

UNIBAIL-RODAMCO-WESTFIELD

Publicatie datum: 27 Juni 2019

1

Bedrijfsomschrijving

Unibail-Rodamco-Westfield (URW) omvat drie afzonderlijke entiteiten die uit een reeks fusies zijn ontstaan. De onderneming is de grootste beursgenoteerde speler in de Europese markt voor commercieel vastgoed en kent een marktkapitalisatie van EUR 26,5 miljard. De portefeuille van URW vertegenwoordigt een waarde van EUR 65 miljard en is verdeeld over winkelcentra (87%), kantoren (7%) en congrescentra (6%). Het leeuwendeel van de omzet wordt gegenereerd in Europa (80%), met Frankrijk als belangrijkste markt (38%).

Argumentatie

URW is een REIT-vastgoedfonds van hoge kwaliteit dat zich voornamelijk op winkelcentra richt. De portefeuille van de onderneming, die geconcentreerd is in Europa en de VS, omvat belangen in 104 winkelcentra. 'Flagship malls' (terminologie van URW waarmee grotere, meer dominante malls met een fors retailaandeel in hun verzorgingsgebied worden aangeduid) nemen ongeveer 85% van de huuropbrengsten voor hun rekening. De retailstrategie van de onderneming legt de nadruk op malls van topkwaliteit in de bebouwde kom, stadscentra, voetgangersgebieden en welvarende regio's.

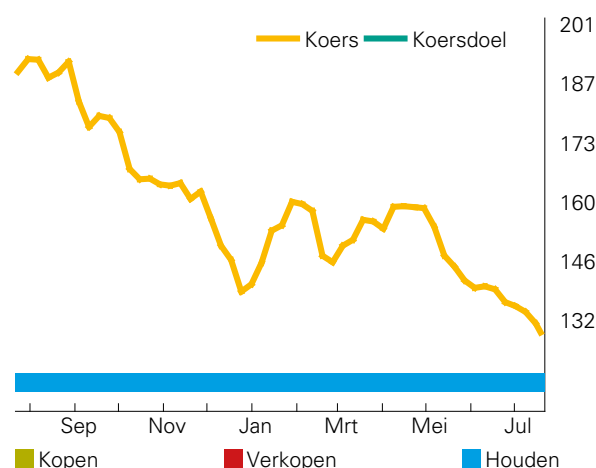
Geschiedenis

Unibail is in 1968 opgericht. In 1992 begon de onderneming zich toe te leggen op aankoop, ontwikkeling en beheer van winkelcentra en kantoren. Tussen 1992 en 1995 verwierf Unibail grote malls, waarna in 1999 een aanzienlijk aantal kantoorpanden aangekocht werd. In 2000 nam het bedrijf Paris Expo over en werd een congrescentrum gevormd dat in 2008 omgedoopt is tot Viparis en Europees marktleider in de sector is. Unibail-Rodamco is in 2007 ontstaan door de fusie tussen Unibail en Rodamco Europe, dat destijds in veertien landen belangen had. Medio 2018 ging Unibail-Rodamco samen met Westfield, wat vastgoed in Noord-Amerika, Londen en Milaan aan de portefeuille heeft toegevoegd.

Vastgoedportefeuille

Opinie (18 Juni 2018, 17:28 CEST)	Houden
Koersdoel (18 Juni 2018, 17:28 CEST)	n.a.
Koers (19 Juli 2019, 17:35 CEST)	128,00
Valuta	EUR
Vor. opinie	n.a.
Concurrentievoordeel	Geen Opinie
Risico indicator	Geen Opinie
Duurzaamheidsindicator	Goed
Analist	Niko Levikari
Titel	Equity Reseach Analyst
Contact ABN AMRO	Joost Olde Riekerink
Email	joost.olde.riekerink@nl.abnamro.com

Koers, Koersdoel en Opinie (EUR)



	1 maands	1 jaar	5 jaar
UNIBAIL-RODAMCO-W...	-6,43%	-31,57%	n.a.
CAC 40 INDEX	+0,61%	+2,50%	+28,07%

Ratio's

Consensus K/W lopend jaar	10,90x
Consensus K/W volgend jaar	10,55x
Koers/boek lopend jaar	0,65x
Dividendrendement	8,34%
Rendement eigen vermogen	6,35%
WPA-groei lopend jaar	4,90%

Kerngegevens

Sector	Vastgoed
Land	Frankrijk
Ticker	URW NA
ISIN	FR0013326246
12-maands hoog	191,10
12-maands laag	125,60
Beta (5-jr)	0,44
Marktkapitalisatie	17,70 Mld
Jaarresultaat huidige jaar	26 Februari 2020

URW is de grootste beursgenoteerde onderneming in de Europese markt voor commercieel vastgoed. De portefeuille van de onderneming is als volgt samengesteld: winkelcentra 87%, kantoren 7% en congressentra 6%. De belangrijkste geografische wegelingen zijn Frankrijk (37%), de VS (20%), het Verenigd Koninkrijk (7%) en Duitsland (6%). De rest van de portefeuille (28%) is over het vasteland van Europa verspreid. De retailportefeuille omvat (belangen in) 104 winkelcentra. De 'flagship malls' (terminologie van URW waarmee grotere, meer dominante malls met een fors retailsaandeel worden aangeduid) nemen ongeveer 85% van de huuropbrengsten voor hun rekening.

URW heeft er door de fusie met Westfield een aantal kleine malls bijgekregen. Het merendeel van deze malls bevindt zich in de VS, maar ook enkele Europese objecten maken er deel van uit. Deze malls staan structureel onder druk. Ze kampen met een verouderde huurdersmix en een hoge weging van uit de gunst geraakte megastores. URW is van plan deze activa in de komende paar jaar af te stoten, een desinvestering die de winst van de onderneming licht drukken zal. URW heeft in zijn portefeuille EUR 3 miljard aan vastgoedobjecten als niet-kernactiviteit aangemerkt. De verkoopopbrengst van de betreffende activa zal voor uitbreiding of herontwikkeling van bestaande malls worden aangewend. URW verwacht dat zijn nettoschuld door deze desinvesteringen in 2023 weer op het niveau van voor de acquisitie (ongeveer 8x de EBITDA, tegen 10x nu) zal zijn teruggekeerd. In april heeft de onderneming overeenstemming bereikt over de verkoop van Tour Majunga in het Parijse zakendistrict La Défense voor EUR 850 miljoen. Na afronding van deze transactie bedraagt de totale waarde van de desinvesteringen na december 2017 meer dan EUR 3 miljard. URW wil tegen 2020 EUR 6 miljard aan desinvesteringen hebben gedaan en moet na de verkoop van Tour Majunga nog voor EUR 2,9 miljard aan activa afstoten om deze doelstelling te realiseren.

Uitdagingen

De belangrijkste uitdaging voor URW betreft de groei van de online verkopen. Traditionele (fysieke) retailers bevinden zich ten opzichte van hun online concurrenten in een nadelige positie. Online retailers hoeven geen huur voor een winkelpand te voldoen en kennen mede daardoor een aanzienlijk lagere kostenbasis. Ze slagen er ook vaak in om goederen- en dienstenbelasting en importheffingen te omzeilen. Internetverkopen maken inmiddels al 10% van de totale detailhandelsverkopen uit en zullen hun krachtige groei naar verwachting continueren. Dat maakt het voor fysieke retailers in de sector duurzame consumptiegoederen heel moeilijk om een hoge omzetgroei

te verwezenlijken.

URW tracht deze uitdaging het hoofd te bieden door via innovatie waarde te ontsluiten. De onderneming blijft werken aan verbetering van de huurdersmix, waarbij het aandeel van mode wordt verminderd en aan horeca en entertainment meer ruimte wordt gegeven. URW heeft al in 2016 het MVO-programma Better Places 2030 bekendgemaakt. In het kader van dit programma zet het bedrijf momenteel de component restaurants in de huurdersmix in knooppunten voor bezorging om. Zo wordt Deliveroo en Uber Eats inmiddels eigen parkeerruimte geboden. Deze aanpak zal het winkelbezoek waarschijnlijk verhogen (met 25-35%) en vertegenwoordigt EUR 1 miljard aan extra omzet. URW voegt ook communicatiekanalen op basis van sociale media toe. Het aantal interacties is enorm gegroeid, van 1,9 miljoen in 2016 naar 13,5 miljoen in 2018. Tot slot heeft URW aangegeven ook virtual gaming (the Void) aan zijn portefeuille toe te voegen. Het gaat om 27 vestigingen, die vrijwel gelijk over Europa en de VS verdeeld zijn.

Wij stellen ons tegenover URW neutraal op. De malaise in de detailhandel, de vertragende economische groei en de relatief forse investeringen om de online concurrentie het hoofd te bieden, beschouwen wij als de belangrijkste nadelige factoren. Anderzijds zijn wij van mening dat URW dankzij een efficiënte schaalgrootte in zijn verzorgingsgebieden een duurzaam concurrentievoordeel kent en dat een groot aantal van de betere (ruim opgezette) malls ook van netwerkeffecten profiteert. Tot slot gaan wij voor de malls van de onderneming uit van een bestendige bezettingsgraad van ongeveer 97%, op grond van een combinatie van structurele leegstand en tijdelijke onbezetting als gevolg van huurderswisselingen. Wij verwachten geen daling van de huurprijzen. Als de huren in de komende paar jaar toch omlaaggaan, zou dat voor het eerst in twaalf jaar zijn. Op grond van deze huurverwachting achten wij het huidige dividend (EUR 10,80 per aandeel) houdbaar.

Waardering, groei & winstgevendheid

URW verwacht dat de terugkerende winst per aandeel over 2019 als geheel op USD 11,80-12,00 (8% lager dan in 2018) uitkomt. Deze prognose ligt onder de consensus en maakt dividendgroei vóór 2020 onwaarschijnlijk. De identieke huurgroei in de VS is nog steeds negatief. Daar staat echter een afgenomen aantal onbekende factoren tegenover: URW kent inmiddels een nieuw desinvesteringsprogramma, hanteert een lagere doelstelling voor de loan-to-value ratio, heeft zich gecommitteerd aan een dividend van ten minste EUR 10,80 per aandeel en gaat

voor de periode na 2019 uit van een winst van 5-7% per jaar op middellange termijn. De wisselwerking tussen geen groei van de winst per aandeel en groei van het dividend per aandeel wordt in 2019 de lakmoesproef voor de best-in-class portefeuille en verminderde financiële leverage van URW.

Sterke punten

Sterke punten

De portefeuille grote winkelcentra is van hoge kwaliteit.

Het managementteam is ervaren en heeft met betrekking tot groei van de winst per aandeel en de intrinsieke waarde een solide track record opgebouwd.

Goede uitvoeringscompetenties op het gebied van bedrijfsvoering, ontwikkeling en deal-sourcing (vaststellen van investeringsmogelijkheden). Omvangrijke desinvesteringen na Westfield-transactie leiden tot een versterkte focus op (her)ontwikkeling en expansie.

De portefeuille kent een nadruk op gebieden met een hoge bevolkingsgroei. Bij een versnelling van de bevolkingsgroei of een verdere verdichting van steden zouden de huurprijzen (sneller) kunnen groeien.

Kansen

- URW beschikt over mogelijkheden om binnen de portefeuille luxeappartementen en medische voorzieningen in of boven malls te realiseren.

Door de toegenomen schaalgrootte na de Westfield-transactie kan URW sneller nieuwe initiatieven uitrollen.

Urbanisatie en consumptietrends ondersteunen het langetermijnpotentieel van hoofdsteden.

URW werkt voortdurend aan verbetering van de huurdersmix, waarbij het aandeel van mode wordt verminderd en aan restaurants en entertainment meer ruimte wordt gegeven.

Zwakke punten

Zwakke punten

De Westfield-transactie noopt URW om kleinere, minder aantrekkelijke malls af te stoten. De opbrengst van deze desinvesteringen zou lager kunnen zijn dan URW verwacht.

De risicobereidheid ten aanzien van (nieuwe) ontwikkeling is

relatief hoog.

Bedreigingen

Groei van de online verkopen blijft de omzet van URW nadelig beïnvloeden en de winstgevendheid van de huurders van de onderneming parten spelen. Dat kan neerwaartse druk op de huurprijzen van retailvastgoed teweegbrengen.

De lage rente heeft de waarde van de vastgoedportefeuille opgeschroefd. Bij een stijging van de lange rente zou het beleggingsprofiel van de relatief laag renderende portefeuille kunnen verslechteren.

Megamalls lopen relatief gezien een grotere kans op een terroristische aanslag.

Zwakke Punten en Risico's

Rentestijging. De hoge financiële leverage van URW maakt de winst bijzonder rentegevoelig. De opbrengst van de door URW beoogde desinvesteringen zou bij een hogere rentestand lager kunnen uitkomen.

Groei van de online verkopen zal de omzetgroei bij fysieke retailers temperen, wat in neerwaartse druk op de huurprijzen van retailvastgoed zou kunnen resulteren.

De verwachte bijdragen van ontwikkeling in de pijplijn zijn lager dan voorzien. Projectvertragingen zullen de winst per aandeel onder druk zetten en zouden zelfs tot een lager dividend per aandeel kunnen leiden.

Disclaimer

Copyright 2019 ABN AMRO Bank N.V. en verbonden maatschappijen ("ABN AMRO"), Gustav Mahlerlaan 10, 1082 PP Amsterdam / Postbus 283, 1000 EA Amsterdam, Nederland. Alle rechten voorbehouden. Dit materiaal is opgesteld door het Investment Advisory Centre (IAC) van ABN AMRO. Dit materiaal wordt uitsluitend ter informatie beschikbaar gesteld en vormt geen aanbod tot het verkopen of uitnodiging tot het kopen van effecten of andere financiële instrumenten. Hoewel dit materiaal is gebaseerd op informatie die betrouwbaar wordt geacht, wordt geen garantie gegeven aangaande de juistheid of volledigheid hiervan. Hoewel wij ernaar streven de hierin opgenomen informatie en opinies naar redelijkheid te actualiseren, kan dit door regelgeving, compliancevoorschriften of andere oorzaken niet mogelijk zijn. De in dit materiaal opgenomen opinies, prognoses, aannames, schattingen, afgeleide waarderungen en koersdoel(en) gelden per de aangegeven datum en zijn te allen tijde onderhevig aan wijziging, zonder voorafgaande kennisgeving. De beleggingen waarnaar in dit materiaal wordt verwezen, zijn mogelijk niet geschikt voor de specifieke beleggingsdoelstellingen, financiële positie, kennis, ervaring of individuele behoeften van de verkrijgers van dit materiaal en de informatie in dit materiaal dient niet te worden gebruikt in plaats van een onafhankelijk oordeel. ABN AMRO of haar functionarissen, directeuren, employee benefit programma's of medewerkers, waaronder tevens begrepen personen die zijn betrokken bij het opstellen of de uitgifte van dit materiaal, kunnen van tijd tot tijd een long- of short-positie aanhouden in effecten, warrants, futures, opties, derivaten of andere financiële instrumenten waarnaar in dit materiaal wordt verwezen. ABN AMRO kan te allen tijde investment banking-, commercial banking-, krediet-, advies- en andere diensten aanbieden en verlenen aan de emittent van effecten waarnaar in dit materiaal wordt verwezen. Uit hoofde van het aanbieden en verlenen van dergelijke diensten kan ABN AMRO in het bezit komen van informatie die niet is opgenomen in dit materiaal en kan ABN AMRO voorafgaand aan of direct na de publicatie hiervan hebben gehandeld op basis van dergelijke informatie. ABN AMRO kan in het afgelopen jaar zijn opgetreden als lead-manager of co-lead-manager voor een openbare emissie van effecten van emittenten die worden genoemd in dit materiaal. De vermelde koersen van in dit materiaal genoemde effecten gelden per de aangegeven datum en vormen geen garantie dat tegen deze koers transacties kunnen worden uitgevoerd. Noch ABN AMRO noch andere personen kunnen aansprakelijk worden gehouden voor directe, indirecte, speciale of incidentele schade, gevolgschade of punitieve of exemplarische schade, met inbegrip van gederfde winst die op enigerlei wijze het gevolg is van de in dit materiaal opgenomen informatie. Dit materiaal is uitsluitend bedoeld voor gebruik door de beoogde verkrijgers hiervan en de inhoud mag noch geheel noch gedeeltelijk voor enig doel worden vermenigvuldigd, opnieuw worden verspreid of worden gekopieerd zonder de uitdrukkelijke voorafgaande toestemming van ABN AMRO. Dit document is uitsluitend bestemd voor verspreiding onder particuliere klanten in een PC-land. In rechtsgebieden waar voor de verspreiding aan particuliere klanten een registratie of vergunning is vereist die de distributeur momenteel niet bezit, mag dit document niet worden verspreid. Met materiaal bedoelen wij alle researchinformatie in welke vorm dan ook, waaronder begrepen, maar niet beperkt tot, gedrukte of elektronische documenten, presentaties, e-mail, SMS of WAP.

US Person Disclaimer Beleggen

ABN AMRO is niet geregistreerd als broker-dealer en investment adviser zoals bedoeld in respectievelijk de Amerikaanse Securities Exchange Act van 1934 en de Amerikaanse Investment Advisers Act van 1940, zoals van tijd tot tijd gewijzigd, noch in de zin van andere toepasselijke wet- en regelgeving van de afzonderlijke staten van de Verenigde Staten van Amerika. Tenzij zich op grond van de hiervoor genoemde wetten een uitzondering voordoet, is de effectendienstverlening van ABN AMRO inclusief (maar niet beperkt tot) de hierin omschreven producten en diensten, alsmede de advisering daaromtrent niet bestemd voor Amerikaanse ingezetenen ["US Persons" in de zin van vorenbedoelde wet- en regelgeving]. Dit document of kopieën daarvan mogen niet worden verzonden of meegebracht naar de Verenigde Staten van Amerika of worden verstrekt aan Amerikaanse ingezetenen.

Overige rechtsgebieden

Onverminderd het voorgaande is het niet de intentie de in dit document beschreven diensten en/of producten te verkopen of te distribueren of aan te bieden aan personen in landen waar

dat ABN AMRO op grond van enig wettelijk voorschrift niet is toegestaan. Een ieder die beschikt over dit document of kopieën daarvan dient zelf na te gaan of er wettelijke beperkingen bestaan tegen de openbaarmaking en verspreiding van dit document en/of het afnemen van de in dit document beschreven diensten en/of producten en zodanige beperkingen in acht te nemen. ABN AMRO is niet aansprakelijk voor schade als gevolg van diensten en/of producten die in strijd met de hiervoor bedoelde beperkingen zijn afgenomen.

Disclaimer inzake duurzaamheidsinformatie

ABN AMRO Bank N.V. ("ABN AMRO") heeft alle redelijkerwijs vereiste zorgvuldigheid betracht om te waarborgen dat de duurzaamheidsinformatie (inclusief de duurzaamheidsindicator) betrouwbaar is. De informatie is echter niet door een accountant gecontroleerd en is aan wijziging onderhevig. De informatie is deels gebaseerd op informatie die afkomstig is van externe onderzoeksbureaus waarover ABN AMRO geen controle heeft. ABN AMRO is niet aansprakelijk voor enige schade die een gevolg is van het (directe of indirecte) gebruik van de duurzaamheidsinformatie. De informatie is niet bedoeld als een aanbeveling met betrekking tot individuele bedrijven, en evenmin als een aanbod tot het kopen of verkopen van beleggingen. Hierbij dient te worden aangetekend dat de duurzaamheidsinformatie een opinie op een bepaald moment weergeeft, waarbij een aantal verschillende duurzaamheidsaspecten in aanmerking is genomen. De duurzaamheidsinformatie geeft slechts een indicatie van de duurzaamheid van een bedrijf binnen zijn sector. De duurzaamheidsinformatie is eigendom van Morningstar Inc. en weerspiegelt niet noodzakelijkerwijs de opinie die ABN AMRO hanteert. Morningstar Inc. heeft alle redelijkerwijs vereiste zorgvuldigheid betracht om te waarborgen dat de duurzaamheidsinformatie betrouwbaar is, echter kan zij niet garanderen dat de duurzaamheidsinformatie accuraat en compleet is.

Personal disclosure

De informatie in deze opinie is niet bedoeld als individueel beleggingsadvies of als aanbeveling om in bepaalde beleggingsproducten te beleggen. De opinie is gebaseerd op beleggingsonderzoek door ABN AMRO IAC. De analist heeft geen persoonlijk belang bij dit bedrijf. Zijn vergoeding voor de verrichte werkzaamheden is en was noch direct noch indirect gerelateerd aan de specifieke aanbevelingen of standpunten zoals weergegeven in deze opinie en zal dat ook niet worden. [5]