



**NIET ALLEEN DE
MARKT VOOR
WINKELVASTGOED
LOOPT TERUG, OOK
DE KANTOREN-
MARKT RAAKT IN
HET SLOP**

gevolgen voor vastgoedfondsen. Ook concurrenten als H&M en C&A sluiten steeds meer fysieke winkels, vooral de matig rendabele locaties. Deze winkelketens behoren van oudsher tot de grootste huurders van beursgenoteerde vastgoedbedrijven als Wereldhave, Vastned en Eurocommercial.

Niet alleen de markt voor winkelvastgoed loopt terug, ook de kantorenmarkt raakt in het slop. Zo richtte NSI-topman Bernd Stahl zich enkele jaren geleden volledig op kantoorpanden. Stahl koos voor kantoren op in zijn ogen sterke locaties, zoals openbaar-vervoersknooppunten in Amsterdam, Rotterdam, Utrecht en Eindhoven. Recent werd bij de halfjaarcijfers juist flink afgeschreven op de Amsterdamse kantoren, die kwetsbaar zijn door de hoge waardering. Een andere grote vraag is of het hybride werken structureel is, en blijvend een rem op de vraag naar kantoorvastgoed zal zetten.

Dalio vergeleek *leverage* (het gebruik van schulden) eens met Russisch roulette: als de tijd maar lang genoeg is, krijg je onvermijdelijk een kogel in je kop.

Dat gaat misschien wat ver bij vastgoed. Maar als een aanzienlijk deel van het vastgoed is gefinancierd met vreemd vermogen, neemt een afwaardering van het vastgoed een fikse hap uit het eigen vermogen. Een garantie om slechte tijden zonder kleerscheuren door te komen, heeft geen enkele onderneming. Maar bedrijven met lage schulden, stevige buffers en voldoende financieringsmogelijkheden hebben altijd de betere kaarten.

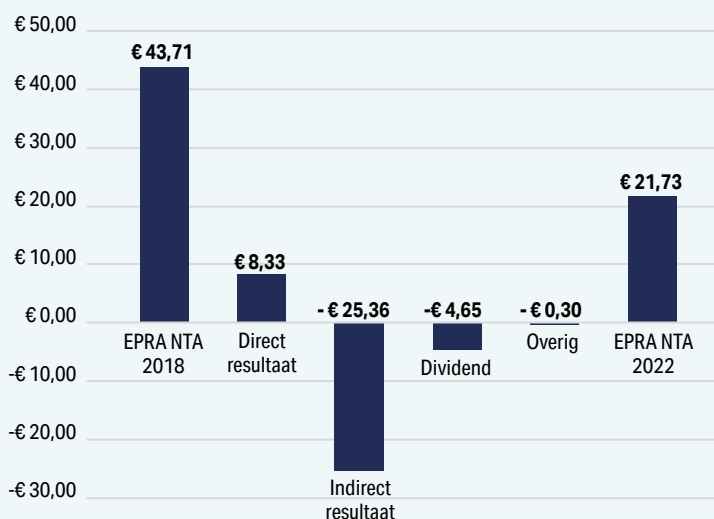
Unibail-Rodamco laat zien hoe het niet moet. Eind 2017 verslikten de Fransen zich in de eerdergenoemde overname van Westfield, waar ze 21 miljard euro voor neertelden. Om dat bedrag te financieren moest Unibail-Rodamco veel schulden maken. De zogenoemde schuldgraad – de schulden ten opzichte van de waarde van het vastgoed

3 DE HEFBOOM VAN LENINGEN De beroemde belegger Ray

CASUS WERELDHAVE: EERST DAALT DE KOERS EN DAN VOLGT DE BOEKWAARDE

- Bij het beoordelen van vastgoedfondsen verlekken veel beleggers zich nog altijd aan hoge waarderingen die in de boeken staan. Maar wat heb je aan een korting die nooit verdwijnt? De casus Wereldhave laat zien dat boekwaardes vaak – met vertraging – achter de beurskoers aanhobbelen.
- Volgens oude jaarverslagen had Wereldhave eind 2018 een boekwaarde per aandeel van bijna 44 euro. Het aandeel Wereldhave noteerde toen rond de 27 euro. De koers was dus veertig procent lager dan de boekwaarde.
- Maar sinds eind 2018 schreef Wereldhave maar liefst circa 25 euro per aandeel af op de vastgoedportefeuille. Dit blijkt uit de ontwikkeling van het zogenoemde indirecte resultaat (herwaarderingen vastgoed, resultaten aan- en verkopen en financiële instrumenten).
- Dankzij herwaarderingen en verkopen tegen kortingen bedroeg de boekwaarde vorig jaar minder dan 22 euro, en dat ligt lager dan de beurskoers van eind 2018 (27 euro). Vastgoedbeleggers in Wereldhave die zich vastklampten aan de boekwaarde van het vastgoed kwamen dan ook bedrogen uit.

TAXATEURS HOBBDEN ACHTER DE REALITEIT AAN BIJ WERELDHAVE



Bron: jaarverslagen Wereldhave, Bloomberg. EPRA NTA (net tangible assets). Deze calculatie laat immateriële activa buiten beschouwing en houdt rekening met derivaten en uitgestelde belastingen. Bedragen per aandeel.