat de situatie over de voorbije 6 maanden niet gewijzigd is. We moeten zelfs een stap verder gaan en melden dat er geen nieuwe groei in het vooruitzicht is, buiten de consolidatie over 12 maanden dan van de acquisities die in 2017 verricht zijn geweest. Die zullen naar verwachting de huurinkomsten in 2018 doen stijgen, maar niet volledig door het toestaan dit jaar van lagere huren in enkele panden.

Geen acquisities dus, maar eerder een consolidatie in het verschiet, dat kan de conclusie zijn. Het management sluit zelfs niet uit dat er bepaalde activa verkocht worden om te profiteren van de hoge prijzen, met als gevolg dat het courant resultaat hierdoor negatief beïnvloed zou worden. We moeten dus afwachten wat 2018 brengt.

Vandaag noteert QRF met een koers/courant resultaat van 15,5 op basis van onze schattingen voor 2018), wat bijna 15% lager dan het sectorgemiddelde is. Het netto dividendrendement van 4% scoort eveneens beter dan het sectorgemiddelde. Dat de aversie voor winkelvastgoed de waardering van QRF niet ten goede komt, mag niet betwijfeld worden.

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