

Woningmaatschap XLI



Inleiding

Deze analyse betreft een onafhankelijk onderzoek naar de informatie over Woningmaatschap XLI, zoals weergegeven in het prospectus, en de aan Beurswaage verstrekte aanvullende informatie. Op de belangrijkste onderdelen, welke van invloed kunnen zijn voor een investeringsbeslissing, wordt in deze analyse nader ingegaan. De belangrijkste positieve en negatieve aspecten uit deze onderdelen zijn als samenvattende aandachtspunten en conclusies apart weergegeven. Het betreft hier een analyse op basis van het prospectus van oktober 2010 en de aanvullend ontvangen informatie.

Woningmaatschap XLI betreft een besloten fonds met een verwachte looptijd van 7 jaar en een fondsomvang van € 67.375.000, -. Het verkregen eigen vermogen van € 19.875.000, - wordt, samen met de hypothecaire lening en na aftrek van de fondskosten, gebruikt voor de aankoop van de woningportefeuille. De portefeuille bestaat uit 530 woningen (appartementen en eengezinswoningen) op diverse plaatsen in Nederland. Het fonds keert naar verwachting twee keer per jaar resultaten uit. Het gemiddeld verwacht enkelvoudig rendement bedraagt 7,3% (7% IRR) per jaar. Bij eventueel extra resultaat uit exploitatie of verkoop is een hoger rendement mogelijk. Er worden aan de beleggers participaties in het fonds aangeboden van € 25.000, - per stuk. Een participatie is niet overdraagbaar of verhandelbaar in welke vorm dan ook.

Aanbieder

De initiatiefnemer van dit fonds is Staalbankiers N.V. Deze bank is sinds 1916 gevestigd in Den Haag en is een onderdeel van Achmea. Staalbankiers heeft al ruim 20 jaar ervaring met het aanbieden van woningmaatschappen. Sinds 1989 zijn 39 woningmaatschappen geïnitieerd; 28 daarvan zijn inmiddels met succes afgesloten. Momenteel is ongeveer € 450 miljoen aan vastgoed onder beheer in de actieve fondsen. Het beheer van de portefeuille wordt gevoerd door Staalbankiers Vastgoedfondsen Beheer B.V, een 100%-dochteronderneming van Staalbankiers. De directie van Staalbankiers Vastgoedfondsen Beheer B.V. bestaat uit de heren P.A. de Ruijter RA en Mr. H.J.H. Vullingsh MBA. Beide personen zijn getoetst op deskundigheid en betrouwbaarheid door de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Staalbankiers Vastgoedfondsen Beheer B.V. beschikt sinds 2006 over een permanente vergunning van de AFM voor het plaatsen en beheren van beleggingsinstellingen. Woningmaatschap XLI staat onder toezicht van de AFM. Tevens is Staalbankiers contribuant van de Stichting Transparantie Vastgoedfondsen (STV) en is het prospectus met een positieve uitkomst getoetst door het STV.

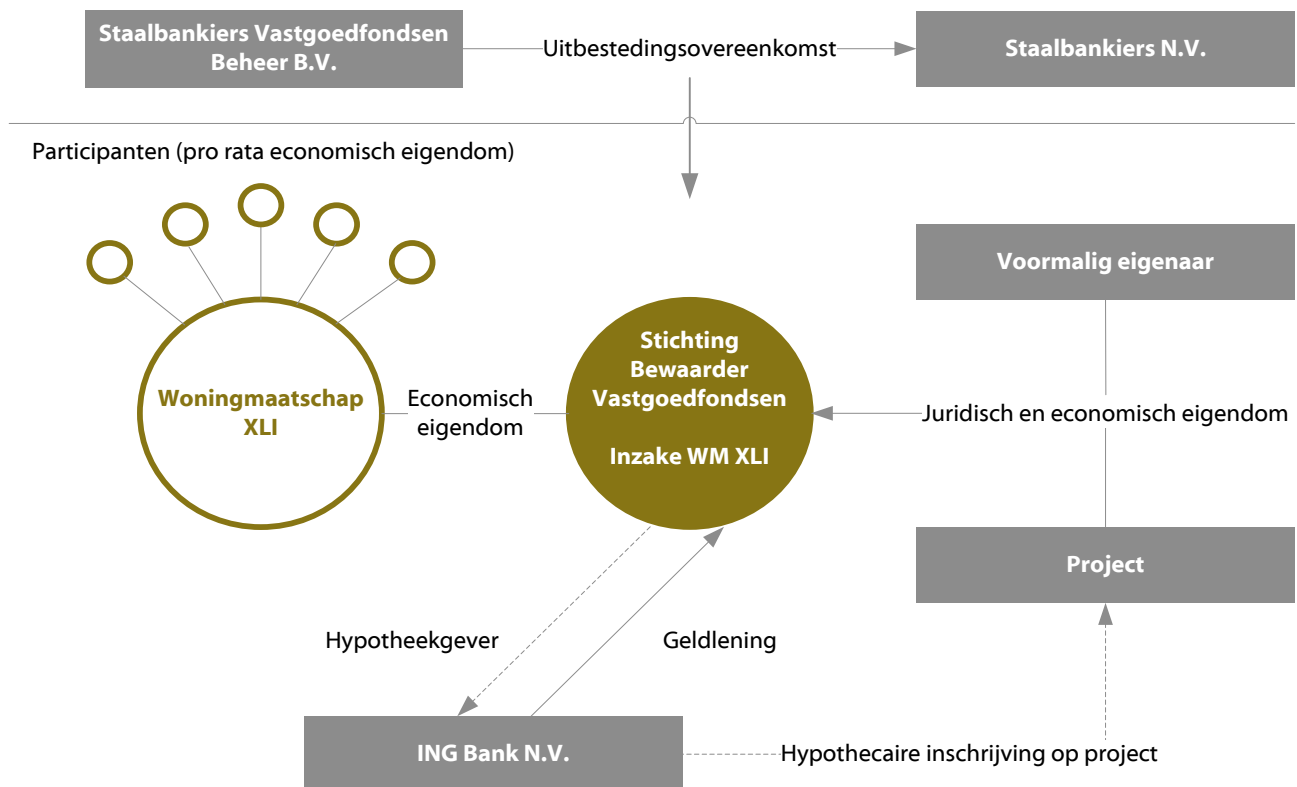
Juridische structuur

Het fonds, Woningmaatschap XLI, is een maatschap. De beleggers worden vennoot in deze maatschap en delen volledig

mee in het resultaat. De maatschap wordt aangegaan op basis van een overeenkomst tussen de betrokken maten of vennoten (de Maatschapovereenkomst). De aansprakelijkheid van de vennoten is vanwege de gekozen financieringsstructuur beperkt tot maximaal hun eigen inleg. De maatschap heeft direct de economische eigendom van het vastgoed. De juridische eigendom berust bij Stichting Bewaarder Vastgoedfondsen (de bewaarder). De bewaarder wordt bestuurd door de onafhankelijke bestuurders: Prof. Dr. W.M. Lammerts van Bueren, E.B. Kloos en Mr. Ing. J.F.A.M. van Kimmenaede. De beheerder van het vastgoed van de maatschap is Staalbankiers Vastgoedfondsen Beheer B.V. De beheerder is geen vennoot in de maatschap. Het bestuur van de maatschap bestaat uit twee vennoten (natuurlijke personen) welke door de vergadering van vennoten worden gekozen uit hun midden.

Fiscaal is hier sprake van een transparante structuur. Dit is met de fiscus afgestemd. Fiscale transparantie betekent dat de maatschap zelf niet belastingplichtig is maar ieder van de vennoten afzonderlijk. Voor de vennoten (natuurlijke personen) wordt een participatie in de maatschap voor de inkomstenbelasting belast in Box 3 ("Sparen en beleggen"), zodat het fictieve rendement relatief laag wordt belast met effectief 1,2% belasting per jaar over de waarde van de participatie.

Afbeelding 1 Structuuroverzicht



Vastgoed

De vastgoedportefeuille bestaat uit 530 woningen. Dit betreft 489 appartementen en 41 eengezinswoningen (zie afbeelding 2, pagina 3). Daartoe behoren eveneens 56 garages en 34 parkeerplaatsen. De totale koopsom bedroeg € 61.868.639, - (k.k.). Dit wil zeggen dat het vastgoed is ingekocht tegen een factor van 16,8 maal de bruto jaarhuuropbrengst ofwel een Bruto Aanvangs Rendement (BAR) van k.k. 5,9%. Voor een woningportefeuille zijn dit normale uitgangspunten. Van belang is dat de actuele koopsom van de portefeuille slechts 78,4% bedraagt van de getaxeerde leegwaarde bij aanvang van de maatschap. Er is derhalve sprake van een goede verkooppotentie. De portefeuille is goed gespreid over Nederland, zodat zowel voor de exploitatie als voor de verkoop men niet afhankelijk is van de ontwikkeling in een bepaalde regio. Bewust is gekozen voor beleggen in woningen in het lagere segment van de markt omdat de marktvooruitzichten in dit segment in de komende jaren het meest gunstig zijn. Zo bedraagt de gemiddelde verkoopprijs van een appartement € 145.000,- en die van een eengezinswoning € 185.000,-

aangetrokken van ING Bank N.V. voor een bedrag van € 47.500.000, -, zijnde circa 70,5% van de kostprijs van het vastgoed. Deze hypothecaire lening is afgesloten voor de totale looptijd van de maatschap en bestaat uit verschillende delen met rentevaste perioden. De voorwaarden voor deze financieringen zullen in de periode 2013 tot 2017 heronderhandeld moeten worden. Momenteel bedraagt de gemiddelde rente (gewogen) circa 4,1% per jaar. Voorzichtigheidshalve is voor de rendementsberekeningen rekening gehouden met een rente van gemiddeld 4,45% gedurende de hele looptijd van de maatschap, zodat met een beperkte rentestijging bij de verlengingen rekening is gehouden. Bij iedere verkoop van een woning zal een deel van de hypotheek worden afgelost op de korter lopende leningdelen zodat boeterente kan worden tegengegaan. Aflossingen zijn afhankelijk van het aantal verkochte woningen (naarmate er meer verkopen zijn, zal en mag er minder afgelost worden). Omdat de maatschap het vastgoed reeds heeft verworven, is voor het eigen vermogen deel voorlopig een overbruggingsfinanciering door Staalbankiers verstrekt tegen 2,7% rente. Deze tussenfinanciering is afgelost per 2 maart 2011.

Fondsinvestering en financiering

Het totale vermogen van de maatschap bedraagt € 67.375.000, -. Hiervan bedraagt het eigen vermogen € 19.875.000, -. Dit is verdeeld in 795 participaties van € 25.000, - (exclusief maximaal 2% emissiekosten). Daarnaast is een hypothecaire lening

Afbeelding 2 Overzicht vastgoedportefeuille

Plaats	Aantal	Huurprijs	Taxatiewaarde /Leegwaarde
Almere	10 appartementen	71.048	1.441.500
Amersfoort	11 appartementen en 3 garages	82.739	1.620.498
Den Haag	47 appartementen en 44 garages	446.420	10.994.992
Dordrecht	64 appartementen	432.019	7.315.008
Eelde	11 woningen en 29 appartementen	222.586	4.185.000
Eindhoven	28 appartementen	273.899	5.059.992
Groningen	140 appartementen	878.980	17.369.940
Kaatsheuvel	22 appartementen	123.192	3.038.994
Nijmegen	27 appartementen, 3 garages	156.461	4.159.485
Oss	20 appartementen, 39 woningen, 6 garages en 22 parkeerplaatsen	322.430	8.579.997
Rosmalen	9 woningen en 12 parkeerplaatsen	57.905	1.422.000
St. Michielsgestel	30 woningen	242.071	6.459.990
Veghel	18 appartementen	101.065	2.600.010
Zwolle	25 appartementen	267.640	4.660.000
Totaal			78.907.406

Kosten en vergoedingen

Het fonds kent een transparante en eenvoudige kostenstructuur. Naast maximaal 2% emissiekosten (hetgeen 1% lager is dan gebruikelijk in de markt) geldt een eenmalige vergoeding van 2% van de koopsom van het vastgoed voor de initiatiefnemer. Ook dit percentage is 1 tot 2% lager dan normaal in de markt. De overige kosten voor notaris (0,25% van de koopsom) en de financier (afsluitprovisie van € 135.000,-) zijn eveneens beperkt. Gesteld kan worden dat de initiële kosten van dit fonds laag zijn. Voor de exploitatiekosten van het vastgoed wordt gerekend met 23% van de huur. Dat is weer erg hoog in vergelijking met commercieel vastgoed, maar realistisch voor woningen. De onderhoudskosten zijn hoog voor woningen. Indien de werkelijke exploitatiekosten lager zijn, is dat uiteindelijk alleen maar gunstig voor de vennoten. De jaarlijkse vergoeding voor fonds- en vastgoedbeheer is met 5% voor de beheerder normaal. Hiernaast ontvangt de beheerder een winstdeling van 10% van de gerealiseerde brutowinst bij iedere verkoop van een woning, garage of parkeerplaats. Bij iedere verkoop geldt tevens 2,5% verkoopkosten (makelaar) alsmede royementskosten (hypotheek) van € 150,- per doorhaling. Per saldo is sprake van een gunstige kostenstructuur.

Rendement

Het rendement is afhankelijk van het exploitatie- en verkoopresultaat. Alle winst valt in de maatschap en wordt evenredig verdeeld onder de vennoten. De winst uit exploitatie op een woningportefeuille is vaak relatief laag. In dit fonds zal de

exploitatiewinst ongeveer 3% op jaarbasis bedragen. Daarnaast wordt echter gerekend met een regelmatige verkoopwinst door het zogenaamde uitponden (verkopen) van de woningen en appartementen zodra deze voor verkoop in aanmerking komen. Deze winst bedraagt gemiddeld over de hele looptijd ongeveer 4,5%. Totaal wordt dus 7,5% enkelvoudig rendement op de portefeuille verwacht. De gehanteerde uitgangspunten zijn realistisch en er is rekening gehouden met verkoopkosten. Tegenwoordig wordt bij veel fondsen het exit- of verkooprendement buiten beschouwing gelaten. Bij woningportefeuilles is men echter in belangrijke mate afhankelijk van het verkoopresultaat. In de prognoses is gerekend met een mutatiegraad van 8%. Dat wil zeggen dat er in het eerste jaar ongeveer 42 woningen verkocht moeten worden en gemiddeld over 7 jaar 33 woningen per jaar. Uit recente cijfers van de beheerder (eerste acht maanden) blijkt dat er tot op heden 34 woningen zijn verkocht. Voor het eerste jaar zal deze verwachting dus ruim gehaald worden. De mutatiegraad is sterk afhankelijk van de economische ontwikkelingen zodat men rekening moet houden met lagere uitkeringen in jaren waarin minder verkocht wordt. Voor de waardeontwikkeling is gerekend met 2% inflatiecorrectie op de kosten en een waardestijging van het vastgoed voor het 1e jaar 0%, 2e jaar 1,5% en daarna 2% per jaar. Op dit moment is de trend voor de inflatie juist, maar wordt een waardestijging op woningen niet behaald. Uit de voorlopige cijfers over de eerste acht maanden blijkt dat het verwachte rendement van het prospectus nog niet is behaald door met name de extra interestlasten van het overbruggingskrediet (4,9% behaald ten opzichte van geprognosticeerd 5,5%). Wellicht dat dit in de tweede helft van 2011 nog wordt verbeterd. Na circa 7 jaar wordt de resterende portefeuille verkocht. Het is mogelijk

dat de resterende portefeuille niet of later kan worden verkocht als gevolg van bijvoorbeeld marktomstandigheden.

Risico's en zekerheden

Voor woningportefeuilles geldt een lager risico dan voor commercieel vastgoed. De kans op langdurige leegstand is namelijk veel kleiner. Ook zal het risico van waardedaling beperkter zijn. Anderzijds is daardoor het rendement vaak ook lager dan bij ander vastgoed. Zeker als rekening wordt gehouden met het feit dat de mutatiegraad en de geprognosticeerde verkoopprijs wel eens lager kunnen zijn dan verwacht. Het risico op de vastgoedportefeuille is beperkt, omdat hier sprake is van een goede spreiding. Het risico dat de verkoopprognose niet behaald wordt, is echter wel aanwezig. Als de mutatiegraad lager is dan verwacht, kunnen de resultaten ook lager zijn. Met betrekking tot de financiering van de portefeuille is het een risico dat de leningen een korte looptijd hebben en de delen in de komende jaren moeten worden verlengd. Dat zou kunnen betekenen dat de rentestijging hoger is dan de rekenrente (4,45%) voor de prognoses. Voorts moeten politieke risico's ook worden meegewogen. Het eventueel beperken van de hypotheekrente-aftrek zou aanleiding kunnen zijn voor een lagere mutatiegraad dan verwacht.

Aandachtspunten en conclusies

- + koopsom aanzienlijk lager dan taxatiewaarde
- + lage kostenstructuur
- + goede spreiding vastgoedportefeuille met laag risico

Overige opmerkingen

Het fonds heeft een looptijd van zeven jaar. Tussentijds de belegging beëindigen is niet mogelijk. De structuur van het fonds is helder. De beheerder verstrekt informatie via haar website alsmede aan het adres van iedere vennoot (rapportages). De informatieverstrekking ziet er goed verzorgd uit. Minstens een maal per jaar vindt een Vergadering van Vennoten plaats, waarin de vennoten rechtstreeks zeggenschap in de Vergadering van Vennoten of via een buiten de vergadering schriftelijk te nemen besluit.

Afbeelding 3 Overzicht locaties vastgoedportefeuille



- beperkt renterisico
- belangrijk deel van het rendement afhankelijk van mutatiegraad
- tussentijds uittreden niet mogelijk

De analyse van Woningmaatschap XLI is in opdracht geschreven voor Staalbankiers Vastgoedfondsen Beheer B.V.

copyright © Beurswaage 28 juni 2011

Gelet op de aard van haar activiteiten is Beurswaage B.V. niet vergunningplichtig ingevolge de Wet op het financieel toezicht en staat Beurswaage B.V. niet onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten.

De fondsanalyses bevatten geen advies om deel te nemen in het betreffende fonds. Voor advies wordt u verwezen naar uw beleggingsadviseur.

Alle genoemde kosten en rendementen zijn vastgesteld op basis van prognoses. Aan deze cijfers zijn geen rechten te ontleen. De waarde van iedere belegging kan fluctueren, in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

BEURSWAAGE



Beurswaage B.V.

Stationsweg 44
6861 EJ Oosterbeek

Postbus 479
6710 BL Ede

T (026) 7440033
F (026) 7440034

info@beurswaage.nl
www.beurswaage.nl

Bankrekeningnummer
49.45.47.642

KvK Midden-Nederland
32111454

Wegen naar rendement