



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

## QRF

23 augustus 2019

Koers	14,85
Aantal aandelen (m)	7,153
Marktkapitalisatie (m)	106,2

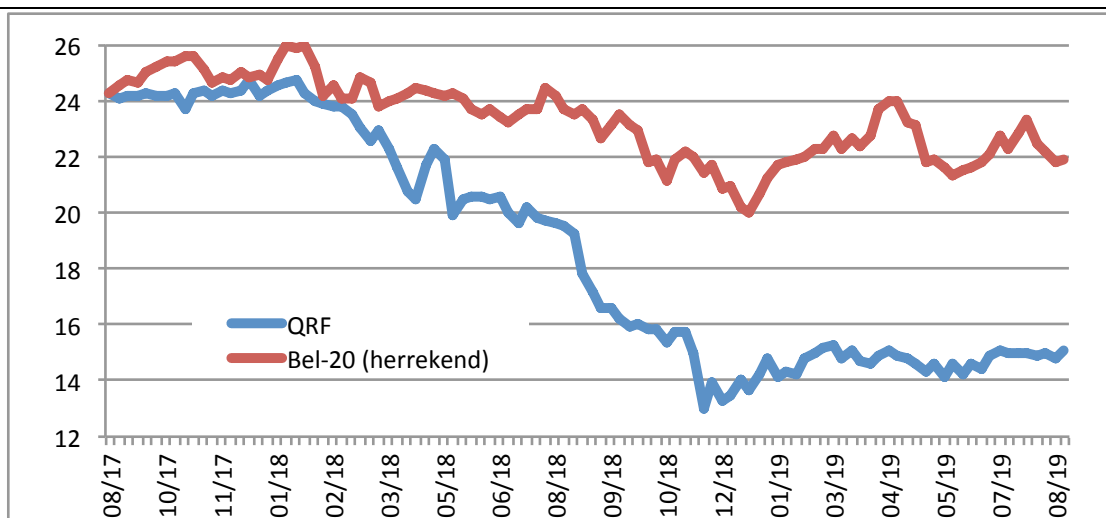
Intrins. waarde (dec/18)	22,82
Schuldgraad (dec/18)	52,1%

(in miljoen EUR)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19E
Huuropbrengsten	8,131	9,305	13,581	14,940	15,529	14,500
Groei in %	n.r.	14,4%	46,0%	10,0%	3,9%	-6,6%
Bedrijfsresultaat	6,359	7,109	10,526	11,726	11,930	11,200
Financieel resultaat	-1,730	-1,929	-2,722	-2,952	-3,200	-2,600
Portefeuilleresultaat	-1,166	-0,535	0,373	-3,605	-7,100	n.b.
Nettowinst	2,904	4,582	7,782	4,766	0,608	8,500
Courant resultaat	4,570	5,116	7,409	8,332	8,600	8,500

	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19E
Winst per aandeel	0,89	1,33	1,67	0,91	0,11	1,21
Courant resultaat p/a	1,40	1,49	1,59	1,59	1,52	1,21
Netto dividend	0,98	0,96	0,94	0,95	0,56	0,56
Intrinsieke waarde (reëel)	23,13	23,32	23,93	23,78	22,82	n.b.
Premie/discount	12,4%	15,4%	12,4%	2,5%	-34,9%	n.b.
Dividendrendement	3,8%	3,6%	3,5%	3,9%	3,8%	3,8%

\*: op basis van koersen op het jaareinde, voor FY18 en FY19E 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 juni 2019 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 m<sup>2</sup>, de waarde bedraagt 270,4 miljoen en is verdeeld over 52 sites. 90% bevindt zich in België, 10% in Nederland.

De modesector is met 58% het sterkst vertegenwoordigd in de portefeuille, gevolgd door food (7%, o.a. KFC en Panos), door beautycare (6% met huurders zoals Kruidvat en ICI Paris XL) en sport & vrije tijd (7% met huurders zoals Hema en Neckermann). De grootste huurder is H&M (13,2% van de huurinkomsten), gevolgd door Inno (10,4% van de huurinkomsten). Kruidvat (4,6%) is de derde grootste, America Today is goed voor 3,9% van de huurinkomsten.

De familie Vanmoerkerke is de grootste aandeelhouder met een belang van 28,3%, gevolgd door de verzekeraar AXA met 8,9%.

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 veeleelvoudigd 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 2019

QRF heeft een drukke eerste helft van 2019 achter de rug, we geven een overzicht:

- eind januari werd een inbreng in natura van 9 panden voor een waarde van 23,8 miljoen euro verricht door de familie Vanmoerkerke die hierdoor haar belang verhoogde tot 28,3% (was 11,2% eind 2018)
- verkoop van 12 panden voor 16,9 miljoen euro, 1,8% onder de boekwaarde
- afronding van de verkoop van 2 panden voor 2 miljoen euro, 1,9% boven de boekwaarde
- na 30/6/19 werden nog 2 winkels verkocht, voor 7,36%, dit is 9,29% onder de boekwaarde
- aankondiging van de herontwikkeling van het Antwerpse Century Center
- met H&M werd het huurprijdsdupeut bijgelegd via een globaal akkoord over de 4 winkels
- opsplitsing van de portefeuille in een kerndeel (82,7% van totaal, 28 van de 52 sites) en een niet-kerndeel
- na een heel gedetailleerde schattingsoefening van de externe schatter, en geverifieerd door een tweede schatter, werd besloten de vastgoedportefeuille met 23,8 miljoen euro af te waarderen.
- Voor het einde van het jaar worden nog enkele panden uit het niet-kern deel van de portefeuille verkocht. Het gaat om 8 gebouwen met een verkoopprijs van 7,54 miljoen euro, 6,6% hoger dan de geschatte waarde op 30 juni 2019.

De huuropbrengsten namen een lichte 0,2% toe tot 7,771 miljoen euro. De huren van de ingebrachte gebouwen in natura neutraliseerden deze van de verschillende verkochte panden. Het bedrijfsresultaat steeg 0,5%, in lijn met de evolutie van de huuropbrengsten. Het financiële resultaat verbeterde, deels door een iets lagere schuld en door een verdere daling van de financiële kost van 1,91% naar 1,89%.

(in miljoen euro)	18H1	19H1	Δ18/19
Huuropbrengsten	7,756	7,771	0,2%
Bedrijfsresultaat	6,000	6,032	0,5%
Financieel resultaat	-1,607	-1,397	n.r.
Netto courant resultaat	4,279	4,615	7,9%
Courant resultaat p/a	0,755	0,668	-11,5%
Herwaardering portefeuille	-5,229	-23,815	n.r.
Herwaardering indekkingen	-0,630	-1,349	n.r.
Netto resultaat deel groep	-1,586	-20,555	n.r.
Intrinsieke waarde p/a	22,38	17,90	-20,0%

Het courant resultaat kwam uit op 4,615 miljoen euro, een stijging van 7,9%. Per aandeel is er een daling van 11,5% tot 0,668 euro door een toename van het aantal uitstaande aandelen.

De grootste (negatieve) verrassing betrof de herwaardering van de vastgoedportefeuille, de afwaardering liep op tot 23,815 miljoen euro (zie verder)! Op de financiële indekkingsinstrumenten was er een afwaardering van -1,349 miljoen euro. Initieel had QRF weinig dekkingen lopen, maar vorig jaar werd, uit vrees voor hogere rentevoeten, beslist om de indekkingen te verlengen en te verhogen. Dit leidt nu tot een negatieve herwaardering door de daling van de rente.

Door de belangrijke afwaarderingen was er een netto verlies van -20,555 miljoen euro. Gecombineerd met de dividenduitkering daalde de intrinsieke waarde per aandeel van 22,38 euro eind juni 2018 naar 17,90 euro eind juni 2019.

Voor 2019 gaat het management uit van een courant resultaat per aandeel van 1,20 tot 1,30 euro, het dividend over 2019 zal minstens bruto 0,80 euro bedragen.

---

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



## **Discussies analistenvergadering**

Op de analistenvergadering (slechts 2 analisten aanwezig) was er de mogelijkheid om op elk thema dieper in te gaan. We vatten het een en ander samen.

- H&M huurdispuut: het dispuut en de daaruitvolgende rechtsprocedures hadden betrekking op de winkels te Hasselt en te Ukkel. Daarnaast huurt H&M nog panden in Sint-Truiden en Aalst. Om de onzekerheid (en te kosten) van lange rechtsprocedures te vermijden, verkoos de nieuwe CEO om aan tafel te gaan zitten met H&M om een globale regeling uit te werken. Het vertrekpunt was dat H&M de 4 winkels wenste te behouden, maar aan andere huurvoorwaarden. Wat de winkel te Hasselt betreft, zal H&M deze verlaten midden volgend jaar om er plaats te maken voor nieuwe huurders (Sting en Costes), die samen wel een lagere huur zullen betalen (maar waarschijnlijk meer dan wat H&M bereid was te betalen). Voor de andere 3 winkels werden nieuwe huurcontracten op lange termijn afgesloten, wel met een lagere huurprijs. Niet onbelangrijk is dat H&M in de winkel te Aalst belangrijke investeringen zal doen om een nieuw concept te testen. Tegen medio volgend jaar zal H&M slechts voor 6% van de huurinkomsten staan, tegenover 16% begin 2019. In augustus 2018 had H&M de winkel te Sint-Niklaas al verlaten.
- Century Center herontwikkeling: reeds vanaf de beursintroductie werd het potentieel van een grondige renovatie van dit pand vermeld, maar er werd geen akkoord bereikt met de eigenaar van het kantoorgedeelte. QRF bezit de winkelpanden en de ondergrondse garage. Met Baltisse, de eigenaar van de kantoren, werd overeengekomen om het geheel in een aparte vennootschap onder te brengen om de renovatiewerken te faciliteren. QRF zal 30% aanhouden van die vennootschap (waarde 19,2 miljoen euro) en ontvangt daarnaast nog een bedrag van 7,6 miljoen euro. Tijdens die werken (start 2<sup>e</sup> helft 2020?) zullen de inkomsten sterk terugvallen, maar op termijn zal een herontwikkelingsmeerwaarde gerealiseerd kunnen worden, ofwel door hogere huurinkomsten, ofwel door een verkoop aan een hogere prijs.
- Afwaardering van vastgoedportefeuille: voor zijn aantreden als nieuwe CEO had William Vanmoerkerke vragen bij de waardering van diverse panden door de externe schatter. Hij wenste een meer inhoudelijke en gedetailleerde waardering van elk pand te ontvangen eind juni 2019. Vooral m.b.t. de panden uit het niet-kerneel waren er vragen. Het gaat vooral om panden in kleinere steden waar veel transacties plaats vinden van particulieren die lokaal verankerd zijn en die conservatiever zijn, dit in tegenstelling tot panden in het kerneel dat meer geïnstitutionaliseerd is (meer professionele beleggers).
- Die herwaarderingsoefening werd aan een tweede externe schatter voorgelegd die de bekomen waarderingen onderschreef. De totale afwaardering kwam uit op 23,2 miljoen euro, waarvan 12,2 miljoen euro of -20,7% op de panden uit het niet-kerneel van de portefeuille en 10,6 miljoen euro of -5,4% op de panden uit het kerneel.
- Leuven Bondgenotenlaan: de vergunning is binnen om de bestaande winkelpanden te renoveren en om op de verdiepingen studentenkamers te bouwen. QRF heeft niet de kennis om dergelijke bouw tot een goed eind te brengen en gaat daarvoor op zoek naar partners.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

## **Conclusie**

De titel van de presentatie op de analistenvergadering was 'QRF hits the reset button'. Het nieuwe managementteam (nieuwe CEO en nieuwe CFO) heeft op termijn heel wat werk verricht die de onzekerheid en de risico's op termijn inperken. Tegelijkertijd werd een basis gelegd voor opwaarts potentieel op termijn. De herontwikkeling van het Century Center die nu eindelijk aangevat kan worden, is een eerste voorbeeld. Een tweede dossier dat op termijn een zekere meerwaarde kan genereren is de bouw van een complex studentenwoningen en de renovatie van een winkel te Leuven. Op kortere termijn moeten we het hebben van de lopende resultaten. Voor 2019 wordt een courant resultaat per aandeel van 1,20 tot 1,30 euro vooropgesteld. Dit is lager dan de 1,32 euro die we in maart 2019 verwachtten, het verschil zit in de huurverlaging toegestaan aan H&M en aan de verschillende verkopen. In principe moet ook uitgegaan worden van een verdere daling in 2020 door de diverse verkopen die voor het jaareind afgerond zullen worden.

Op basis van onze winstschattingen komt de ratio koers/courant resultaat voor 2019 uit op 12,3, voor 2020 is dat 13 (iets hoger door lager verwacht resultaat). Het netto dividendrendement komt uit op 3,8%.

De relatief lage waardering en de inperking van de belangrijkste huurrisico's maken dat we de koers zien uitbodemmen rond de huidige koersen.

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.