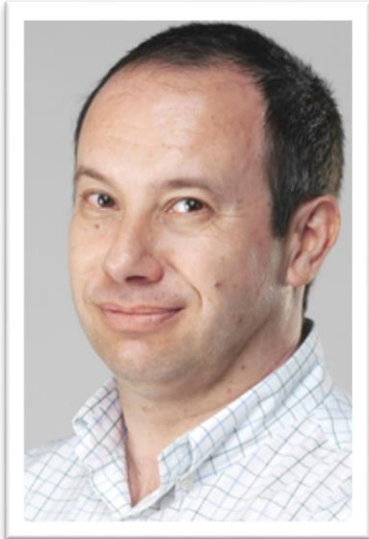


Onroerend goed en beleggen: do's en don'ts



Gert De Measure, BVBA DEMES

De Belgische residentiële vastgoedmarkt blijft hoge toppen scheren. Het streven naar een eigen woning zorgt voor een constante vraag naar woningen, de aangroei van de Belgische bevolking versterkt die vraag. Door de lage rente ontwikkelde zich een bijkomende vraag naar residentieel vastgoed als beleggingsobject. Of woningen vandaag hierdoor te duur zijn, dat laten we in het midden. We weten wel dat beleggen in vastgoed diverse voordelen heeft zoals een stabiele inkomstenstroom, een bescherming tegen inflatie, een hogere opbrengst dan het klassieke spaarboekje, terwijl het een mindere correlatie vertoont met andere activaklassen zoals aandelen en obligaties.

Beleggen in vastgoed heeft ook nadelen. Het is minder liquide (het verkoopproces neemt meerdere weken in beslag), er zijn belangrijke transactiekosten, de instapdrempel ligt hoog en het risico is geconcentreerd in een actief.

Beleggen in vastgoed via een beursgenoteerd fonds kan een alternatief bieden. We denken hierbij aan de GVV, of de gereglementeerde vastgoedvennootschap, vroeger beter bekend als de vastgoedbevak. De GVV geniet een gunstig fiscaal statuut en heeft diverse voordelen zoals een aantrekkelijk dividendrendement, een brede risicospreiding (over een groot aantal huurders, geografisch en tussen vastgoedsegmenten), een goede liquiditeit (kan op elk moment verkocht worden) en een heel professioneel beheer.



Real estate and investing: do's and don'ts¹

The Belgian housing market continues to benefit from sound demand fundamentals, thanks to low interest rates and population growth. While focusing on the advantages, people tend to dismiss a number of disadvantages. Listed real estate funds can offer an alternative.

The Brussels Stock Market lists 17 B-REITs (real estate investment trust) with a total market capitalisation of 11,6 billion euro, that offer investors an attractive dividend yield, a well spread and diversified portfolio, a low volatility of the results and a very professional management. When it comes to the valuations of these REITs, we consider the net asset value (NAV) only as a minimal value (liquidation value) and not as a maximum. Debt leverage can increase the return on equity and can thus lead to a value above the NAV. A regression analysis reflects the relation between the return on equity and the premiums/discounts versus the NAV.

In our analysis we also introduce equity concepts like the price/earnings ratio. The dividend yield is also useful, although the pay-out ratio among the REITs can vary (from 80% to 100%). Unfortunately, B-REITs are also exposed to risks. The two main risks are market-related, on the one hand there is the correlation with the stock market, on the other hand there is the inverse correlation with long-term bond yields. The fact is that once real estate is listed, it is not anymore real estate, but a financial product.

Van REIT naar GVV

Het idee van een fonds in vastgoed ontstond in 1960 in de V.S. met de introductie van de Real Estate Investment Trust of REIT en was geënt op de bestaande 'mutual funds' of beleggingsfondsen in aandelen en obligaties. De REIT betaalt geen vennootschapsbelasting, moet in vastgoed (onder alle mogelijke vormen) beleggen, en moet 90% van de inkomsten als dividend uitkeren. Het Amerikaanse REIT-statuuat voorziet wel niet in een schuldbeperking. Vandaag zijn er 36 landen wereldwijd die een gunstig REIT-statuuat hebben, België was er relatief vroeg bij met haar vastgoedbevakstatuuat in 1995, aangepast in 2014 tot GVV.

De belangrijkste voorwaarden waaraan een GVV moet voldoen, zijn: een beursnotering, actief zijn in vastgoed (hele waardeketen), schuldgraad beperkt tot 65%, schatting van de portefeuille om de 3 maand, maximaal 20% van portefeuille mag belegd zijn in een gebouw of afkomstig zijn van een enkele huurder, uitkering van 80% van het courante resultaat en 30% van de aandelen moet vrij verhandelbaar zijn.

¹ (Presentation Belgian Financial Forum West-Vlaanderen November 2017).

De Belgische GVV's

Op Euronext Brussel noteren er vandaag 17 GVV's met een totale beurswaarde van 11,6 miljard euro. In de bijgevoegde tabel geven we een overzicht met de koersprestaties en enkele ratio's. In de andere 2 tabellen bevindt zich de relatieve verdeling van de portefeuilles van die 17 GVV's op geografisch vlak, alsook op basis van het vastgoedsegment.

Tabel: overzicht van de Belgische GVV's

(koersen 26 maart 2018)	Koers	Beurs- waarde**	sinds		NAV	premie/disc.(-)	netto dividend*	netto dividend rendement**	schuld%
			30/12/15	30/12/16					
Aedifica	73,90	1.328,4	22,0%	4,0%	49,55	49,1%	2,13	2,9%	44,70%
Ascencio	52,20	339,2	-12,6%	-16,7%	54,92	-5,0%	2,31	4,4%	41,20%
Befimmo	51,90	1.327,6	-5,6%	-2,7%	56,63	-8,4%	2,42	4,7%	39,61%
Care Property Invest	18,85	364,2	24,0%	-7,8%	11,29	67,0%	0,58	3,1%	35,39%
Cofinimmo	103,70	2.109,8	5,4%	-4,6%	89,31	16,1%	3,85	3,7%	43,80%
Home Invest B.	86,60	276,3	-6,5%	-8,6%	65,98	31,3%	3,15	3,6%	51,80%
Immo Moury	48,60	22,5	-7,4%	-12,8%	48,37	0,5%	1,61	3,3%	18,50%
Intervest Offices	22,80	419,6	-6,4%	-4,6%	19,52	16,8%	0,98	4,3%	44,60%
Leasinvest RE	96,60	477,1	3,8%	-8,4%	77,40	24,8%	3,50	3,6%	57,14%
Montea	44,40	515,5	13,3%	-4,2%	28,67	54,9%	1,52	3,4%	51,90%
QRF	22,80	117,0	-15,3%	-15,2%	23,78	-4,1%	0,95	4,1%	52,69%
Retail Estates	72,50	680,2	-8,2%	-3,6%	57,93	25,2%	2,52	3,5%	58,80%
VastNed Retail Belgium	56,60	287,4	1,1%	5,1%	54,05	4,7%	1,83	3,2%	27,00%
Warehouses Estates	54,00	171,0	-12,3%	-16,0%	48,61	11,1%	2,42	4,5%	39,27%
WDP	100,40	2.152,6	23,6%	18,3%	56,30	78,3%	3,15	3,1%	53,10%
Wereldhave Belgium	94,80	657,8	-13,8%	-12,0%	89,25	6,2%	3,57	3,8%	29,00%
Xior	37,40	323,4	40,1%	4,9%	27,47	36,1%	0,84	2,2%	53,62%

*: na 30% R.V., vanaf 2017 15% voor Aedifica en CPI

** : in miljoen euro

Tabel: geografische verdeling van de portefeuille van de Belgische GVV's

(situatie eind 2017)	B	F	NL	Lux	D	andere
Aedifica	73%		11%		16%	
Ascencio	62%	33%				5%
Befimmo	96%			4%		
Care Property Invest	100%					
Cofinimmo	72%	15%	9%		4%	
Home Invest B.	88%		12%			
Immo Moury	100%					
Intervest Offices	96%		4%			
Leasinvest RE	39%			50%		11%
Montea	55%	14%	31%			
QRF	90%		10%			
Retail Estates	80%		20%			
VastNed Retail Belgium	100%					
Warehouses Estates	100%					
WDP	40%	5%	50%			5%
Wereldhave Belgium	100%					
Xior	41%		59%			

Tabel: verdeling van de portefeuille van de Belgische GVV's naar vastgoedsegmenten

(situatie eind 2017)	KA	RE	RU	LOG	WI	STU	Andere
Aedifica		12%	83%				5%
Ascencio					100%		
Befimmo	100%						
Care Property Invest			100%				
Cofinimmo	38%		45%				17%
Home Invest B.	3%	85%	1%		11%		
Immo Moury	27%	23%		16%	18%		16%
Intervest Offices	46%			54%			
Leasinvest RE	42%			6%	52%		
Montea				100%			
QRF					100%		
Retail Estates					100%		
VastNed Retail Belgium					100%		
Warehouses Estates	14%			22%	62%		2%
WDP				100%			
Wereldhave Belgium	15%				85%		
Xior	1%				4%	93%	2%

KA = kantoren, RE = residentieel, RU = rusthuizen, LOG = logistiek, WI = winkelvastgoed, STU = studentenkamers

Waardering en schuldhefboom

Voor de meeste waarnemers is de intrinsieke waarde van een GVV of een REIT de ideale waarderingsparameter. De intrinsieke waarde is de som van de individuele gebouwen, waar de netto financiële schuld van afgetrokken wordt. Voor ons is die intrinsieke waarde echter de minimale en zeker niet de maximale waarde. Bij vereffening rest de intrinsieke waarde (minus eventuele kosten), maar bij continuïteit dient ook rekening gehouden te worden met de impact van de schuldhefboom. Een klein rekenvoorbeeldje maakt dit duidelijk. We vertrekken van een GVV met een eigen vermogen en dus intrinsieke waarde van 100. Die 100 wordt geïnvesteerd in een vastgoedactief met een rendement van 5%. Uitgaande van een bedrijfsmarge van 85%, is er een resultaat van 4,25 (geen belastingen en geen financiële kosten). Diezelfde GVV met eigen vermogen 100 laten we 100 lenen, waarmee een ander actief met rendement van 5% gekocht wordt. Het bedrijfsresultaat bedraagt nu 8,5 ($200 \times 5\% \times 85\%$), waarvan we nog de financiële kosten van 2 (2% rente op 100) aftrekken. Aldus bekomen we 6,5. De schuldgraad in dit tweede geval bedraagt 50% (100 op een balans van 200). M.a.w. een GVV met een schuldgraad van 50% kan een rendement op eigen vermogen realiseren van 6,5%, tegenover slechts 4,25% voor een GVV zonder schulden. We herhalen dat beide GVV's een eigen vermogen of intrinsieke waarde van 100 hebben! Het leidt geen twijfel dat de tweede GVV een hogere waardering zal hebben dan de eerste en dit verklaart de hoge premies waartegen enkele GVV's op de beurs noteren.

In de hierbij gevoegde tabel lijsten we de Belgische GVV's op in volgorde van het rendement op eigen vermogen (ROE). We merken een zekere correlatie tussen dat rendement op eigen vermogen en de premie waartegen de GVV's noteren. Er zijn natuurlijk uitzonderingen, zoals Aedifica en Xior die een laag rendement op eigen vermogen hebben en met een hoge premie noteren, sommige GVV's noteren met een discount, terwijl dat minder gerechtvaardigd is door hun relatief aantrekkelijk rendement op eigen vermogen.

	ROE	premie
WDP	10,7%	78,3%
Montea	9,5%	54,9%
Retail Estates	8,3%	25,2%
Intervest Offices	8,1%	16,8%
Ascencio	7,6%	-5,0%
Leasinvest RE	7,3%	24,8%
Cofinimmo	7,3%	15,3%
Home Invest B.	7,2%	31,3%
Warehouses Estates	7,1%	11,1%
QRF	6,5%	-4,1%
Befimmo	6,4%	-8,4%
Wereldhave Belg.	6,4%	6,2%
Aedifica	6,4%	49,1%
Immo Moury	6,0%	0,5%
Xior	5,1%	36,1%
Vastned Retail Belgium	4,9%	4,7%

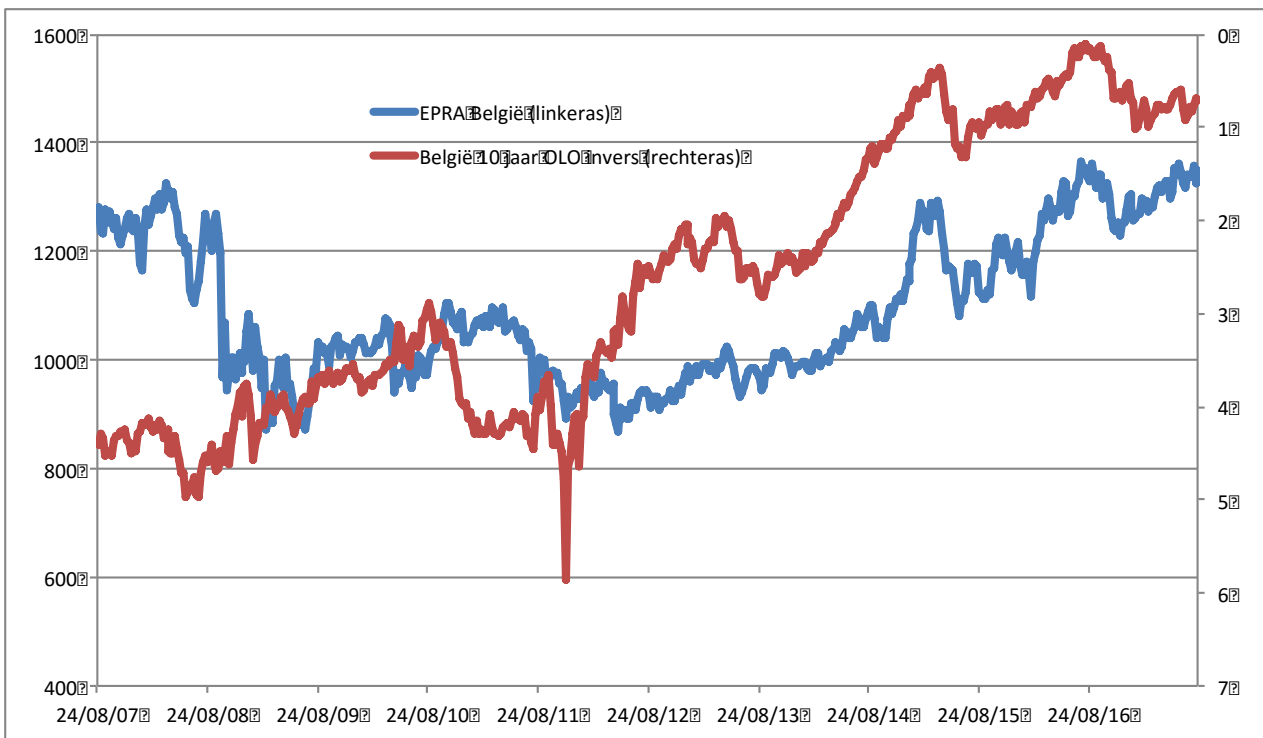
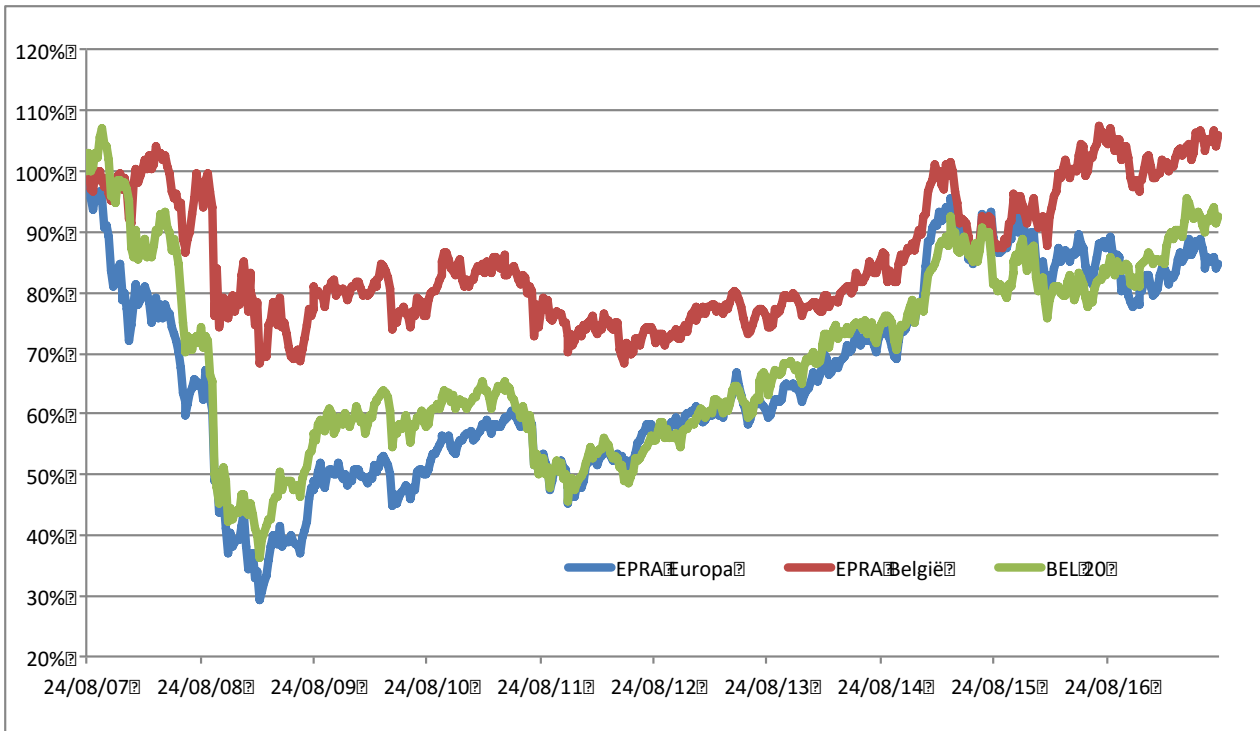
De intrinsieke waarde is een interessante indicator om de waarde van een GVV te beoordelen, maar biedt ons geen informatie over het resultaat. Om daaraan te verhelpen gebruiken we een klassieke ratio uit de aandelenmarkten, met name de koers/winstverhouding. Als winst gebruiken we voor de GVV's het courant resultaat, d.i. de nettowinst gecorrigeerd voor de niet-kaselementen zoals de herwaardering van het vastgoed en van de financiële indekkingsinstrumenten. Het resultaat van die oefening hebben we in een tabel samengebracht. Eind maart kwam de gemiddelde koers/courant resultaat ratio van de Belgische GVV's uit op 17,6, medio 2017 was dat nog 18,8. Tussen de bedrijven onderling merken we belangrijke verschillen in de ratio koers/courant resultaat. Het zal niemand verbazen dat de mindere aantrekkelijkheid van de Brusselse kantorenmarkt zich reflecteert in de waardering van Befimmo, terwijl Aedifica profiteert van het positieve sentiment m.b.t. zorgvastgoed. Verder nog te verrichten onderzoek zal zeker verklaren dat de kortere levensduur van kantoren tegenover bijvoorbeeld logistiek en zorgvastgoed ook een rol speelt bij de waardering van de GVV's onderling. In de tabel hebben we eveneens een overzicht geplaatst van het brutodividendrendement van elke GVV. Het gemiddelde van de sector bedraagt 5,13% en houdt een meer dan aantrekkelijke premie in tegenover het OLO-rendement op 10 jaar van 0,74% vandaag. Ook hier dient een nuance gemaakt te worden, met name dat sommige GVV's een hoge pay-out hanteren (bv. Vastned Retail Belgium 100%), sommigen hanteren het wettelijke minimum van 80% zoals WDP. Het voordeel van een lage pay-out bestaat erin dat de niet-uitgekeerde winst herbelegd kan worden en als dusdanig het groeiprofiel van de GVV verbetert.

Kort geven we nog mee dat de groei van het courant resultaat en dus van het dividend een van de determinerende factoren is voor stijgende beurskoersen. Als voorbeeld halen we met plezier WDP en Home Invest Belgium aan.

koersen 26 maart 2018	Koers	Brutodividendrendement		Koers/courant res.	
		2017	2018E	2017	2018E
Aedifica	73,90	3,04%	3,38%	23,46	23,31
Ascencio	52,20	6,32%	6,44%	12,92	12,55
Befimmo	51,9	6,65%	6,65%	13,88	14,26
Care Property Invest	18,85	3,61%	3,82%	25,51	24,17
Cofinimmo	103,00	5,34%	5,34%	15,77	15,75
Home Invest B.	86,60	5,08%	5,17%	18,62	18,23
Immo Moury	48,60	4,73%	4,73%	16,88	16,88
Intervest Offices	22,80	6,14%	6,14%	14,43	14,34
Leasinvest RE	96,60	5,18%	5,23%	17,34	17,01
Montea	44,40	4,89%	5,05%	17,21	16,38
QRF	22,80	5,92%	5,92%	14,34	14,81
Retail Estates	72,50	4,69%	4,97%	16,51	15,10
Vastned Retail Belgium	56,6	4,63%	4,63%	21,60	21,36
Warehouses Estates	54	6,37%	6,37%	15,65	15,65
WDP	100,40	4,48%	4,78%	17,93	16,73
Wereldhave Belg.	94,80	5,38%	5,40%	16,69	16,57
Xior	37,40	3,21%	3,21%	n.b.	26,71
Gemiddelde			5,13%		17,64

Risico's

Een aantrekkelijk dividendrendement, een professioneel beheer en een lage volatiliteit van de resultaten zijn ongetwijfeld de sterke troeven van de GVV's. Spijtig genoeg zijn er ook risico's en die hebben voor een belangrijk deel te maken met het beursgenoteerd karakter van de GVV's. Door die beursnotering is het vastgoed immers tot een financieel product geworden en ondergaat het ook de volatiliteit van de financiële markten. We merken twee belangrijke evoluties. Enerzijds is er een correlatie tussen de evolutie van de aandelenbeurzen en de GVV's. Anderzijds merken we in het verleden ook een sterke correlatie tussen de prestatie van de GVV's (EPRA België index) en de inverse evolutie van het OLO-rendement op 10 jaar. De twee grafieken illustreren dit. De linkse grafiek toont de correlatie tijdens de financiële crisis van 2008, waarbij de GVV's (EPRA België) meegezogen werden door de daling van de Bel-20 tot in de loop van 2009. Toen begonnen de koersen van de GVV's steun te krijgen van de dalende rente op lange termijn, wat tot uiting komt in de rechtse grafiek. Dat de GVV's het in de tweede helft van 2017 minder goed deden, terwijl de aandelenbeurzen relatief goed presteerden, mag toegeschreven worden aan de geleidelijke stijging van de langetermijnrente in de eurozone.





Samengevat

GVV's zijn een relatief aantrekkelijk beleggingsinstrument die zeker een plaatsje verdienen in elke breed gespreide beleggingsportefeuille en dit dankzij het aantrekkelijke dividendrendement, het defensief karakter van de onderliggende activiteiten en het heel professionele beheer. Natuurlijk moet de belegger rekening houden met de hierboven beschreven risicofactoren. Tot slot verwijzen we naar onze website www.gertdemesure.be, waar we regelmatig analyses publiceren over de GVV's.