



jaren nog een relatief lage rente betalen. Bij Wereldhave en Eurocommercial ligt het gemiddelde rond de 4 jaar. Ceo Evert Jan van Garderen van ECP zegt ook daarna niet bevreesd te zijn voor een hogere rente, omdat het bedrijf de rente met derivaten voor een langere periode heeft afgedekt.

Vastned is een uitschieter in negatieve zin. De leningen van het vastgoedfonds hebben een gemiddelde looptijd van slechts 2,9 jaar, en daarbij heeft 28 procent van de schuld een variabele rente. Dat betekent een directe kwetsbaarheid bij een stijgende rente.

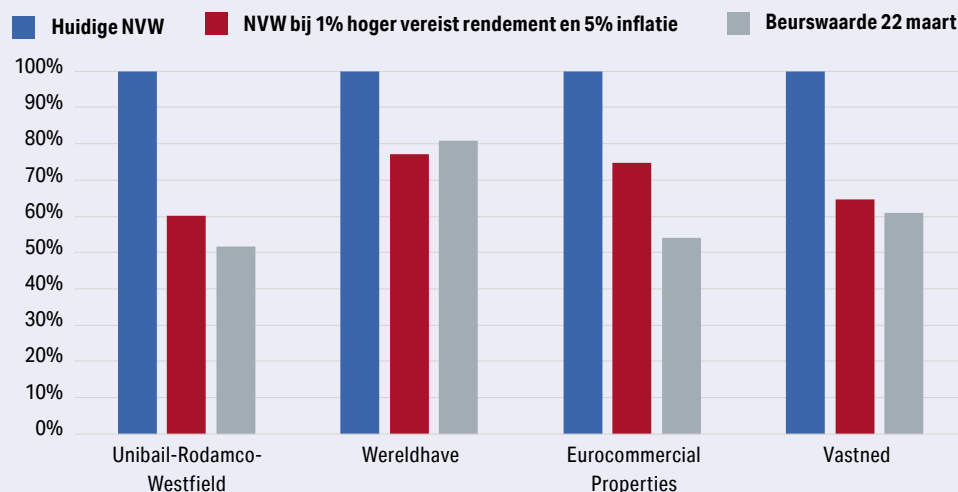
ANALYSE: LAGE WAARDERING ALS STOOTKUSSEN BIJ INFLATIE

- Onze analyse laat zien dat de vier winkelvastgoedfondsen ten opzichte van andere soorten vastgoed beter beschermd zijn tegen inflatie. Maar het voornaamste risico is dat inflatie gepaard gaat met hogere rentes en rendementseisen van beleggers.
- We hebben doorgerekend wat een stijging van het vereiste huurrendement van één procentpunt samen met een eenmalige inflatie-indexatie van 5 procent zou betekenen voor de nettovermogenswaarde

(NVW, boekwaarde vastgoed minus de schulden).

- Bij alle vier zou dit scenario pijn doen (rode staaf ligt lager dan blauwe staaf). Maar de afwaarderingen op het vastgoed bij Wereldhave en ECP zouden lager uitvallen dan bij Vastned en URW. De huurrendementen van Vastned en URW zijn relatief laag, waardoor de verhoging van het vereist rendement met 1 procent meer pijn doet. URW kampt bovendien met relatief hoge schulden. Dat geeft de winst in goede tijden een zetje, maar als het tegenzit, komt een lagere waardering van het vastgoed extra hard aan in het eigen vermogen.
- Vervolgens hebben we gekeken naar wat beleggers inprijzen in de waarde van het vastgoed op de beurs. Met uitzondering van Wereldhave ligt de beurswaarde van de vastgoedfondsen onder de NVW die uit onze modellen rolt in een scenario met 5 procent inflatie en een hoger vereist rendement van 1 procent.
- Op basis van deze analyse kunnen we stellen dat ECP de beste positie heeft om zich te weren tegen een hogere inflatie. De beurswaarde ligt 28 procent onder de door ons becijferde nettovermogenswaarde in het inflatiescenario. Bij Wereldhave is vooral het stootkussen van de waardering een stuk minder, de rode staaf is zelfs iets lager dan de grijze. Daar staat tegenover dat een stijging van het huurrendement een relatief bescheiden invloed heeft op de nettovermogenswaarde van dat fonds, vergeleken met Vastned en URW.
- Bedenk dat deze berekening illustratief is, en slechts voor een jaar. Een langer aanhoudende inflatie gaat niet gepaard met een blijvend stijgende rente, maar wel met een stijgende huur. Daarnaast is het goed mogelijk dat rentestijgingen beperkt blijven, terwijl de inflatie hoog blijft. Dat laatste scenario is ideaal voor vastgoed.

THEORETISCHE WAARDE (NVW) TEGENOVER BEURSWAARDE VAN VIER VASTGOEDFONDSEN



Bron: jaarverslagen, Bloomberg en eigen berekeningen VEB. NVW is nettovermogenswaarde.