



Demes

Advices for Growth by **Gert De Mesure**

ANALYSE GWV'S (VASTGOEDBEVAKS)

WERELDHAVE

10 februari 2019

Koers	25,25
Aantal aandelen (m)	40,271
Marktkapitalisatie (m)	1.016,8

Intrins. waarde (dec/18)	43,35
Schuldgraad (dec/18)	37,5%

(in miljoen EUR)	2014	2015	2016	2017	2017A	2018	2019E
Netto huurresultaat	126,794	207,313	230,184	223,419	167,271	166,354	168,400
Groei in %	15,9%	63,5%	11,0%	-2,9%	n.r.	-0,5%	1,2%
Bedrijfsresultaat	102,381	168,988	183,877	176,582	151,759	152,630	154,700
Financieel resultaat	-28,974	-38,972	-31,567	-30,231	-30,245	-32,957	-29,000
Resultaat portefeuille	-42,893	-20,682	-30,506	-64,982	-56,091	-94,513	n.b.
Nettowinst, deel groep	26,898	86,645	100,620	67,690	84,331	-55,634	111,300
Courant resultaat	75,520	121,798	138,760	138,110	138,110	134,131	111,300
Bezettingsgraad	92,5%	93,8%	95,5%	95,5%	95,5%	96,3%	n.b.

	2014	2015	2016	2017	2017A	2018	2019E
Winst per aandeel	0,59	2,35	2,50	1,68	2,09	-1,38	2,76
Courant resultaat	3,03	3,30	3,45	3,43	3,43	3,33	2,76
Bruto dividend	2,87	3,01	3,08	3,08	3,08	2,52	2,52
Intrinsieke waarde (reëel)	52,07	50,05	49,16	47,92	47,92	43,35	n.b.
Premie/discount	9,5%	3,3%	-13,0%	-16,5%	-16,5%	-41,8%	n.b.
Dividendrendement *	5,0%	5,8%	7,2%	7,7%	7,7%	10,0%	10,0%

*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2018 en 2019E de huidige koers

2017A: na eliminatie van bijdrage Fins shopping center voor vergelijkbaarheid

Omschrijving

Wereldhave (Nederland) is een Nederlandse vastgoedgroep die opgericht is geweest in 1930, in 1946 de stap naar de beurs zette en in Europa de eerste REIT (*real estate investment trust*) was. De groep rondde eind 2015 een 3-jarige transformatie af.

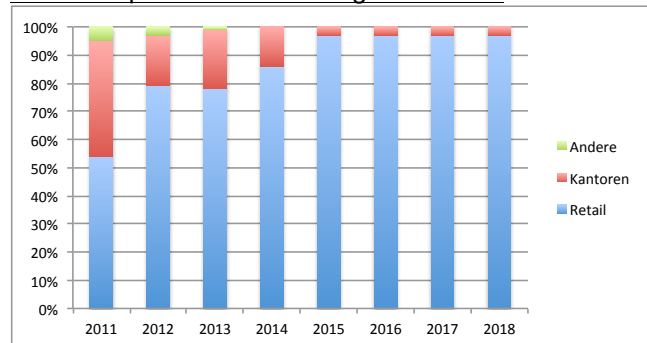


Hierbij werden alle kantoorinvesteringen (in 2011 goed voor 41% van de portefeuille) afgestoten, met uitzondering van de kantoren in België. In 2013 werden de activiteiten in de V.S. en in Groot-Brittannië verkocht, in 2014 en 2015 gingen de Spaanse activa de deur uit. In 2015 werd ook de Franse kantoorportefeuille voor 400 miljoen euro verkocht. Daarnaast kocht het zelf 9 Nederlandse winkelcentra voor 770 miljoen euro van Klépierre. Vandaag bestaat de portefeuille voor 97% uit winkelcentra en voor 3% uit kantoren.

Ter aanvulling geven we nog mee dat Wereldhave 69,41% controleert van Wereldhave Belgium.

De vastgoedportefeuille had eind 2018 een waarde van 3,28 miljard euro. De leegstand kwam uit op 3,9%. Op geografisch vlak bevindt 44% van de portefeuille zich in Nederland (20 winkelcentra), 27% in Frankrijk (6 winkelcentra), 29% in België (8 winkelcentra en enkele kantoren).

Relatieve portefeuilleverdeling sinds 2011



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 fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de zaakvoerder Gert De Mesure.

Resultaten 2018

In het 4^e kwartaal van 2018 verkocht Wereldhave het Finse winkelcomplex. De resultaten van dit complex werden hierdoor op een aparte lijn 'resultaat van beëindigde activiteiten' geplaatst. De huurinkomsten uit de voortgezette activiteiten (NL, B en F) daalden 0,5% tot 166,4 miljoen euro. De verkoop van activa, lagere huren in Frankrijk (nieuwe huurders aan lagere lagere) wogen op de cijfers. De bijdrage van nieuwe acties (uitbreiding, herontwikkelingen,...) waren onvoldoende om die daling te compenseren.

(cijfers in miljoen euro)	FY17	FY18	Δ 17/18
Bruto huurinkomsten	193,801	196,754	1,5%
Netto huurinkomsten	167,271	166,354	-0,5%
Bedrijfsresultaat	151,759	152,630	0,6%
Financieel resultaat	-30,245	-32,957	n.r.
Herwaardering fin. instrumenten	2,869	-2,062	n.r.
Herwaardering portefeuille	-56,091	-94,513	n.r.
Beëindigde activiteiten courant	29,760	28,660	-3,7%
Beëindigde activiteiten herwaardering	-10,863	-100,739	n.r.
Resultaat van de periode	84,331	-55,634	n.r.
Courant resultaat	138,110	134,131	-2,9%
Courant resultaat p/a	3,43	3,33	-2,9%
Intrinsieke waarde EPRA p/a	50,00	43,82	-12,4%
Schuldgraad	40,70%	37,50%	n.r.

De algemene kosten daalden 13% nadat er in 2017 herstructureringsmaatregelen (met kosten) genomen zijn geweest. In 2018 kon dan geprofiteerd worden van de besparingen door die maatregelen. Dankzij die lagere kosten kon het bedrijfsresultaat 0,6% stijgen tot 152,630 miljoen euro.

Het financiële resultaat daarentegen, ging meer dan 2,5 miljoen euro achteruit. Gemiddeld lag de schuld doorheen 2018 hoger dan het jaar voordien door de verschillende investeringen die plaats gevonden hebben. De financiële kost steeg van 1,96% tot 2,08%. De opbrengst van de Finse verkoop werd immers aangewend om relatief goedkope schulden (op kortere termijn) onmiddellijk terug te betalen.

Het courant resultaat daalde 2,9% tot 134,131 miljoen euro, per aandeel was dat 3,33 euro.

De herwaarderingen of het indirect resultaat zoals Wereldhave het noemt, waren negatief ten bedrage van 202,3 miljoen euro. De herwaardering van de financiële indekkingsinstrumenten kwam uit op -2,062 miljoen euro. De herwaardering van het vastgoed bedroeg een hoge -94,5 miljoen euro (-33,8 miljoen euro voor Frankrijk, -59,4 miljoen euro voor Nederland en -1,3 miljoen euro voor België). Daarnaast waren er nog enkele kleinere afwaarderingen.

De lijnen 'beëindigde activiteiten' hadden zoals vermeld betrekking op de Finse winkelactiviteiten die in december 2018 afgestoten werden. Het courant resultaat ervan kwam uit op 28,660 miljoen euro (-3,7%), de herwaardering (in feite het gerealiseerde verlies op de verkoop) bedroeg een hoge -100,739 miljoen euro.

In het totaal kwam het resultaat uit op -55,634 miljoen euro.

In 2018 verrichtte de groep voor 606 miljoen desinvesteringen, waarvan 516 miljoen euro in Finland. Daarnaast werd er voor 73 miljoen euro geïnvesteerd. Voor 2019 heeft de groep 3 projecten in de pijplijn, 2 in Nederland en een in Frankrijk. De totale investeringskost bedraagt 78 miljoen euro, waarvan al 63 miljoen euro besteed is geweest.

Voor 2019 verwacht Wereldhave een courant resultaat tussen 2,75 en 2,85 euro per aandeel. Herberekenen we het courant resultaat van 2018 minus de courante bijdrage van Finland, dan bekomen we een cijfer van 2,62 euro per aandeel. Hierbij moet dan de rentebesparing geteld worden door de opbrengst van de verkoop van het Finse shopping center. Op dit cijfer passen we een lichte huurgroei en een licht stijgend bedrijfsresultaat toe om te komen tot onze schatting van 2,76 euro courant resultaat per aandeel (zie blad 1).

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.

Commentaren per land

In Nederland merkte de groep een voorzichtig herstel, terwijl de huurniveau's stabiel bleven. De gerenoveerde shopping centra profiteerden van een hogere vraag. Op vergelijkbare basis stegen de huurinkomsten er 2%. De bezettingsgraad steeg tot 97,1%

Bezettingsgraad		2017	2018
Winkels	België	94,9%	97,2%
	Nederland	96,5%	97,1%
	Frankrijk	93,2%	94,0%
Kantoren	België	91,7%	90,6%
Groepstotaal		95,3%	96,1%

In België was er een goede vraag naar beschikbare winkelruimte in shopping centra. Wel nemen de onderhandelingen met geïnteresseerde huurders meer tijd in beslag. Op vergelijkbare basis namen de huurinkomsten 0,3% toe. De bezettingsgraad steg tot 97,2%, deels ondersteund door de aankoop van 2 retailparken met een 100% bezetting.

In Frankrijk daalden de huurinkomsten op vergelijkbare met 3,5%. Het is duidelijk dat de licht hogere bezettingsgraad van 93,2% tot 94% gepaard ging met het aantrekken van nieuwe huurders met een lagere huurprijs. Eind 2018 gingen 2 speelgoedwinkelketens over de kop, maar het management maakt zich sterk dat de vrijgekomen ruimte snel nieuwe huurders zal vinden. ze merkt immers een zekere vraag vanwege nieuwe ketens/concepten. Tevens is er vraag naar beschikbare ruimte vanwege minder traditionele huurders zoals co-working spelers en actoren uit de medische wereld.

Conclusie

De cijfers van Wereldhave ontgoochelden in zekere mate wat de afwaarderingen van de vastgoedportefeuille betrof. Ook de minwaarde op de verkoop van het Finse shopping center viel relatief hoog uit. Maar dit is het verleden, de vraag is wat de toekomst zal brengen, om te beginnen met 2019. Een kleine berekening leert dat, los van de Finse desinvestering, het courant resultaat per aandeel in 2019 een zeker herstel zal kennen. Spijtig genoeg focuste de markt hier niet op, de meeste aandacht ging naar het dividend na 2019. Voor 2019 wordt een cijfer van 2,52 euro bruto vooropgesteld. Eerder had Wereldhave een pay-out tussen 75% en 85% vooropgesteld, maar t.o.v. het verwachte resultaat per aandeel tussen 2,75 en 2,85 euro, komt de pay-out voor 2019 uit tussen 88,4% en 91,6%. Zodoende wordt gevreesd dat het dividend in 2020 opnieuw verlaagd zou kunnen worden. Waarschijnlijk zal het bedrijf hierover communiceren bij de volgende kwartaalresultaten om de onduidelijkheid hieromtrent te verklaren. Feit is dat de CEO ontslagnemend is en dat we zullen moeten wachten tot een nieuwe benoeming om zicht te krijgen op de volgende stappen.

Op basis van onze winstschatting komt de ratio koers/courant resultaat uit op slechts 9,1, het bruto dividendrendement bedraagt een onwaarschijnlijke 10%. Ondanks de lage waardering verkiezen we vandaag langs de zijlijn te blijven staan tot er meer duidelijkheid is over enkele strategische kwesties. De bestaande posities moeten zeker behouden blijven.

Gert De Mesure

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.