



Eurocommercial Properties: verslag meeting (28 mei 2022)

Inleiding

Op woensdag 25 mei namen we deel aan het Corporate Access event van EPRA, de vereniging van Europese vastgoedgroepen. Op dit event worden vastgoedgroepen in contact gebracht met analisten en institutionele beleggers. We hadden er een ontmoeting met het management van Eurocommercial Properties. We spraken er 50 minuten met de CEO, de CFO en de CIO. Wat ons vooral interesseerde, was de problematiek van de huurhernieuwingen, de huurindexeringen en de nabije toekomst.

Beschrijving van Eurocommercial Properties

Eurocommercial Properties is een Nederlandse vastgoedgroep gespecialiseerd in winkelcentra. Ze werd opgericht in 1991 en verrichtte haar eerste transactie in Frankrijk in 1992. In 1994 werd de stap gezet naar Italië, in 2001 was Zweden aan de beurt. Door de overname van het Woluwe Shopping Center in 2018 werd de groep ook in België actief. Eind maart 2022 bezat de groep 24 winkelcentra met meer dan 1.800 winkels met een waarde van 3,971 miljard euro.

Italië (8 activa) is met 41% van de portefeuille de belangrijkste markt voor de groep, gevolgd door Zweden (7 activa, 23% van het totaal), Frankrijk (8 activa, 21% van het totaal) en België (1 winkelcentrum, 15% van het totaal). Een winkelcentrum in Italië is onderdeel van een joint-venture, in België heeft de groep een minderheidsaandeelhouder bij Woluwe Shopping. De groep heeft beursnoteringen op Euronext Amsterdam en Euronext Brussel.

Eind april 2022 bedroeg de leegstand slechts 1,3%. Verdeeld over de 4 landen was dat: 0,6% leegstand in België, 2,6% in Frankrijk, 0,7% in Italië en 1,5% in Zweden.

Huurhernieuwingen

Elk jaar zijn er wel huurcontracten die vervallen en wat ons hierbij het meest interesseert, is de trend van de prijszetting van de nieuwe huurcontracten. Staan ze onder druk, stabiliseren ze, of is er een mogelijkheid om hogere huurprijzen uit de brand te slepen?

In de periode van 12 maanden van 1 april 2021 tot 31 maart 2022 tekende de groep 275 huurhernieuwingen en -verlengingen, waarvan 95 verhuringen aan nieuwe retailers. In totaal ging het om 13% van het huurbestand. Gemiddeld nam de huurprijs 3,5% toe. Op geografisch vlak waren er wel enkele verschillen. Zo was er in België een daling van 3,5% door het vertrek van de ketens WE en Esprit. In feite lagen hun huurprijzen wat te hoog. Van hun vertrek werd gebruik gemaakt om enkele ruimtes te herschikken ten voordele van huurders zoals FNAC, AS Adventure en Mango. Zoals hoger al vermeld bedraagt de leegstand in het Woluwe Shopping Center slechts 0,6%! In Zweden werd 18% van de huurcontracten heronderhandeld en dat resulteerde in gemiddeld 2,9% hogere huurprijzen. In Italië ging het om 13% van het totaal en werd er een 5,5% gemiddelde hogere huurprijs uit de brand gesleept. In Frankrijk lag de gemiddelde huurprijs van de nieuwe contracten zelfs 8,2% (!) hoger.

Het management verklaart deze goede prestaties (die zich niet voor het eerst voordoen) door de goede locatie van haar winkelcentra, door de optimale mix van huurders (centraal staan grotere winkels voor dagdagelijkse behoeftes), door de juiste keuzes uit het verleden, door het bieden van de juiste oplossingen aan de huurders en het tonen van flexibiliteit en door een relatief lage totale huurderskost (huren + alle kosten bedragen ongeveer 10% van de omzet).

Gert De Measure, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De auteur 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 Gert De Measure.



Huurindexeringen

Wat 2022 betreft, verwacht Eurocommercial Properties een gemiddelde huurindexering van 3,6%. Opgelet, dit betekent niet dat de huren over het jaar 2022 met 3,6% zullen stijgen, de huurverhogingen gaan immers niet allemaal in op 1 januari. In elk land waar de groep aanwezig is, gelden er immers andere regels.

Het eenvoudigst is de situatie in Zweden. Op basis van het indexcijfer van november 2021 werden alle huren op 1 januari 2022 verhoogd met 2,8%. In Italië werd het referentiecijfer van december 2021 gebruikt en vanaf maart/april 2022 werden de huurprijzen er met 3,8% verhoogd. In Frankrijk bestaat de huurindexering voor 75% uit de evolutie van de consumentenprijsindex en voor 25% uit de index van de bouwkosten. Voor 2022 wordt uitgegaan van een indexering van 2,8%. Wat België tot slot betreft, bedraagt de verwachting een stijging van 5,6%. De contracten die er in april op hun jaarlijkse vervaldag kwamen, werden zelfs met 7% (!) verhoogd.

De nabije toekomst

De evolutie van de huurindexeringen en van de huurhernieuwingen geven ons een zeker comfort voor de nabije toekomst. We mogen hoogstwaarschijnlijk stellen dat de coronaproblemen achter ons liggen. De vraag die zich nu stelt, is wat we mogen verwachten in de volgende maanden (en jaren).

Het management van Eurocommercial Properties heeft 2 belangrijke werven, enerzijds is dat het stabiliseren van de balans, anderzijds is dat het opbouwen van een dividendpolitiek voor de langere termijn. Wat de balans betreft, heeft de groep haar desinvesteringsprogramma van 200 miljoen euro afgerond om de schuldgraad terug onder 40% te brengen. Zo daalde de schuldgraad (IFRS) van 43,3% eind 2018 naar 41,5% eind 2020 om eind maart 2022 te stabiliseren op 37,8%.

Ook wil de groep terugkeren naar een 'normale' dividenduitkerende omgeving. De bedoeling is om 65% tot 85% van het courant resultaat uit te keren in cash en ook om meer particuliere beleggers aan te trekken. In januari zal een voorschotdividend uitgekeerd, het slotdividend volgt dan in juni.

In een volgende fase wil de groep weer selectief gaan groeien, enerzijds door acquisities, anderzijds door uitbreiding van de bestaande winkelcentra. Zo zouden de plannen voor een uitbreiding van het Woluwe Shopping Center al ver gevorderd zijn.

Vergelijking van enkele sectorgenoten in winkelvastgoed

koersen 28 mei 2021	Koers	Beurs- waarde m €	Premie/ discount	Bruto div. rend.	Koers/ courant res.	Schuld- graad	Rendement eigen verm.
Ascencio	52,50	346,3	-11%	7,2%	10,85	47,6%	8,4%
QRF	11,35	83,4	-30%	7,0%	12,34	49,9%	5,8%
Vastned Belgium	31,70	161,0	-31%	6,9%	12,83	25,5%	5,5%
Wereldhave Belgium	53,50	465,0	-32%	7,9%	11,33	27,3%	6,1%
Eurocommercial Prop. (NL)	24,12	1.257,8	-36%	6,2%	11,49	37,8%	5,6%
Wereldhave (NL)	16,04	645,9	-28%	7,2%	10,03	40,3%	7,4%

Bron: Gert De Mesure

Gert De Mesure, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

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



We bespreken de verschillende ratio's en de klasseringen van de individuele bedrijven:

- Premie/discount: Ascencio noteert duidelijk met de laagste discount. De verklaring hiervoor ligt in het hogere rendement op eigen vermogen van Ascencio en dat past perfect bij onze stelling dat 'iets waard is, wat het opbrengt'. De andere groepen hebben een discount van ongeveer 30%.
- Bruto dividendrendement: is geconcentreerd rond 7%. Bij Eurocommercial Properties is dat slechts 6,2% door de lagere pay-out. Bij Wereldhave Belgium ligt de pay-out dan weer hoger (rond 90%), wat het dividendrendement stuwt. Eurocommercial Properties en Wereldhave hebben wel het nadeel dat ze onderworpen zijn aan dubbele roerende voorheffing.
- Koers/courant resultaat: we zien niet onmiddellijk een reden waarom Vastned Belgium een hogere ratio verdient. Feit is wel dat de schuldgraad heel laag ligt en dat een verhoging ervan tot een verbetering van het resultaat kan leiden. Maar daarvoor moeten er eerst projecten op tafel liggen. Die zijn er inderdaad, maar de omvang ervan lijkt ons beperkt. QRF kent ook een hogere ratio koers/courant resultaat, wat kan verklaard worden door het feit dat de joint-ventures, goed voor 15% van de intrinsieke waarde, geen bijdrage leveren. Ze houden niettemin een belangrijk opwaarts waardepotentieel in
- Schuldgraad: hier merken we enkele extremen met aan de ene kant Ascencio en QRF, langs de andere kant zijn dat Vastned Belgium en Wereldhave Belgium. We mogen gewag maken van een correlatie met het rendement op eigen vermogen. Hoe lager de schuldgraad, hoe lager het rendement op eigen vermogen. QRF is hierop de uitzondering, opnieuw ligt de verklaring bij de belangrijke waarde van de joint-ventures die geen courant resultaat bijdragen.
- Rendement op eigen vermogen: is het hoogst bij Ascencio door een combinatie van hoge schuldgraad en een gemiddeld hoger rendement op haar activa. Bij Vastned Belgium en Eurocommercial Properties ligt dat rendement van de activa lager. Bijkomend hebben Vastned Belgium en Wereldhave Belgium een heel lage schuldgraad, wat het rendement op eigen vermogen drukt en dus ook deels de grote discount verklaart.

Uit dit overzichtje een enkel aandeel selecteren is moeilijk. Zo lijkt Ascencio er goed uit te komen, maar het nadeel is de hoge schuldgraad die weinig nieuwe acquisities (en een versnelling van de groei) toelaat. Vastned Belgium en Wereldhave Belgium zijn vandaag minder aantrekkelijk, maar kunnen dat wel worden, mochten ze bepaalde acquisities verrichten. Eurocommercial Properties is dan weer iets aantrekkelijker dan de sectorgenoten door het meer internationale karakter en de geografische spreiding en de sterke onderliggende prestatie van haar winkelcentra. De oplossing ligt bij de aankoop van 2 à 3 aandelen uit dit overzichtje.

Conclusies

Een belangrijke conclusie van onze discussie met de verantwoordelijken van Eurocommercial Properties was dat het bedrijf heel goed geplaatst is voor de nabije toekomst. De huurindexeringen zullen geleidelijk aan doorsijpelen in het resultaat enerzijds, anderzijds blijft de groep genieten van een heel hoge bezettingsgraad. Deze hoge bezettingsgraad is een overduidelijke illustratie van de aantrekkelijkheid van de winkelcentra van de groep en van de juiste keuzes die gemaakt geweest zijn in het verleden.

Gert De Measure, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

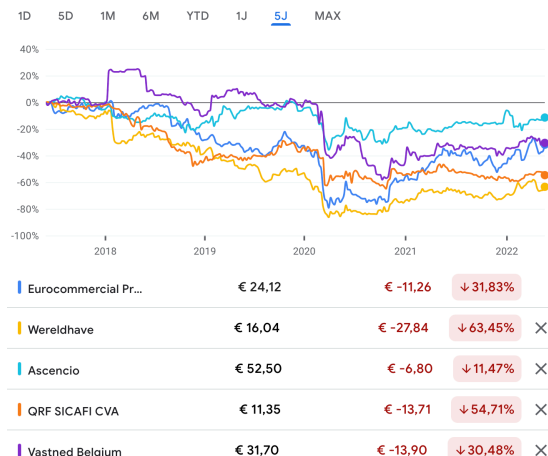
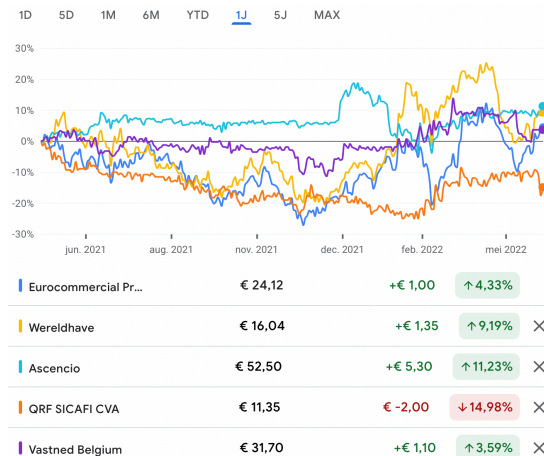
De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De auteur kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van Gert De Measure.



De groep heeft wel als nadeel dat de Belgische particuliere belegger onderworpen is aan een dubbele roerende voorheffing, maar daar tegenover staat een bredere geografische spreiding en een mindere afhankelijkheid van grotere lokale spelers. We zijn tevens van oordeel dat aandelen actief in winkelvegoed het voorwerp kunnen worden van een zekere herwaardering, lees een toename van de waardering, bijvoorbeeld van een vork van een ratio koers/courant resultaat van 10 tot 12 naar een vork van 12 tot 14. Geleidelijk aan zullen beleggers beseffen dat het ergste leed na corona geleden is en dat het risicoprofiel van de sector gedaald is. Door zijn grotere omvang moet Eurocommercial Properties daar sneller kunnen van profiteren dan zijn Belgische sectorgenoten.

Gert De Measure (28 mei 2022, koers Eurocommercial Properties: 24,12 euro)

Grafieken : met prestaties over 1 (links) en over 5 jaar (rechts)



Gert De Measure, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De auteur 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 Gert De Measure.