



Demes

Advices for Growth by **Gert De Mesure**

Ruwe teksten QRF en Befimmo voor VFB-magazine maart 2019

QRF: resultaten 2018

De voorbije weken en maanden haalde QRF met een grote regelmaat de hoofdlijnen van het nieuws. Spijtig genoeg werden de feiten niet altijd weergegeven in de pers, deels het gevolg van de niet altijd even duidelijke communicatie vanwege het bedrijf zelf. Van de publicatie van de jaarresultaten maken we gebruik om het een en ander op een rijtje te zetten. We starten bij die resultaten zelf. Een eerste vaststelling is dat onze schattingen van 25 augustus 2018 heel sterk in de buurt uitkwamen van de gepubliceerde cijfers. Wat de cijfers zelf betreft, merken we een stijging van 3,4% van de huuropbrengsten. Op vergelijkbare basis was er een daling van 0,2%, verkopen hadden een negatieve impact van 2%, evenals het wegvallen van huurgaranties (-0,7%). Die negatieve elementen werden gecompenseerd door de bijdrage van de 6 winkels (voor de volle 12 maanden) die eind oktober 2017 ingebracht werden door de familie Vanmoerkerke tegen de uitgifte van nieuwe aandelen. Het bedrijfsresultaat nam 1,7% tot 11,930 miljoen euro. Het financiële resultaat daalde tot -3,109 miljoen euro door een hogere gemiddelde schuld in het boekjaar, de financiële kost kwam uit op 1,91% (was 2,07% in 2017). De belastingen (vnl. in Nederland) zakten door het opzetten van een gunstigere fiscale structuur. Het courant of EPRA resultaat nam 3,2% toe tot 8,599 miljoen euro. Per aandeel was er niettemin een daling van 4,8% door een toename van het aantal uitstaande aandelen.

De herwaardering van de portefeuille kwam uit op een negatieve -7,100 miljoen euro, meer in detail ging het om een meerwaarde van 0,249 miljoen euro op de verkoop van 4 winkels in 2018 en een afwaardering van -7,349 miljoen euro op het vastgoed in eigendom (licht positief in NL, sterk negatief in B). Deels had die afwaardering te maken met de lopende discussies met H&M over de huurprijs van 2 panden, met name in Ukkel en in Hasselt. Voor beide panden wil H&M overschakelen op een variabele huurprijs, wat QRF helemaal niet wil. QRF maakt zich sterk een heel goed onderbouwd dossier te hebben om de vraag van H&M te counteren. De 2 lokale rechtbanken zullen hieromtrent in de volgende weken een uitspraak doen. Het is duidelijk dat de onzekerheid hieromtrent op de koers van QRF weegt. Het gaat immers om bijna 10% van de huurinkomsten.

(in miljoen euro)	2017	2018	$\Delta 17/18$	schatting '18
Huuropbrengsten	14,940	15,441	3,4%	15,400
Bedrijfsresultaat	11,726	11,930	1,7%	11,900
Financieel resultaat	-2,952	-3,109	n.r.	-3,200
Belastingen	-0,412	-0,145		-0,150
Courant of EPRA resultaat	8,332	8,599	3,2%	8,550
Courant resultaat p/a	1,59	1,52	-4,8%	1,510
Herwaardering portefeuille	-3,605	-7,100	n.r.	n.b.
Netto resultaat	4,766	0,608	-87,2%	n.b.

BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De BVBA 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 zaakvoerder Gert De Mesure.



Demes

Advices for Growth by **Gert De Measure**

Door de belangrijke afwaarderingen van de vastgoedportefeuille werden de reserves op de balans bijna volledig weggeveegd, wat QRF niet meer toeliet om minstens 80% van zijn courant resultaat uit te keren. Maximaal kon het 1,20 euro uitkeren (bruto dividend over 2017 bedroeg 1,35 euro), maar een regel in de GVV-wet stelt dat het niet verplicht is een dividend uit te keren als de schuld verlaagd wordt. De schuld werd inderdaad verlaagd na de verkoop van een viertal panden eind 2018. Toch werd besloten om een bruto dividend van 0,80 euro uit te keren, de 0,80 euro komt ongeveer overeen met een bruto dividendrendement van 5%, net zoals in het verleden (de koers stond toen wel hoger).

Daarnaast viel er nog belangrijk nieuws te rapen. Zo heeft de familie Vanmoerkerke een tweede inbreng van winkels verricht, meer bepaald 9 winkels in Antwerpen en Oostende met een waarde van 23,8 miljoen euro. Met de nieuwe aandelen die het hiervoor ontving, neemt de participatie van de familie Vanmoerkerke toe tot 28,30%. Door die inbreng daalt de schuldgraad naar 47,9% eind januari 2019. De bedoeling is om de schuldgraad verder terug te dringen door enkele verkopen. Een objectief van schuldgraad werd niet mede gedeeld, wij gaan uit van een cijfer tussen 40% en 45%. Als onderdeel van die inbreng had de familie Vanmoerkerke te kennen gegeven aan QRF dat het de controle wou verwerven over de beheersmaatschappij. Dat gebeurde ook en William Vanmoerkerke (die de nieuwe CEO wordt) kondigde aan dat de kosten met 15% verlaagd worden, wat voor QRF een besparing van zo'n 80.000 euro zal zijn.

Wat brengt 2019? We maakten winstschattingen voor het lopende jaar, waarbij we uitgaan van een positieve uitkomst in de H&M-zaken. Daarnaast moet er rekening gehouden worden met de verschillende verkopen in 2018 en de inbreng in natura eind januari 2019. Deze laatste operatie ging gepaard met de creatie van nieuwe aandelen en in combinatie met de verkopen van 2018 leidt dit alles tot een lagere schuldgraad en dito gebruik van de schuldhefboom. Dat we een courant resultaat van 1,32 euro per aandeel uitkomen, 13% lager dan in 2018, mag dan ook niet verbazen. Aldus bekomen we een ratio koers/courant resultaat van 11,5. We durven ook een verhoging van het bruto dividend van 0,80 tot 0,85 euro vooruitschuiven. Tot slot geven we nog mee dat de intrinsieke waarde per aandeel eind 2018 uitkwam op 22,82 euro. Door de inbreng en uitgifte van nieuwe aandelen aan 16 euro schatten we de intrinsieke waarde per aandeel eind januari 2019 op 21,44 euro. De discount bedraagt hierdoor 29%. Het is nu afwachten op de uitspraak in de H&M-zaken. Zeker is dat de onzekerheid hieromtrent op de koers zal blijven wegen.

Gert De Measure, redactie 22 februari 2019, koers QRF 15,20 euro

BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De BVBA 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 veelevoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de zaakvoerder Gert De Measure.

Befimmo: resultaten 2018

De resultaten laten het niet zo direct uitschijnen, maar onderliggend gebeurde er relatief veel bij Befimmo. Er vonden enkele transacties plaats, terwijl er voluit gegaan wordt voor de herontwikkeling van enkele grotere projecten.

De huurinkomsten stegen een beperkte 0,8% tot 143,566 miljoen euro. Die +0,8% was de resultante van de stijging van 2,87% op vergelijkbare basis (vooral door verhuring van leegstaande oppervlakten), van de aankoop van het Brusselse gebouw Arts 56, van de verkoop van de erfpachtrechten op het Brederodegebouw en van de leegstand (voor heropbouw) van de Noord Building. Die lichte huurstijging van 0,8% kon Befimmo niet omzetten in een hoger bedrijfsresultaat, dat daalde immers met 1,5% tot 115,249 miljoen euro. De algemene kosten stegen voor IT-doeleinden en voor juridisch advies, terwijl er diverse andere niet-recurrente kosten waren.

Het financiële resultaat ging afgerond 0,8 miljoen euro achteruit, een gevolg van de stijging van de schulden met zo'n 10%. De impact van de schuldtoename werd gemilderd door een verdere daling van de financiële kost van 2,08% naar 2,01%. In totaal daalde het courant resultaat met 1,6% tot 94,139 miljoen euro, per aandeel is dat 3,68 euro. Het dividend blijft ongewijzigd op 3,45 euro.

(cijfers in miljoen euro)	FY17	FY18	Δ 17/18
Huurinkomsten	142,431	143,566	0,8%
Bedrijfsresultaat	117,048	115,249	-1,5%
Financieel resultaat	-19,750	-20,545	n.r.
Courant resultaat deel groep	95,657	94,139	-1,6%
Gerealiseerde meerwaarde	21,798	0,343	n.r.
Herwaardering portefeuille/IAS 39	13,429	-5,514	n.r.
Herwaarde fin. instrumenten	5,186	-5,901	n.r.
Winst, deel van de groep	136,070	82,847	-39,1%
Intrinsieke waarde per aandeel	56,63	56,42	-0,4%
Courante winst p/a	3,74	3,68	-1,6%
Brutodividend	3,45	3,45	0,0%

Naar de niet-cash elementen toe, vermelden we de kleine gerealiseerde meerwaarde van 0,343 miljoen euro op een gebouw in Harelbeke (zat in Fedimmo, vooral gebouwen die gebruikt werden door het Ministerie van Financiën). De herwaardering van de vastgoedportefeuille was negatief ten bedrage van 5,514 miljoen euro, of een waardedaling van 0,21%. De herwaardering van de financiële indekkingsinstrumenten was ook negatief (-5,901 miljoen euro). Het netto resultaat bedroeg 82,847 miljoen euro.

De resultaten zijn wat ze zijn, maar veel belangrijker is de vraag naar de toekomst. We weten allemaal dat de leegstand van de Brusselse WTC-torens enerzijds leidt tot een verlies aan inkomsten, anderzijds is er de noodzaak om de torens te renoveren. Wat dit betekent voor de resultaten in de volgende jaren heeft Befimmo mooi berekend, we hebben enkele cijfers samengebracht in de bijgevoegde tabel. Het courant resultaat zal in 2019 duidelijk dalen met 10,3% tot 3,30 euro, maar daar komt in principe 0,05 euro bij door de overname van Silversquare, actief in de uitbating van coworkingruimtes. De daling zou hierdoor slechts 9% bedragen. Maar zonder Silversquare verwacht Befimmo dat het courant resultaat in 2020 verder met 6,9% zal dalen tot 3,12 euro. Voor 2021 wordt dan een kleine stijging verwacht. Het te verwachten scenario is wel iets complexer, want het management geeft aan dat het mogelijk voor

BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De BVBA 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 veelevoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de zaakvoerder Gert De Mesure.



Demes

Advices for Growth by **Gert De Mesure**

100 miljoen euro vastgoed zal te gelde maken medio 2019. Dit zal een negatieve impact hebben op het courant resultaat, beperkt in 2019 doordat het slechts over 6 maanden gaat, iets groter in 2020 en 2021. In de tabel hebben we ook het verwachte dividend voor 2019 toegevoegd. Het dividend wordt niet verlaagd, althans niet in 2019. De belegger zal dit ongetwijfeld goed nieuws vinden, de vraag is hoe de koers zal reageren.

(in euro per aandeel)	2018	2019E	2020E	2021E
Courant resultaat p/a	3,68	3,30	3,12	3,15
+ bijdrage Silversquare	n.r.	0,05	n.b.	n.b.
- door verkoop 100 miljoen	n.r.	-0,07	-0,15	-0,14
Brutodividend	3,45	3,45	n.b.	n.b.

Een ander niet onbelangrijk aspect is de toename van de schuld. De nieuwe projecten vergen immers voor een paar honderd miljoen euro investeringen, terwijl er geen opbrengst tegenover staat. We maakten een kleine simulatie, rekening houdend met de verkoop van 100 miljoen euro die Befimmo plant medio 2019. Die leert dat Befimmo tegen 2021 een schuldgraad kan hebben van 51% tot 52%. Met dit niveau is niet onmiddellijk een kapitaalverhoging aan de orde. Er is wel de onzekerheid m.b.t. de waarde van de vastgoedportefeuille. Mocht de waarde nog dalen, dan zal de schuldgraad hoger uitkomen. Het omgekeerde is natuurlijk ook mogelijk.

Wat mogen we nu besluiten? Befimmo gaat een periode van dalende winsten tegemoet, terwijl het dividend behouden blijft. We vrezen dat dat lagere resultaat een negatieve impact kan hebben op de koersevolutie, ondanks de niet te hoge waardering die vandaag op het bord staat. Op basis van de schattingen voor 2020 noteert het aandeel met een koers/courant resultaat van 15,3 en met een bruto dividendrendement van 7,2% (bij ongewijzigd dividend).

Gert De Mesure, redactie 18 februari 2019, koers Befimmo 47,90 euro

BVBA DEMES, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De BVBA 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 veelevoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de zaakvoerder Gert De Mesure.