

Inmiddels is het grootste deel van de centra van URW en ECP vanaf halverwege mei weer open. En de eerste cijfers zijn volgens het management “bemoedigend”. Het winkelbezoek is inmiddels weer 80 procent van dat van een jaar eerder, zo melden de vastgoedbedrijven, daaraan toevoegend dat verschillen tussen winkels onderling groot zijn.

Volgens ECP-topman Jeremy Lewis is het “heel duidelijk” dat de gemiddelde aankopen per klant nu hoger liggen omdat gericht inkopen wordt gedaan. Vanuit URW kwam een vergelijkbaar geluid.

Toch vrezen beleggers voor diepgewortelde problemen die verder gaan dan een eventuele tweede coronagolf. Het was al geen geheim dat de sector het voor corona lastig had, met faillissementen van retailers door de verschuiving van *bricks* naar *clicks*. Dat de bakstenen het uiteindelijk verliezen van de muis werd in de laatste jaren duidelijk in de VS en iets later in het VK waar (beursgenoteerde) uitbaters van winkelcentra fors moesten afboeken op hun bezittingen.

De lockdowns zullen het digitaliseringsproces versnellen op het oude continent. Nu de apps van de webwinkels en supermarkten op de telefoon zijn geïnstalleerd en het gemak van thuisbezorgen is ervaren, lijkt de vraag of bezoeken aan centra ooit zullen terugkeren naar pre-corona-niveaus. Dat thuiswerken waarschijnlijk populair zal blijven – waardoor pakketjes makkelijker in ontvangst kunnen worden genomen – versterkt dit proces alleen maar.

In reactie op digitalisering zetten winkelvastgoedfondsen steeds meer in op cafés, restaurants, bioscopen en sportscholen. Dat is strategisch te begrijpen, maar beleggers hadden al vraagtekens bij de massale investeringen die dit vergt en het feit dat bijvoorbeeld een sportschool of café vaak veel minder huur betaalt dan een modeketen. Nu zorgt de 1,5-meterregel ervoor dat cafés en sportscholen voorlopig met een veel lagere bezetting zullen moeten draaien, wat de huurinkomsten zal drukken.

Het risico op lagere huren vertaalt zich in lagere waarderingen, omdat vastgoedbeleggers een hoger rendement eisen ter compensatie. De zogenoemde aanvangsrendement – huur gedeeld door aankoopprijs vastgoed – daalde structureel in het laatste decennium in Europa, maar het ligt voor de hand dat COVID-19 daar een einde aan zal maken.

BANKPROBLEMEN RISICO

Een garantie om de crisis goed te overleven heeft geen enkele onderneming, maar duidelijk is dat de kansen daartoe groter zijn voor bedrijven die met genoeg buffers en financieringsmogelijkheden de crisis in zijn gegaan.

Lastige bijkomstigheid is dat alle vier de vastgoedfondsen zich de afgelopen jaren in de schulden hebben gestoken, al dan niet als gevolg van (dure) overnames in de laatste jaren.

Europa's grootste vastgoedfonds URW ging de crisis in met een balans die in vijftien jaar niet zo zwak was. URW mikt op een verhouding van schuld ten opzichte van de bezittingen van minimaal 30 en maximaal 40 procent. Met een schuldgraad van 39 was de grens van de eigen doelstelling eind vorig jaar al in zicht. De achteraf gezien ongelukkig getimede en dure overname van het Australische Westfield in 2018 heeft aanzienlijk bijgedragen aan die hoge schuld.

URW-topman Cuvillier probeerde tijdens de jaarvergadering in mei de zorgen bij beleggers weg te nemen. Om de schuldafspraken met banken in gevaar te brengen, zouden de afwaarderingen op

bezittingen ongeveer het dubbele moeten zijn van de 18 procent in de nasleep van de afgelopen kredietcrisis, zo liet hij weten.

Dat zou dus om afboekingen gaan van bijna 12 miljard euro op de 90 winkelcentra in Europa die bij elkaar volgens het jaarverslag 65,3 miljard euro waard zijn.

Bij het kleinere Vastned – boekwaarde activa 1,6 miljard euro – en Wereldhave – 2,8 miljard euro – levert een analyse van de bankafspraken eenzelfde conclusie op. De twee kunnen een kwart aan waardeverlies van het vastgoed opvangen voor de met bank afgesproken schuldgraad in zicht komt.

Dat is ook circa twee keer zo veel als de schade die werd aangericht in de kredietcrisis (jaren 2008 en 2009).

Eurocommercial Properties maakt voornamelijk afspraken met banken op objectniveau en kan doordoor – naar eigen zeggen – geen inzicht geven in de exacte convenanten.

Vooraf bij Wereldhave (45 procent in plaats van tussen de 30 en 40 procent) ligt de beleningsgraad boven de percentages die het bedrijf eigenlijk wenselijk vindt.

KOSTENHEFBOOM MAAKT KWETSBAAR

Uit het feit dat (slot)dividenden werden gehalveerd (Unibail), uitgesteld (Eurocommercial Properties zal “indien gepast” uitkeren in november), of helemaal geschrapt (Wereldhave) blijkt wel dat de fondsen er rekening mee houden dat de pijn niet kortstondig is.

Het dividend is heilig en blijft tegelijkertijd kwetsbaar voor vast-

HET GAT
TUSSEN
BEURS- EN
BOEKWAARDE
VOORSPELT DAT
DE AFWAARDE-
RINGEN NU
GROTER ZULLEN
ZIJN DAN
TWAALF JAAR
GELEDEN



SCHULDENLAST KNELT

VERWACHT AANZIENLIJKE IMPACT	SCHULDGRAAD	STREEFPERCENTAGE	BANKAFSPRAAK	MAXIMALE AFWAARDERING	AFWAARDERING KREDIETCRISIS
Unibail-Rodamco-Westfield	39%	30%-40%	60%	36%	18%
Eurocommercial Properties	44%	nb	nb	27%	8%
Vastned	42%	35%-45%	55%	24%	13%
Wereldhave	45%	30-40%	60%	25%	13%

*Bron: jaarverslagen en Bloomberg. ECP geeft geen inzicht in de convenanten. Voor de maximale afwaardering is uitgegaan van een schuldgraad van 60 procent.

