

Van Wereldhave naar dorpsplein

4. Hoe doucht u met de bankier?

Eind 2019 heb je een afspraak met je klant Wereldhave. Het wordt de tweede keer dat je de nieuwe ceo ontmoet en als zijn bankier zie je hem graag. Hij spreekt jouw taal kundig, is vriendelijk en zegt wat je wilt horen: we gaan de centra fors afwaarderen en daarna weer verkopen om jou terug te betalen tot 35% LTV. Dat is dus een double whammy. Ok, het jaar daarvoor gebeurde hetzelfde en de LTV stond toen al op 37.5%. De vorige ceo schreef nog, we hebben de sterkste balans van de sector! Maar toch, cool.

En wanneer hij dan opvallend vraagt naar toch weer additioneel krediet via een "bridge loan" om de forse LifeCentral CAPEX te financieren, toon je jezelf welwillend. Het belooft immers de goede kant op te gaan. En jouw lening kostte over FY 2018 maar 2.1% terwijl de NIY 5.3% is, dus over jouw gedeelte verdienen de aandeelhouders 3.2% erbij. Accountants zeggen de schuldgraad geeft hier een gezonde warme douche.

Wanneer je de 2019 cijfers ontvangt, zie je dat de LTV door wel heel forse afwaarderingen op 45% staat. Wat je lichtjes verbaast is de marktreactie, iedereen is zo negatief. Ok, de NAV is in twee jaar met 40% gedaald. Stoïcijns frons jij je wenkbrauwen. Maar het wordt steeds erger, nu krijg je vragen van je bazen. En wanneer je dan in detail analyseert schrik jij ook: de LTV van je klant, WH zonder België, is plots 55%. En dan vroegen ze om nog meer krediet! En daarbij meteen vol die forse CAPEX. Je belt dit af bij je klant en je denkt, hadden ze dit zelf wel door?

Gelukkig is er ook iets positiefs: je kreeg een reden om de rente te verdubbelen (dixit CFO op AvA), dus tot 4.2%. Misschien schiet ook ff door je hoofd, wanneer Moody's de junkstatus erdoor duwt, de taxateurs verlagen, dan kan ik zelfs nog meer rente verdienen. Maar..., hoe zit het met de douche?

Uit de FY 2019 cijfers blijkt dat de NIY, het netto huurrendement, dankzij de afwaarderingen nog ruim hoog genoeg lag met 5.8%. Hoewel, het wordt gevaarlijk in Frankrijk: die centra deden 4.6%, daar wordt de douche lauw en was al koud geweest zonder de afwaardering (!) Dan breekt het zweet je uit, daar moet het nu negatief zijn door corona. Wat wordt het gemiddeld, Moody's schatte lange termijn 10-20% minder bruto-huren? Dus 'worst' 4.5%, net ok? Maar dan gaat echter de LTV omhoog, dus ook weer jouw rente.

Moet je terugvallen op de Belgische dividenden om het verschil te maken, dat is toch een beetje een doodzonde? Wanneer je rente structureel boven de NIY komt, wordt de douche ijskoud... Aandeelhouders betalen jou dan immers uit eigen zak om hun toko overeind te houden. Dat mag niet.

Wat ga je doen? Je kunt je risico's verminderen middels de kredietstructuur, maar er is dus een groter structureel probleem. Jij gaat niet zomaar rente inleveren, maar hoe ga jij hun douche warmer draaien? Dat kan in financiële modellen maar op een manier, de LTV moet fors omlaag. Maar het zoveelste jaar van interen, van steeds lagere NAVs? TTW waarschuwde schertsend, de laagste koers wordt theoretisch de liquidatiewaarde minus het verdienmodel. Eigenlijk moet er een 'sustainable' verdienmodel komen. Hoe?

TTW...