



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGERS

QRF

22 februari 2020

Koers	16,15
Aantal aandelen (m)	7,153
Marktkapitalisatie (m)	115,5

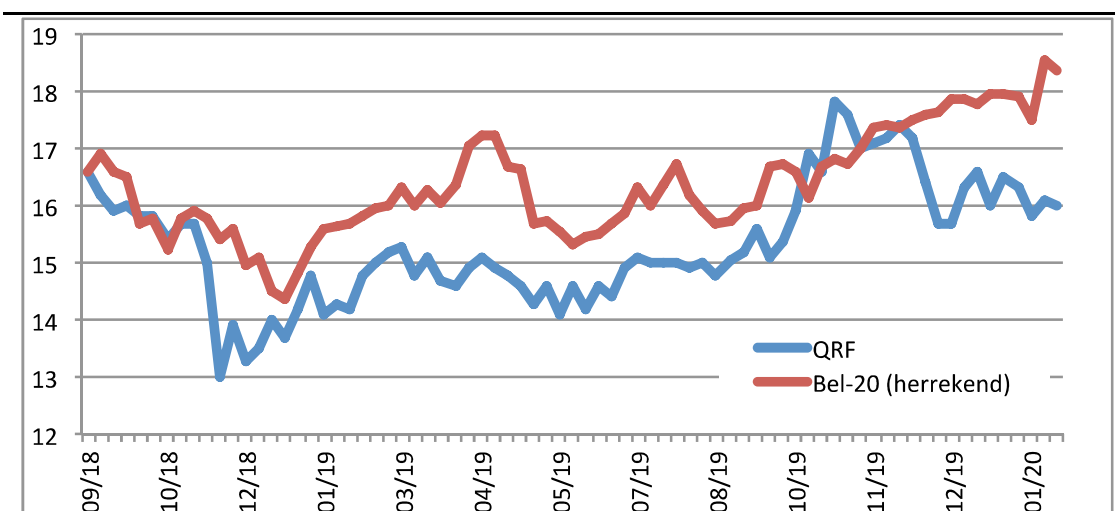
Intrins. waarde (dec/19)	17,90
Schuldgraad (dec/19)	48,7%

(in miljoen EUR)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20E
Huuropbrengsten	8,131	9,305	13,581	14,940	15,529	15,189	14,200
Groei in %	n.r.	14,4%	46,0%	10,0%	3,9%	-2,2%	-6,5%
Bedrijfsresultaat	6,359	7,109	10,526	11,726	11,930	11,853	11,150
Financieel resultaat	-1,730	-1,929	-2,722	-2,952	-3,200	-2,753	-2,400
Portefeuilleresultaat	-1,166	-0,535	0,373	-3,605	-7,100	-28,91	n.b.
Nettowinst	2,904	4,582	7,782	4,766	0,608	-20,48	8,600
Courant resultaat	4,570	5,116	7,409	8,332	8,600	9,043	8,600

	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20E
Winst per aandeel	0,89	1,33	1,67	0,91	0,11	-2,91	1,20
Courant resultaat p/a	1,40	1,49	1,59	1,59	1,52	1,29	1,20
Netto dividend	0,98	0,96	0,94	0,95	0,56	0,56	0,56
Intrinsieke waarde (reëel)	23,13	23,32	23,93	23,78	22,82	17,90	n.b.
Premie/discount	12,4%	15,4%	12,4%	2,5%	-40,0%	-9,8%	n.b.
Dividendrendement	3,8%	3,6%	3,5%	3,9%	4,1%	3,5%	3,5%

*: op basis van koersen op het jaareinde, voor FY19 en FY20E 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 2019 goed voor 87% van de portefeuille. De overige 13% bestaat uit niet-kernwinkels. De bruto-oppervlakte van het vastgoed in portefeuille beslaat 84.054 m², de waarde bedraagt 251,7 miljoen en is verdeeld over een veertigtal sites. 90% bevindt zich in België, 10% in Nederland.

De modesector is met 52% het sterkst vertegenwoordigd in de portefeuille, gevolgd door food (8%, o.a. KFC en Panos), door beautycare (7% met huurders zoals Kruidvat en ICI Paris XL) en sport & vrije tijd (7% met huurders zoals Hema). De grootste huurder is Galeria Inno (11,8% van de huurinkomsten), gevolgd door H&M (9,5% van de huurinkomsten). Kruidvat (5,1%) is de derde grootste;

De familie Vanmoerkerke is de grootste aandeelhouder met een belang van 23,8%, 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 veelevoudig en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

'Reset' in 2019

2019 was een jaar van grote veranderingen voor QRF. Door een tweede inbreng van enkele winkelpanden door de familie Vanmoerkerke in januari 2019 werd deze familie de grootste aandeelhouder van QRF met een belang van 23,8% (was 11,2% voordien). Ook werd het management dooreengeschud met het aantreden van een nieuwe CEO en een nieuwe CFO. Dat nieuwe management pakte heel snel de verschillende uitdagingen in de vastgoedportefeuille aan. Dit resulteerde in een globaal akkoord met huurder H&M (en opschorting van de rechtszaken), in de verkoop van 14 niet-kernlocaties en in de creatie van 2 joint-ventures.

Met H&M kwam het tot een akkoord dat de huurprijs in de drie winkels (Ukkel, Sint-Truiden en Aalst) met een zeker bedrag verlaagd zal worden, in Hasselt zal H&M de winkel verlaten in april van dit jaar, in mei verwelkomt QRF er dan de groep The Sting/Costes.

De verkoop van die 14 gebouwen levert QRF 21,28 miljoen euro cash op en ging gepaard met een beperkte minwaarde van 0,6% op de reële waarde.

De 2 te creëren joint-ventures hebben betrekking op het Century Center te Antwerpen en op de site aan de Bondgenotenlaan in Leuven. Ze hebben een waarde van 45,6 miljoen euro en zijn goed voor 18,1% van de huurinkomsten van de GVV. In de 2 joint-ventures (een op te richten eind 2020, de andere begin 2021) zal QRF telkens 30% aanhouden en zal ze in totaal 20,34 miljoen euro cash ontvangen. De waarde van de joint-ventures in de boeken van QRF zal dan uitkomen op 24,66 miljoen euro. Dit impliceert dat de courante resultaten van QRF in 2021 een serieuze knauw zullen krijgen, als de cashopbrengst niet onmiddellijk herbelegd wordt. Op termijn zal QRF wel dat verlies aan huurinkomsten compenseren via een winst op de herontwikkeling van beide sites. Technisch gezien zullen de 2 joint-ventures niet bijdragen tot het courant resultaat omdat QRF geen controle heeft met zijn minderheidsbelangen van 30%. In Leuven is de bouw van 110 studentenwoningen gepland die individueel verkocht zullen worden.

Resultaten 2019

De huuropbrengsten vielen in 2019 licht terug (-2,2%) door de combinatie van de inbreng in natura (9 panden) in het begin van het jaar en door de 14 verkopen. Op vergelijkbare basis was er een daling van -4,6% door de huurprijstoezegging aan H&M, zonder H&M was er een stijging van 1,1%. Het bedrijfsresultaat viel slechts 0,6% terug door bepaalde kostenbesparingen.

(in miljoen euro)	2018	2019	Δ18/19
Huuropbrengsten	15,529	15,189	-2,2%
Bedrijfsresultaat	11,930	11,853	-0,6%
Financieel resultaat	-3,109	-2,753	n.r.
Belastingen	-0,145	0,207	n.r.
Courant of EPRA resultaat	8,599	9,043	5,2%
Courant resultaat p/a	1,52	1,29	-15,3%
Herwaardering portefeuille	-7,100	-28,906	n.r.
Netto resultaat	0,608	-20,478	n.r.
Intrinsieke waarde p/a	22,82	17,90	-21,6%

Het financiële resultaat verbeterde, deels door een lagere schuld en door een verdere daling van de financiële kost van 1,90% naar 1,87%. De belastingen waren positief door een rechtzetting in Nederland. Het courant resultaat kwam uit op 9,043 miljoen euro, een stijging van 5,2%. Per aandeel is er een daling van 15,3% tot 1,29 euro door een toename van het aantal uitstaande aandelen, vooral door de inbreng in natura begin 2019.

Bij de niet-cashkosten viel de sterk negatieve herwaardering van de vastgoedportefeuille op, voor een bedrag van -28,906 miljoen euro. Het gros werd al in de eerste jaarhelft geboekt. Op de financiële indekkingsinstrumenten was er een afwaardering van -0,892 miljoen euro, een gevolg van de lage rente.

Door de belangrijke afwaarderingen was er een netto verlies van -20,478 miljoen euro en dit verklaart de belangrijke daling van de intrinsieke waarde per aandeel.

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 veelevoudig en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Conference call met management

Van de conference call van analisten met het management onthouden we de volgende elementen:

- Vervallende huurcontracten in 2020: contracten die voor eind augustus 2020 vervielen, werden al vernieuwd aan dezelfde voorwaarden. Voor een buitenstedelijke winkel waarvan de huurder vertrok, werd al een nieuwe huurder aan een hogere huurprijs aangetrokken. Niet onbelangrijk is dat het management gewag maakt van de eerste tekenen van herstel.
- Op vergelijkbare basis, dus zonder de verkopen en zonder H&M, namen de huurinkomsten 1,1% toe in 2019. Het gaat vooral om indexering
- Door de verschillende verkopen daalde de schuldgraad naar 45%. Voor de inbreng van twee projecten (Antwerpen/Leuven) zal QRF ook nog een deel cash ontvangen, wat de GVV een zekere financiële flexibiliteit bezorgd voor eventuele acquisities
- Het management bekeek in 2019 16 verschillende aankoopdossiers, maar geen enkele werd afgerond omwille van de te hoge prijs.
- Het technische beheer van de vastgoedportefeuille werd verricht door Quares. Omdat het nieuwe management dat beheer zelf wil gaan opnemen, moest een verbrekingsvergoeding van 137.000 euro betaald worden aan Quares voor het voortijdig verbreken van het contract. Door het zelf te doen, plant QRF een besparing op die kosten van 40% te realiseren. Het contract met Quares was berekend op een percentage van de waarde van de activa, in de plaats heeft QRF een eigen specialist aangeworven.
- In 2020 en ook in 2021 zal een lager courant resultaat per aandeel geboekt worden, maar zeker hoger dan het bedrag van het dividend, met name 0,80 euro bruto.

Conclusie

Door de ingrepen van het management werd het risicogehalte van de vastgoedportefeuille sterk beperkt, zodat we in de volgende 12 maanden in principe niet geconfronteerd zullen worden met onverwachte negatieve berichten die de koers opnieuw onder druk zouden kunnen zetten. Enig opwaarts potentieel zou er eventueel kunnen komen bij nieuwe acquisities, maar we denken dat dit in het huidige klimaat minder aan de orde is.

Op basis van onze winstschattingen komt de ratio koers/courant resultaat voor 2020 uit op 13,5. Het netto dividendrendement is 3,5%, de discount tegenover de intrinsieke waarde bedraagt 10%. Bij deze ratio's denken we dat de koers relatief stabiel zal blijven in de volgende maanden. We herhalen dat het neerwaarts risico op basis van de informatie van vandaag relatief beperkt is, zodat het aandeel in de volgende weken eventuele dividendjagers zou kunnen aantrekken.

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 veelevoudig en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.