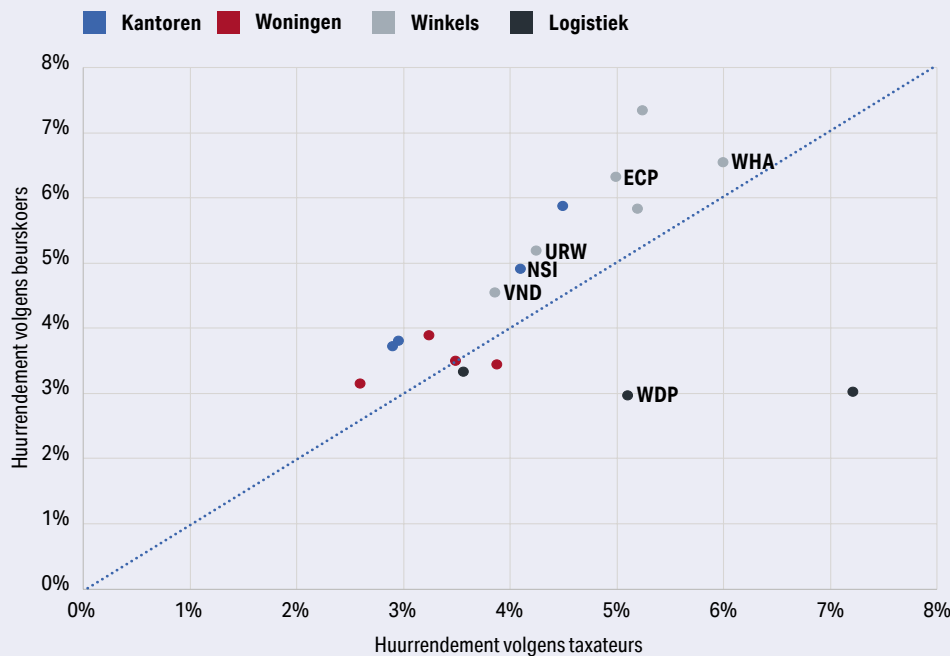


LEEUWENDEEL VASTGOEDBEDRIJVEN OP DE BEURS MINDER WAARD DAN DE BOEKWAARDE VAN HET VASTGOED



Bedrijven: Gecina, Alstria, Icade, Vonovia, LEG Immobilien, Kojamo, Balder, URW, Wereldhave (WHA), Eurocommercial Properties, Vastned (VND), Klepierre, Mercialis, Sagax en Tritax Big Box. Berekeningen zijn op basis van door de ondernemingen gepubliceerde cijfers en beurskoersen van 22 maart.

vastgoed en woningen, ging winkelvastgoed juist onderuit. Wereldhave moest bijvoorbeeld sinds de kredietcrisis elk jaar vele miljoenen afwaarderen op zijn Nederlandse winkelcentra. Het management van URW meldde bij de vierde kwartaalcijferresultaten dat er al veel pijn is geleden, waardoor de stijging van de rente minder hard doorwerkt in winkelvastgoed dan anders het geval zou zijn.

BELEGGERS VS. TAXATEUR

Een blik op de koersborden van de vier vastgoedondernemingen laat zien dat beleggers de boekwaardes die winkelbedrijven op hun objecten plakken niet vertrouwen. Dit werd de laatste jaren steeds extremer, waardoor fondsen op de beurs soms 50 procent onder de boekwaarde noteren.

De grafiek hierboven laat zien wat het huurrendement bij de verschillende Europese vastgoedfondsen is als we uitgaan

**VEEL VASTGOED-
ONDERNEMINGEN
KENNEN
RELATIEF HOGE
SCHULDEN,
WAARVAN DE
WAARDE BIJ EEN
HOGERE INFLATIE
NIET MEESTIJGT**

van de door hen opgevoerde boekwaardes, ten opzichte van wat beleggers inprijzen (jaarhuur gedeeld door beurswaarde vastgoed). Beleggers zijn van mening dat het vastgoed van de bedrijven boven de blauwe stippellijn minder waard is dan de boekwaarde. Onder de blauwe streep staan juist vastgoedfondsen die op de beurs hoger gewaardeerd worden dan waarvoor hun objecten in de boeken staan.

3. Hoge schulden, maar rente voorlopig vastgeklikt

Dan is er nog een element dat vastgoedbeleggers helpt als de inflatie hoog is: de schuldgraad. Veel vastgoedondernemingen kennen relatief hoge schulden, waarvan de waarde bij een hogere inflatie niet meestijgt. Een gebruikelijke schuldenlast van 40 procent van de vastgoedwaarde (de beleningsgraad) zet dan een hefboom op de waarde-



stijging van de aandelen, in ieder geval in theorie. Volgens onze berekeningen zitten de Nederlandse winkelvastgoedfondsen op een bruto schuldgraad (ten opzichte van de waarde van hun vastgoed) van 43 tot 57 procent.

Een gevaar is wel dat met een stijgende rente de rentelasten op de leningen bij herfinancieringen zullen oplopen. Maar daar zijn veel bedrijven deels tegen beschermd doordat ze de rente op hun schulden voor meerdere jaren hebben vastgezet.

URW heeft hier de beste papieren. De schuld van Unibail kent een gemiddelde looptijd van 8,6 jaar. Zelfs als de rente fors oploopt, zal Unibail de komende