

Beleggers zijn huiverig voor vastgoed, waardoor aandelen van vastgoedbedrijven met korting worden verhandeld op de beurs. Twee grote spelers zijn de spreekwoordelijke uitzondering: Unibail-Rodamco en Klépierre. Is dat terecht?

Klöpierre - St. Lazare Parijs



DE

VASTGOEDKONING EN ZIJN UITDAGER

DE BEDRIJVEN

Als het gaat om de verhuur van winkelcentra zijn er in Europa geen grotere spelers dan Unibail-Rodamco en Klépierre. Samen hebben ze voor zo'n 48 miljard euro aan panden in de boeken staan, waarbij Unibail-Rodamco twee maal zo groot is als Klépierre, dat op zijn beurt met een vastgoedportefeuille ter waarde van 16 miljard euro weer meer massa heeft dan bijvoorbeeld de Nederlandse vastgoedbedrijven Corio, Werldhave en NSI.

Zowel Unibail-Rodamco als Klépierre houden zich vooral bezig met de verhuur van (panden in) winkelcentra. Beide verhuren ook kantoren

en conferentieruimtes, maar dat betreft slechts een klein deel van de inkomstenstroom, bij Unibail-Rodamco circa 15 procent van het totaal. Bij Klépierre ligt dit percentage zelfs nog lager.

Van de één miljard euro aan brutohuurinkomsten in 2013 haalt Klépierre het gros, 40 procent, uit Frankrijk. Noorwegen, Zweden en Spanje zijn de nummers twee tot en met vier en samen goed voor 26 procent van de opbrengsten. Nederland laat het Franse bedrijf links liggen.

Unibail nam in 2007 het Nederlandse Rodamco over, waardoor het nieuwe bedrijf hier wel wat panden in bezit heeft, maar heel veel zijn het er in verhouding niet: Frankrijk is goed voor zo'n 60 procent van de 1,5 mil-

Kerncijfers 2013

	Unibail-Rodamco	Klöpierre
Inkomsten	1584 miljoen euro	1009 miljoen euro
Dividend	8,9 euro per aandeel (5%)	1,55 per aandeel (4,8%)

jard aan huurinkomsten, ofwel factor tien de inkomsten uit Nederland.

OPERATIONEEL

Unibail-Rodamco groeit al jaren sneller dan Klépierre. Op vergelijkbare basis stegen de netto-huurinkomsten – ofwel de huurinkomsten na aftrek van onder meer kosten voor het beheer van panden – van het winkelcentra-onderdeel vorig jaar met 4,7 procent tegen een plus van 3,5 procent voor Klépierre.

Die laatste zit midden in een grootscheepse schoonmaak. Klépierre verkocht in 2013 verschillende panden, maar de grote klapper was er begin 2014, toen het bedrijf definitief 127 Europese winkelcentra voor 2 miljard euro van de hand

deed. Door af te slanken wil het bedrijf de zogeheten loan-to-value ratio omlaag brengen. Dit getal geeft aan hoe hoog de schuldpositie is ten opzichte van de waarde van het vastgoed. Eind 2013 lag de ratio op 43,6 procent (zie graphic), Klépierre wil richting 40 procent. Schuld werkt als een hefboom op de aandelenkoers. Wordt er veel verdiend dan profiteren aandeelhouders enorm bij een hoge schuld, maar als het misgaat dan schiet de koers ook harder naar beneden. Dat gebeurde bijvoorbeeld bij NSI, waar de loan-to-value ratio in 2013 de 60 procent aantikte.

Unibail-Rodamco laat zien dat een lage loan-to-value-ratio meer voordelen heeft. Het concern heeft een hogere rating van kredietbeoordelaar S&P (A) dan Klépierre, dat

Koers en intrinsieke waarde

	2013	2012	2011
Koers Unibail-Rodamco	175,85	174,05	146,4
Premie/korting (tov gecorrigeerde beurswaarde)	20%	26%	12%
Koers Klöpierre	31,89	29,005	23,72
Premie/korting (tov gecorrigeerde beurswaarde)	7%	-4%	-24%