



het moet doen met het kredietoordeel BBB+. De hogere rating zorgt er mede voor dat Unibail-Rodamco minder rente hoeft te betalen over zijn schulden, geld dat gebruikt kan worden om uit te breiden. Niet voor niets heeft Unibail-Rodamco een projectpijln van bijna 7 miljard euro voor het verbouwen van panden en projectontwikkeling. Klépierre houdt het op 3 miljard euro.

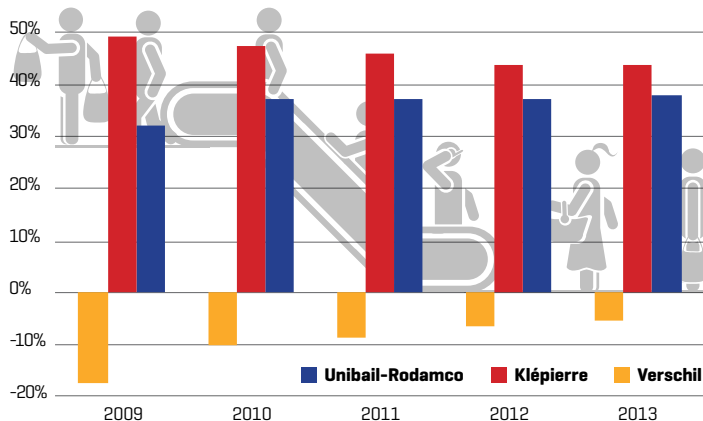
## WAARDERING

Huurinkomsten zijn de levensader van vastgoedbedrijven als Unibail-Rodamco en Klépierre. Hoewel beide

meer huurpenningen mochten ontvangen afgelopen tijd, laten de cijfers duidelijk zien dat nog niet alles lekker draait in de vastgoedsector. Vooral in Zuid-Europa zit nog pijn. Bij Unibail-Rodamco was Spanje een van de weinige landen waar de netto-huurinkomsten bij de winkelcentra op eigen kracht daalden. Ook wat betreft de waarde van het vastgoed is het verschil tussen Noord- en Zuid-Europa zichtbaar. Zo lag de waarde van het Spaanse vastgoed bij Klépierre eind 2013 bijna een vijfde lager dan een jaar eerder. In België werden de panden van het vastgoedbedrijf juist 9 procent meer waard.

## Loan-to-value ratio

De loan-to-value ratio is de verhouding tussen de schuld en de waarde van het vastgoed in portefeuille. Hoe hoger de ratio, hoe meer schuld er relatief is op de balans.



## AFWEGING

Het voordeel van Unibail-Rodamco is nog altijd zijn sterke balans, prima groei van de huuropbrengsten en de vele winkelcentra op toplocaties. Maar beleggers betalen hier ook een premie voor, zoals ze dat eigenlijk al tijden doen (zie tabel). De afgelopen drie jaar steeg de intrinsieke waarde – kortgezegd de getaxeerde waarde van de panden minus de schulden – gemiddeld met ruim 5 procent. Beleggers betalen nu al vier jaar op rij een premie voor het Frans-Nederlandse vastgoedbedrijf. Voor Klépierre zijn beleggers pas sinds kort weer bereid om een hogere prijs neer te tellen dan de waarde (per aandeel) waarvoor het vastgoed in de boeken staat. Dat kan te maken hebben met het lagere risicoprofiel sinds de recent ingezette schuldenafbouw.

Nu beide vastgoedfondsen tegen een premie worden verhandeld, zullen beleggers goed moeten kijken welk bedrijf ze het meeste zien; kiezen ze voor de gevestigde grootmacht, het grote Unibail-Rodamco, dat geldt als de witte raaf in de sector? Of hebben ze een voorkeur voor een bedrijf dat hard aan de weg timmert om zijn eigen financiële huishouding te verbeteren, zoals Klépierre doet?

Het grootste Amerikaanse vastgoedbedrijf Simon Property

## PASSIEF IN VASTGOED

**Beleggers die in vastgoed willen beleggen, hoeven niet per se voor een individueel bedrijf te kiezen. Zij kunnen hun geld ook spreiden via passieve beleggingsfondsen. Zo is er de iShares European Property Yield etf, die alleen in vastgoedbedrijven belegt uit continentaal Europa. Ondanks het feit dat er geen bedrijven uit het Verenigd Koninkrijk zijn opgenomen, is er meer spreiding dan in de iShares Stoxx Europe 600 Real Estate etf, waarin niet 48, maar 25 namen zijn opgenomen. Inclusief de bedrijven uit het VK loopt de weging in continentaal Europa terug naar iets meer dan de helft. Voor etf-beleggers is het dus vooral de vraag of ze ook blootstelling aan Engelse vastgoedbedrijven willen in hun portefeuille, of juist een voorkeur hebben voor vastgoedbedrijven uit continentaal Europa. Maar hoe dan ook, Unibail-Rodamco omzeilen via een Europese etf is onmogelijk. Het bedrijf is veruit de grootste deelneming in de etf's van iShares, Lyxor en Amundi.**

Group deed het laatste. Zij kochten in maart 2012 bijna 30 procent van de aandelen van Klépierre voor 28 euro. Nu in het aandeel stappen kan tegen een koers die een euro of vier hoger ligt.