



Bolero

TOPIC



Kantoorvastgoed in het nieuwe normaal KBC Securities werpt een blik op de toekomst

18 november 2020

RESEARCH: WIDO JONGMAN EN JOACHIM VANSANTEN (KBC SECURITIES)

VOOR U SAMENGEVAT DOOR TOM SIMONTS, KBC SR FINANCIAL ECONOMIST



In de TOPIC gaat **Bolero** dieper in op een specifiek onderwerp zoals een beursintrodactie, de olieprijs, maar we kunnen ook een specifieke beurs of aandeel onder de loop nemen.

KBC Senior Financial Economist Tom Simonts voelde de vastgoedanalisten van KBC Securities, Wido Jongman en Joachim Vansanten, aan de tand over de **toekomst van kantoorvastgoed in het nieuwe normaal**, waarbij thuiswerk voor velen een prominente plek inneemt.

In dit dossier ontdekt u hoe experts naar de recente ontwikkelingen kijken, wat dit betekent voor de **waardering** van het **vastgoed** én de **aandelen** van spelers in het kantoorvastgoedsegment, en welke bedrijven de **voorkeur** van KBC Securities genieten.



Bolero wijst u erop dat de in dit dossier vermelde koersdoelen en adviezen dateren van 18 november 2020 en dus een momentopname zijn. Gelieve er rekening mee te houden dat die informatie intussen gewijzigd kan zijn. Voor de meest recente adviezen en koersdoelen verwijzen we u graag door naar het Bolero-platform

Kantoorvastgoed in het nieuwe normaal

Covid-19 sloeg de voorbije weken opnieuw wild om zich heen en nieuwe, **strengere maatregelen** drongen zich op om het virus in bedwang te houden. Tot een harde lockdown, waarbij de industriële activiteit tot stilstand komt, kwam het deze keer niet, maar net als tijdens de eerste golf moesten **niet-essentiële winkels de deuren sluiten** en werd **telewerken opnieuw verplicht**.

KBC Senior Financial Economist Tom Simonts vroeg aan de **vastgoedanalisten van KBC Securities**, Wido Jongman en Joachim Vansanten, wat het voor de **kantoorvastgoedmarkt** en voor de bedrijven die in dit segment actief zijn betekent als **“thuiswerk”** het **“nieuwe normaal”** is.

Ze kijken daarbij naar vastgoedverhuurders zoals **Befimmo** (pure player), **Leasinvest RE** (ook retail), **Intervest Offices & Warehouses** (ook logistiek) en **Cofinimmo** (ook zorgvastgoed), met daarnaast ook een rol voor de **vastgoedontwikkelaars**.

Hoe kijken jullie naar de recente ontwikkelingen?

KBC Securities: “Hoe langer we in deze omstandigheden zitten, hoe groter de **verandering in ons gedrag** zal zijn. Het is denkbaar dat bedrijven in de toekomst meer voor **regionale en beter bereikbare gebouwen** zullen kiezen, mee ingegeven door de toegenomen wens van werknemers voor meer **flexibiliteit**.

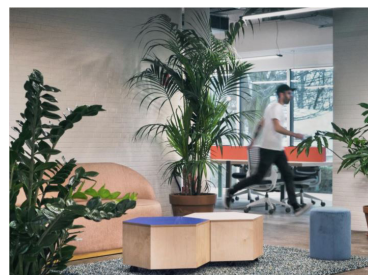


Intervest Greenhouse

Andere elementen die een rol zullen spelen, zijn het **duurzaamheidsaspect** en het flexibele concept van **co-working**. Daar spelen onder meer **Intervest Offices** met zijn “Greenhouses” en **Befimmo** met Silver Square vandaag al op in.

Het is best ook mogelijk dat de **vraag naar grotere vloeroppervlakten kleiner** zal worden. Dat hoofdkantoren kleiner zullen worden en

zich meer als een **regionale ‘hub’** ontwikkelen, met kleinere satellietkantoren eromheen, lijkt een aannemelijk scenario. Het idee van **schaalbaarheid** is trouwens iets waar bedrijven die huren, zeker in het huidige klimaat, graag willen op inspelen. Daar hangt ook een toenemende vraag naar **flexibele huurcontracten** aan vast en dat is **geen positieve ontwikkeling voor kantoorvastgoedspelers**. Het is overigens een trend die al gaande was vóór corona de wereld in zijn greep kreeg, maar door corona is die beweging bestendigd.”



Befimmo Silver Square

Wat betekent dat op korte termijn?

KBC Securities: “Momenteel wordt de huurmarkt voor een groot deel **bescherm**
d door lange huurcontracten. Zo heeft **Befimmo** bijvoorbeeld een huurtermijn van
ongeveer 7 jaar. Huurders kunnen niet zomaar van die contracten af zonder dat daar
een stevige factuur tegenover staat. Maar de **vraag naar flexibiliteit** zal sowieso
verder toenemen en dat zal zich dus binnen 5 tot 10 jaar laten gevoelen.

In zo'n geval is een periode te verwachten waarin de **leegstand zal toenemen**,
omdat iedereen zich aan het **herorganiseren** is. Bepaalde kantooroppervlaktes
zullen afvallen, ze zullen gesloopt moeten worden of herontwikkeld. In een eerste
fase kunnen **huurprijzen** daarbij wat **onder druk** komen te staan, maar op termijn,
wanneer het aanbod aan herontwikkelde kantoren niet aan de vraag ernaar kan
voldoen, is er weer **opwaarts potentieel**.”

Is de onzekerheid vandaag al merkbaar in de waardering van het vastgoed?

KBC Securities: “We zien het nog niet. En ook de schatters
zijn **terughoudend**. Met 2,4 miljard euro aan investeringen lijkt
de **kantoorvastgoedmarkt in Brussel** in de eerste helft van 2020 op
een **recordniveau** te staan. Dat geldt ook voor de bedrijven die in het
segment actief zijn, maar in die statistieken zitten een aantal grote
transacties vervat. Denk aan de verkoop van de **Finance Tower** voor 1,3
miljard euro.

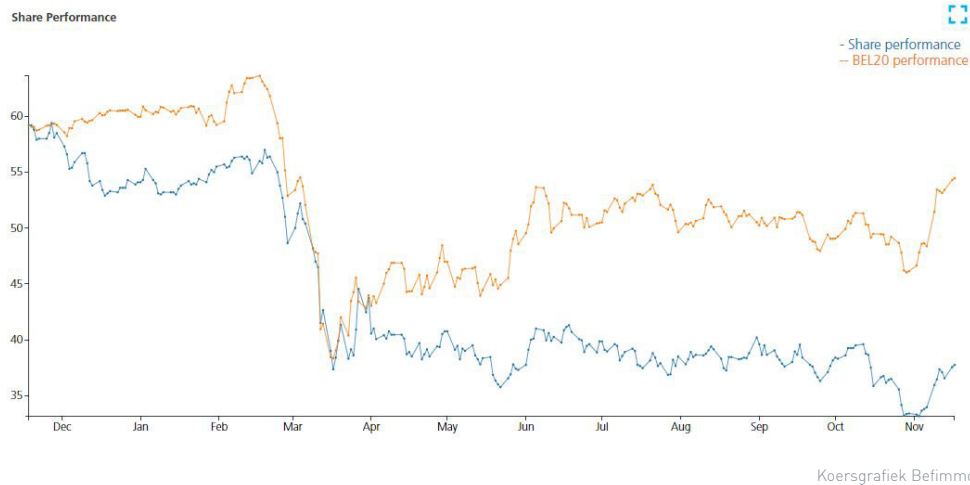


Finance Tower, Brussel
Bron: Jaspers-Eyers Architecten

Het **aantal transacties** laat daarentegen een **daling** zien en dat geldt ook
voor de totale aantal **verhuurde oppervlaktes**. Die kwam in het eerste
kwartaal uit op ongeveer een kwart van dezelfde periode vorig jaar en in het tweede
kwartaal tot de helft. Dat betekent meteen ook dat **schatters minder cijfers**
hebben om hun waardering op te baseren. Als er geen transacties zijn, wat is
dan de **referentiewaarde** van een gebouw? Door het lage aantal transacties en
door Covid-19 waarschuwen schatters dat de waarde die ze vandaag op gebouwen
kleven, omgeven is door een grote mate van **onzekerheid**. Maar die waarschuwing
wordt niet gegeven voor bijv. logistiek vastgoed.”

Wat met de waardering van de aandelen?

KBC Securities: “De **koers van Befimmo is sinds maart al behoorlijk**
teruggefallen en heeft zich daar nog niet van hersteld. De intrinsieke waarde
bedraagt 62,50 euro, terwijl de koers momenteel rond 38 euro noteert, goed voor
een **discount van 39%**. Die discount zegt ons onder meer dat de markt er wel
degelijk rekening mee houdt dat de **waarde van het vastgoed van Befimmo te**
hoog in hun boeken staat. Ter vergelijking: bij sommige **retailvastgoedbedrijven** is
die **discount nog veel groter** (met name binnenstedelijke winkelcentra). Daar zijn
kortingen van 50% en meer geen uitzondering.



Dat is begrijpelijk, omdat de commerciële activiteit onder druk staat en we na Covid-19 weliswaar nog steeds de meeste producten in klassieke winkels zullen blijven aankopen, maar **e-commerce zal wel een blijvende en stijgende hap uit de omzet nemen**. Ook hier verwachten we dat Covid-19 deze bestaande trend verder versterkt en bestendigt. Daar anticipeert de aandelenmarkt duidelijk ook op. De kans is echter groot dat die **anticipatiedruk momenteel te zwaar op de koers weegt**, onder meer ook op die van Befimmo. Markten kunnen nu eenmaal op korte termijn **overreageren**.”

Wat moeten beleggers in bedrijven die blootgesteld zijn aan dit soort risico's zeker weten?

KBC Securities: “Dat **over liquiditeit en solvabiliteit geen vragen** hoeven te worden gesteld. Bij **Leasinvest** wordt het op dat niveau bijvoorbeeld wat spannend (de balans heeft weinig ruimte voor tegenslagen), maar die heeft met **Ackermans & Van Haaren** een solide aandeelhouder achter zich.

Bij **Befimmo** voelen we ons wat de **schuldratio** betreft **comfortabeler**, ook al zijn er op lange termijn **bedreigingen** voor de waarde en de ontwikkeling van de bestaande portefeuille.”

Welke bedrijven genieten de voorkeur?

KBC Securities: “Op dit moment zouden we **binnen het kantoorvastgoedsegment vooral de kaart van de ontwikkelaars trekken**. Er is immers een groot verschil tussen de waardecreatoren voor ontwikkelaars (zoals **Atenor**) en vastgoedbedrijven die kantoren op hun balans houden.

Voor ontwikkelaars zijn het net die veranderingen waarover we het hebben gehad, die de vraag sturen. Het **overbodig worden van gebouwen**, die dus **herontwikkeld** moeten worden en/of meer **duurzaam** moeten worden gemaakt, betekent voor hen een **extra vraag**. Zolang er bedrijven zijn die een gebouw willen dat er vandaag niet is of aanpassingen willen aan een bestaand gebouw, is er voor

ontwikkelaars een markt.

Die spelers hebben natuurlijk wel een **ander risicoprofiel dan vastgoedverhuurders**: een hogere schuldgraad, geen recurrente inkomsten, geen duidelijk zicht op de totaliteit van de kasstromen,...

Atenor is een goed voorbeeld: als die groep aan een project van drie jaar werkt, liggen de uitgaven voor die periode min of meer vast. Maar als de prijs waaraan ze het gebouw zullen verkopen in die periode wijzigt, is er een heel grote impact op het rendement. En dat is duidelijk een groot risico. Er is heel veel **onzekerheid over de kantorenmarkt**, en de evolutie speelt op het eerste gezicht wel in hun kaart, maar het moet uiteindelijk ook nog wel blijken.”

Voorzichtigheid troef dus, voor vastgoedbedrijven met een grote blootstelling aan kantoorvastgoed?

KBC Securities: “Investeren in kantoorvastgoed **kan vandaag interessant zijn**, omdat de **waardering substantieel is teruggevallen**. Er is nu zoveel **onzekerheid over de toekomst in de huidige koersen geslopen**, dat het risico opwaarts gericht is. Hoewel de aantrekkelijkheid van het investeringsverhaal in de kantorenmarkt vandaag minder aantrekkelijk is dan vroeger, zit er op langere termijn misschien wel wat in. Maar vandaag vinden we het nog te vroeg om die call te maken.”

Vastgoedcoverage KBCS

Onderstaande tabel biedt een overzicht van de door KBCS opgevolgde vastgoedbedrijven per segment, inclusief advies en koersdoel.

REAL ESTATE	Latest Price (D-1)	Target Price	Upside	Rating	Market Cap	Volume	Free Float	P/NAV	Dividend yield 2019	P/E 2020	GIY (calc.)	Implied yield	FV Portfolio Last	Debt ratio Last	Net debt / EBITDA	Avg debt maturity	CoD Last	Hedge ratio	Hedge duration
Healthcare																			
Aedifica	97.4	120	23.2%	Buy	3,213,833,971	5,560,582	100.0%	143.8%	3.5%	25.7x	5.8%	3.8%	3,317.1	50.0%	11.4x	4.7	1.5%	92.0%	-
Care Property Invest	27.75	36	29.7%	Buy	565,954,229	816,501	100.0%	139.2%	3.1%	28.9x	5.2%	4.0%	700.6	46.7%	10.6x	6.2	2.1%	95.7%	-
Cofinimmo	127.2	145	14.0%	Buy	3,442,275,842	6,661,542	95.9%	127.4%	4.6%	18.7x	6.0%	4.9%	4,460.0	41.8%	9.5x	4.0	1.3%	89.0%	-
Logistics																			
Interinvest Offices & Warehouses	22.6	33	46.0%	Buy	580,140,000	665,889	82.8%	103.2%	6.0%	14.2x	7.2%	7.1%	973.8	43.0%	8.5x	4.2	2.0%	77.0%	4.60
Montea	97.1	95	-2.2%	Hold	1,532,471,040	1,309,253	71.3%	198.2%	3.4%	28.9x	6.0%	3.7%	1,285.1	40.0%	8.3x	3.9	2.0%	86.0%	6.20
VGP	121.4	129	6.3%	Buy	2,498,782,270	1,586,352	43.6%	231.6%	4.2%	8.6x			N/A	35.0%	2.2x	N/A	N/A	N/A	N/A
Warehouses De Pauw	28.96	30	3.6%	Hold	5,059,713,588	7,956,173	70.1%	228.0%	3.5%	28.8x	6.1%	3.7%	4,370.5	47.2%	9.4x	4.5	2.1%	88.5%	7.00
Retail																			
Ascencio	46.05	51	10.7%	Hold	303,745,109	227,735	100.0%	85.2%	6.6%	10.0x	6.5%	6.9%	705.3	49.5%	8.7x	2.7	1.9%	73.3%	-
Leasinvest RE	77.4	80	3.4%	Hold	458,722,246	186,858	50.8%	92.2%	4.9%	13.9x	5.9%	6.1%	1,195.0	58.1%	14.9x	3.5	2.3%	85.0%	5.01
Qrt City Retail	10.85	12.5	15.2%	Buy	77,613,544	49,809	88.1%	64.1%	5.2%	11.5x	5.9%	6.9%	223.9	47.6%	10.1x	3.2	1.7%	100.0%	-
Retail Estates	58.7	60	2.2%	Hold	741,405,302	790,647	72.0%	89.5%	5.6%	10.5x	6.5%	6.4%	1,661.8	53.1%	9.1x	4.4	2.1%	85.6%	-
Residential & student housing																			
Home Invest Belgium	115.5	120	3.9%	Hold	379,780,863	151,642	40.2%	116.7%	4.7%	28.0x	5.0%	4.4%	619.2	51.0%	20.9x	4.2	1.5%	89.5%	5.10
Xior	52.4	€	N/A	Under Review	751,887,600	1,443,329	77.4%	147.4%	2.5%	30.8x	5.4%	4.3%	1,240.9	53.6%	13.6x	4.4	2.1%	88.0%	7.13
Offices																			
Belimmo	37.55	47	25.2%	Reduce	960,499,486	1,170,786	75.9%	60.1%	9.2%	13.5x	5.2%	6.3%	2,798.5	43.6%	13.7x	4.6	2.0%	95.6%	-
Developers																			
Atenor	56.6	70	23.7%	Hold	398,398,627	188,628	61.6%	173.0%	3.3%	8.9x			N/A	59.2%	9.7x	N/A	2.1%	N/A	N/A
Barinmo	2.54	4.1	61.4%	Buy	28,904,659	11,594	31.9%		0.0%	-		0.0%	-	0.0%	-	-	0.0%	0.0%	-
Immobel	63.8	80	25.4%	Buy	637,831,313	369,709	24.6%	143.7%	4.4%	14.0x			N/A	42.3%	12.1x	N/A	2.5%	N/A	N/A
Other																			
Texaf	34.8	€	N/A	Under Review															

Disclaimer

Bolero is het execution-only beleggingsplatform van KBC Bank NV en staat los van alle andere beleggingsdiensten die geleverd kunnen worden door KBC Bank NV.

Copyright © KBC Bank NV/Bolero. Alle rechten voorbehouden. Deze informatie mag op geen enkele manier gepubliceerd, herschreven of heruitgegeven worden in eender welke vorm. De intellectuele eigendomsrechten op deze publicatie komen toe aan hetzij KBC Bank NV, hetzij aan met hen verbonden entiteiten of aan derden. U moet zich onthouden van elke inbreuk daarop. Behoudens de uitdrukkelijke voorafgaande en schriftelijke toestemming van de auteur of zijn rechthebbenden, is elke overdracht, verkoop, verspreiding of reproductie, ongeacht de vorm of de middelen, van de publicatie verboden.

Dit is een publicatie van KBC Bank N.V. (Bolero). De bevoegde controleautoriteit voor deze activiteit is de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA).

Deze publicatie valt niet onder de noemer 'onderzoek op beleggingsgebied' zoals bedoeld in het koninklijk besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten. Het zijn publicitaire mededelingen, zodat de wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebieden niet van toepassing zijn. Bolero garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. Bolero geeft hiermee geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U draagt bijgevolg de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.

De fondsbeheerders van KBC AM kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. De verloning van de medewerkers of aangestelden die voor KBC Securities werkzaam zijn en die bij het opstellen van de aanbevelingen betrokken waren, is niet gekoppeld aan zakenbanktransacties van KBC Securities. De rendementen van de in deze publicatie besproken financiële instrumenten, financiële indices of andere activa zijn rendementen behaald in het verleden en vormen als zodanig geen betrouwbare indicator voor toekomstige rendementen. Er wordt niet gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen of dat ze in de realiteit zullen uitkomen. De prognoses zijn louter indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig.

Als de resultaten van de besproken financiële activa uitgedrukt zijn in een andere valuta dan EUR, kan het rendement door valutaschommelingen hoger of lager uitvallen. Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. Hoewel de informatie gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan Bolero niet garanderen dat de informatie accuraat, volledig en up to date is; de informatie kan onvolledig zijn of ingekort. De auteur kan zich beroepen op andere publicaties binnen KBC Groep (vb. van KBC AM of Market Research) of van derde partijen. KBC Bank NV kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties. De disclaimers vervat in de publicaties van KBC AM of andere publicaties naar dewelke wordt verwezen, zijn hier eveneens van toepassing.

Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van KBC Bank NV (center Bolero). Deze publicatie is onderworpen aan het Belgisch recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Belgische rechtbanken. Voor een aantal essentiële elementen van de beleggingsaanbevelingen (waaronder de belangenconflictenregeling) kunt u de "Algemene richtlijnen m.b.t. de beleggingsaanbevelingen van KBC Asset Management" op www.kbcam.be/aandelen en de "Disclosures" op www.kbcsecurities.com/disclosures raadplegen. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar www.kbcsecurities.be/disclosures voor specifieke informatie inzake belangenconflicten.

Beleggen in aandelen houdt substantiële risico's en onzekerheden in. Beleggers moeten in staat zijn om het economische risico van een belegging te dragen en het belegde kapitaal geheel of gedeeltelijk te verliezen.