

Gereguleerde Vastgoed Vennootschappen (België)

Analyse van de sector

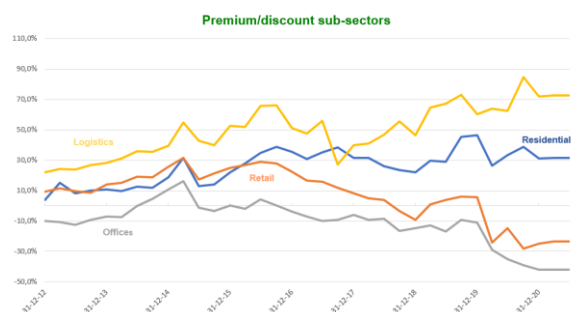
De waardering van de sector is nog steeds laag ...

In maart 2020, was de waardering van de Belgische GVV's bij de start van de eerste lock-down, gedaald tot het laagste niveau sinds 2012. We zagen toen een duidelijk koopsignaal via onze "top-down"-methode, welke ons toelaat om ons een mening te vormen over welke richting de waardering van de sector kan uitgaan. Deze methode bestaat er in om per kwartaal de gemiddelde premie (niet-gewogen – blauwe lijn op pagina 3) ten opzichte van de EPRA NAV van de Belgische GVV's te vergelijken met het 5-jaars gemiddelde (donkerbruine lijn). EPRA NAV = Intrinsieke waarde berekend volgens de methodologie van de European Public Real Estate Association.

De Belgische GVV's noteerden toen aan een gemiddelde premie die meer dan twee keer de standaardafwijking onder het 5-jaars gemiddelde lag. Dit betekent dat statistisch gesproken er c. 95% kans was dat de koersen van de GVV's in de daarop volgende weken of maanden, hogere niveaus zouden opzoeken en er slechts 5% kans was dat we nog verder konden dalen.

We zijn inmiddels een jaartje verder en kunnen de balans opmaken van wat toen het meest waarschijnlijke statistische scenario was. Vanuit het dieptepunt op 18 maart 2020, kwam er inderdaad een herstel, doch voor sommige GVV's viel deze al stil tegen het einde van de maand maart. In november kwam er nog een tweede rally toen Pfizer en BioNTech zeer mooie studieresultaten aankondigden voor een potentieel Covid-19-vaccin. Niet veel later volgde Moderna met de aankondiging dat ze nog betere resultaten realiseerde.

Op het einde van 2020, noteerden de Belgische GVV's gemiddeld nog 12,8% lager dan in het begin van het jaar. Wanneer we de total return, inclusief dividenden, vergelijken met de prijsniveaus op 18 maart 2020, staan we vandaag echter 28,1% hoger. Het gemiddeld herstel was dus vrij stevig, doch er waren wel grote verschillen tussen de subsectoren.



... en de correlatie met de LT-rente is afgenomen

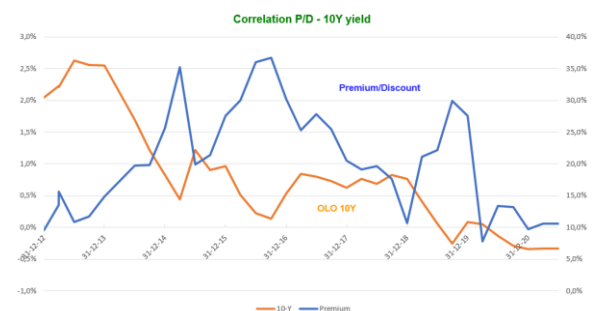
Wanneer we per kwartaal de gemiddelde premie (niet-gewogen – blauwe lijn) van de GVV's afzetten tegen de Belgische rente op 10 jaar (bruine lijn), stellen we vast dat er in het verleden een bijna perfecte negatieve correlatie bestond tussen beide. M.a.w. wanneer de lange-termijnrente daalde, steeg de gemiddelde premie en vice versa. Dit betekent dat wie vandaag kan voorspellen hoe de lange-termijnrente zal evolueren in de komende 12 maanden, die kan eveneens een goede schatting maken van hoe de waardering van Belgische GVV's zou kunnen evolueren in de volgende maanden.

Toch zijn er twee elementen die deze stelling ondermijnen:

1 / De laatste scherpe daling van de blauwe lijn sinds het eerste kwartaal van 2020 (eerste lock-down), wordt voor een stuk verklaard door het ineensklappen van de kleine minder liquide retail GVV's. Door met een niet-gewogen gemiddelde te werken, krijgen deze GVV's een zwaarder gewicht. In realiteit zal de gemiddelde premie van de sector dus hoger liggen, indien we rekening houden met de marktkapitalisatie van de GVV's. Dit is dus een model-gerelateerde imperfectie.

2 / Sinds eind juni 2020, is het herstel van de Belgische GVV's reeds gestopt, terwijl de LT-rente nog een kwartaal langer is blijven dalen. De "perfecte" negatieve correlatie die in het verleden bestond, is dus door de markt voor een stuk losgelaten. Dit kan deels verklaard worden door de jarenlange quantitative easing, die de rente kunstmatig laag houdt. Een andere meer waarschijnlijke verklaring is dat sinds het uitbreken van de Covid-19 pandemie, er "andere krachten" aan het werk zijn die de waardering van de sector verklaren.

Als conclusie kan men stellen dat de relatie tussen de gemiddelde premie van de GVV's en de lange-termijnrente aan belang heeft ingeboet. Dit betekent dat ons kwantitatief model (cijfers en grafieken) nog steeds interessante informatie oplevert. De conclusies die eraan gekoppeld worden, zijn echter voor een stuk minder betrouwbaar geworden.



De “andere krachten” die aan het werk zijn

Tijdens de eerste lock-down bestond de terechte vrees dat huurders zouden vragen om gedurende een bepaalde periode kwijtschelding van huur te krijgen. Dit is ook gebeurd en meestal op een onderhandelde basis. De gepubliceerde resultaten na 9 maanden tonen dat de impact voor de meeste GVV's wel meeviel. Tijdens de tweede lock-down zullen er waarschijnlijk andermaal huurkortingen toegekend zijn, doch vermits die bij de meeste GVV's gespreid worden over twee boekjaren (2020 en 2021) vermoeden we dat de impact zal meevallen.

De meeste GVV's hebben dan ook de betrachting om het dividend van 2020 te handhaven op het niveau van 2019, al zal dat niet bij iedereen lukken.

In België werden er in 2019 10.598 bedrijven failliet verklaard. In 2020 bedroeg het cumulatief cijfer per einde november slechts 6.714. Deze merkwaardige evolutie wordt verklaard door de steunmaatregelen voor Covid-19 die werden uitgevaardigd door zowel het Federale, Gewestelijke en lokale niveau. Belangrijker is echter dat er twee keer een moratorium over faillissementen was. De eerste liep tot 18 mei 2020. Het tweede moratorium startte op 6 november 2020 en loopt nog tot 31 januari 2021. Bedenk ook dat de RSZ (de grootste aanvrager van faillissementen) bij stilzwijgende overeenkomst momenteel geen meldingen doet. Dit betekent dat we in 2021 waarschijnlijk een inhaalbeweging zullen krijgen in het aantal faillissementen van bedrijven.

In Nederland duikt er nog een ander fenomeen op. Banken weigeren steeds vaker om hypothecaire leningen van commerciële panden te hernieuwen of toe te kennen, omdat ze het risico te hoog vinden. Dit betekent dat niet alleen huurders van commerciële panden in problemen kunnen geraken doch ook de eigenaars die hun panden met schuld hebben gefinancierd.

De combinatie van voorgaande, kan een verlies aan huurinkomsten veroorzaken of het failliet uitlokken van huurders en eigenaars. Dit kan leiden tot lagere marktwaarderingen en afwaarderingen van de waarde van panden, zelfs als de GVV zelf geen enkel financieringsprobleem heeft. Bij een gelijkblijvende nominale schuld, betekent dit dat de schuldgraad stijgt, waardoor bankcovenanten niet meer gerespecteerd worden, of in extreme gevallen ook de maximale schuldgraad van GVV's (65%) wordt overschreden.

Bedrijven kunnen dit oplossen door aan schuldafbouw te doen via kapitaalverhogingen (doch de koersen van de meeste GVV's noteren onder de boekwaarde) of door activa te verkopen aan bradeerprijzen, gegeven de marktomgeving. Wanneer opbrengsten van desinvesteringen gebruikt worden om schuld af te bouwen, mag de dividendverplichting (80% distributieverplichting van GVV-wetgeving) evenredig gereduceerd worden.

Over thuiswerken is de voorbije maanden al veel gezegd en geschreven. Deze vorm van werken is een “blijvertje” en zal er waarschijnlijk toe leiden dat veel bedrijven hun behoefte aan kantooroppervlakte zullen herbekijken. Dit kan de huurprijzen onder druk zetten en zal vermoedelijk zwaarder wegen bij oudere panden dan bij recent gebouwde of gerenoveerde panden.

Het effect zal echter waarschijnlijk met enige vertraging komen omdat in België meestal met lange-termijncontracten wordt gewerkt en de huur (zonder indexatie) pas herzien wordt bij de eerste vervalddag. Deze herziening zou dan wel groter kunnen uitvallen doordat door de automatische indexatie van contracten veel panden verhuurd worden aan huren die boven de marktprijs liggen. Men spreekt dan van negatieve reversie.

Het stilleggen van de economische activiteit, impliceert dat lopende investeringsprojecten vertragingen kunnen oplopen. Dit heeft een belangrijke impact op bedrijven die grote lopende projecten hebben (Vb. ZIN bij Befimmo) of nog projecten moeten opstarten.

Tot slot is de Covid-19 pandemie niet noodzakelijk negatief voor iedereen. De sterk groeiende internethandel doet de vraag naar, al dan niet tijdelijke, opslagcapaciteit sterk toenemen, vooral in de gouden driehoek Brussel-Gent-Antwerpen. Bovendien trekken de huurprijzen aan alsook de grondprijzen. De 3 genoteerde logistieke GVV's kunnen hierop inspelen met de grondreserves die ze de voorbije jaren hebben opgebouwd.

Conclusie

De huidige waardering van de Belgische GVV's blijft historisch laag, waardoor ze nog steeds koopwaardig zijn. Onwille van de “andere krachten” die aan het werk zijn, is stock picking zeer belangrijk. Bij de residentiële GVV's kiezen we voor Aedifica en Care Property Invest. Bij de logistieke GVV's gaat onze voorkeur uit naar Intervest Offices & Warehouses en Montea. Vanuit diversificatiestandpunt kan Retail Estates ons nog bekoren bij de retail GVV's, doch we zouden het aandeel eerder oppikken bij koerszwakte. Befimmo heeft een heel lage waardering doch ook een grote behoefte aan financiering voor zijn projecten. Het geboden dividendrendement is interessant, doch er bestaat het risico dat het aandeel als een goed renderende “value trap” ter plaatse blijft trappelen.



Average premium/discount to EPRA NAV

