



## WIE IS ER NOU GEK?

DOOR JEPPE DE BOER

Mensen verklaarden mij voor gek in 2012. Na 11 jaar buitenland was ik gaan werken bij een Rotterdamse kantoorontwikkelaar. Met een krimpende economie was Nederland het lelijke eendje van Europa en de kantorenmarkt was ineengestort. De kantoorbehoefte zou nog verder krimpen door de overgang naar flex-werken. Goede kantoren werden aangeboden tegen bodemprijzen, maar niemand wilde ze kopen. Iedereen kon mij uitleggen waarom de markt alleen maar slechter kon worden. Niemand begreep wat ik te zoeken had bij een kantoorontwikkelaar.

Binnen een paar jaar zou het sentiment volledig keren. Nederland was een Europese toplocatie en mooie kantoren waren essentieel om schaars talent te lokken. Tot begin dit jaar werden kantoren tegen recordprijzen verkocht. Dit laatste feestje werd ruw verstoord door corona. Kantoorwerken is nu heel erg uit en thuiswerken heeft weer helemaal de toekomst. Ik geloof daar niet zo veel van. Mensen zijn sociale gewoontedieren. Over een paar jaar zitten we gewoon weer op kantoor.

Terug in 2012 was niet alles kommer en kwel. De Europese winkelmarkt stond fier op zijn voetstuk. Winkelvastgoed had de grote recessie prima doorstaan. Winkels waren een essentieel platform voor winkelketens. Het aantal winkelmeters in gebruik was bepalend voor de omzet. Winkelmeters werden dus zelden afgestoten, zelfs niet tijdens een recessie. Hiermee waren winkels een veilige en populaire belegging.

De onbetwiste Europese winkelmarktleider was Unibail-Rodamco (nu Unibail-Rodamco-Westfield, URW). Dit Frans-Nederlandse fusiebedrijf had de beste winkelcentra op de beste plekken. Het URW-team vol knappe koppen hanteerde een intensieve managementstijl. URW was een vaste waarde voor veel beleggers. Jaar op jaar deed dit aandeel het beter dan de rest van de vastgoedsector. Dit was voordat het aandeel met 85% kelderde.

In de zomer van 2016 noteerde het aandeel URW nog rond € 240 per aandeel. Op dit moment schommelt de koers rond de € 40. Een slordige € 20 mrd aandeelhouderswaarde is hiermee verdampt. Dit is opmerkelijk, want URW liet tot begin dit jaar gezonde cijfers zien. De winst per aandeel (EPRA EPS) en de intrinsieke waarde per aandeel (NAV) zijn al jaren stabiel. De leegstand bleef keurig rond 2,5% en de onderliggende huurgroei was ieder jaar positief. Toch was de magie van URW al een paar jaar weg. Het rommelt in de winkelwereld en de ambitieuze overname van Westfield viel minder gelukkig. Sinds corona is het vertrouwen in URW compleet verdwenen. Een totale neergang als deze is zeldzaam voor een 'blue chip company'. We mogen ons afvragen of dit terecht is. De beleggingstheorie leert ons dat de markt alle informatie meeweegt, zodat de markt altijd gelijk heeft. De praktijk laat van dat gelijk vaak weinig over. Sentiment speelt ook een grote rol in de beleggersmarkt. Als het goed gaat, blijven de bomen altijd tot in de hemel groeien. Als het slecht gaat, denken we al snel dat de wereld vergaat.

URW heeft pakweg € 60 mrd vastgoed in bezit. De markt waardeert dit vastgoed nu op zo'n € 30 mrd. Met een huurstroom van bijna € 2,6 mrd komt dit neer op een aanvangsrendement van 9%. Je zou denken dat URW het koopje van de week is.

Natuurlijk mag je ook geloven dat de wereld na corona nooit meer hetzelfde is. De doemdenkers krijgen gelijk, als consumenten van nu af aan wegblijven uit URW-centra. De eerste tekenen wijzen daar gelukkig niet op. URW's bezoekersaantallen gaan weer snel omhoog. In veel kleinere plaatsen zijn ze zelfs weer terug op 100%. Je mag me voor gek verklaren, maar ik vind dat niet verrassend. Wie wordt er nu blij van een eenzaam leven achter een scherm? Volgens mij hebben de doemdenkers het ook dit keer mis.

*Jeppe de Boer is founding partner van Masterdam*