

FINANCIËLE ANALYSE TEN BEHOEVE VAN VOORGENOMEN FUSIE

12 april 2017

finance
ideas



DOEL EN OPZET ANALYSE

Doel analyse

Recent zijn AlleeWonen en WEL een onderzoek gestart naar de mogelijkheden van een fusie. Doel van dit verdiepende financiële onderzoek is inzicht krijgen in de financiële situatie van de individuele corporaties en de financiële situatie van de fusiecorporatie. Het eindproduct is een rapportage waarin de volgende onderwerpen worden behandeld:

1. Verschillen en harmonisatie uitgangspunten;
2. Financiële positie van de individuele corporaties;
3. Ingerekende fusie-effecten;
4. Financiële positie fusiecorporatie

De uitkomsten van dit onderzoek geven een beeld van de financiële situatie van de fusiecorporatie en de bijbehorende risico's. In het rapport 'Risicoanalyse ten behoeve van voorgenomen fusie' van 29 maart 2017, zijn de risico's reeds benoemd.

In de analyse is ook de verplichte scheiding tussen DAEB en niet-DAEB voor zowel de beide individuele corporaties als de fusiecorporatie meegenomen.

Opzet analyse

Finance Ideas is gevraagd een verdiepende financiële analyse uit te voeren en als onafhankelijke partij de positie van beide corporaties te beoordelen. Hiervoor heeft Finance Ideas een analyse gemaakt van de positie van de corporaties gebaseerd op de aangeleverde informatie. Per onderdeel zijn de bevindingen kort en bondig weergegeven.

Leeswijzer

Na een managementsamenvatting worden alle onderwerpen belicht in een logische volgorde. Daarbij is de volgende indeling aangehouden.

- | | |
|--|----------------|
| 1. Verschillen en harmonisatie uitgangspunten | pagina 4 - 5 |
| 2. Financiële positie van de individuele corporaties | pagina 6 - 14 |
| 3. Ingerekende fusie-effecten | pagina 15 - 17 |
| 4. Financiële positie fusiecorporatie | pagina 18 - 27 |
| 5. Conclusies | pagina 28 - 29 |

Er is geen onderzoek gedaan naar aspecten die buiten de scope van bovengenoemde onderdelen vallen.

UITGANGSPUNTEN EN TOETSINGSKADERS

Uitgangspunten analyse

Voor deze rapportage is gebruikt gemaakt van de meerjarenraming 2017 van beide corporaties. In de 'Risicoanalyse ten behoeve van voorgenomen fusie' werd nog de meerjarenraming 2016 van WEL gebruikt. Doordat WEL een jaarwissel heeft toegepast, sluiten beide meerjarenbegrotingen nu qua basisjaar op elkaar aan. Het gevolg hiervan is wel dat er kleine verschillen waarneembaar zijn in ratio's tussen deze rapportage en de rapportage ten behoeve van de risicoanalyse.

Voor een geconsolideerde berekening is harmonisatie van de uitgangssituatie noodzakelijk. Dit maakt het mogelijk om ratio's en kengetallen met elkaar te vergelijken en in perspectief te plaatsen. Beide begrotingen zijn nu op dezelfde uitgangssituatie gebaseerd: marktwaarde ultimo 2016, zodat de gegevens geconsolideerd kunnen worden. De financiële analyse heeft plaatsgevonden op de meerjarenraming 2017. Hiervoor is gekozen omdat in de meerjarenraming al het beleid van beide corporaties is verwerkt.

Toetsingskader

De financiële situatie van beide individuele corporaties en die van de fusiecorporatie is beoordeeld op basis van de financiële ratio's zoals deze zijn opgenomen in het 'Beoordelingskader scheiding DAEB/niet-DAEB' dat in mei 2016 door de Aw gepubliceerd is. Tevens is getoetst aan de ratio's die het WSW stelt.

In dit rapport zijn de volgende ratio's opgenomen:

Ratio	Geconsolideerd	DAEB (enkelvoudig)	Niet-DAEB (enkelvoudig)
ICR	X	X	X
DSCR	X	X	X
LTV	X	X	X
Solvabiliteit	X	X	X
Schuld per vhe	X		
Direct rendement		X	X

MANAGEMENTSAMENVATTING

Uitgangspunten

In het kader van het fusievoornemen wordt in deze rapportage de financiële positie van de individuele corporaties en die van de fusiecorporatie geanalyseerd. Hierbij zijn alleen uitgangspunten geharmoniseerd die noodzakelijk zijn voor het maken van een consolidatie van de cijfers. Of andere, beleidsmatige uitgangspunten worden geharmoniseerd is een keuze die corporaties te zijner tijd kunnen maken.

AlleeWonen en WEL hebben een verschillend beleid op het gebied van huur, verkoop, onderhoud en activering. Voor de fusie is harmonisatie van deze uitgangspunten niet noodzakelijk.

AlleeWonen waardeert haar vastgoed op basis van de full variant van de marktwaarde en WEL op basis van de basisvariant. De verschillen in waardering op marktwaarde zijn vermoedelijk klein (<5%). Bij fusie kan gelijkgeschakelen dus leiden tot (beperkte) aanpassingen.

Om een fusiedoorrekening te kunnen maken is het noodzakelijk om verschillen in de waarderingsgrondslagen die van substantiële financiële betekenis zijn, te harmoniseren. De beide corporaties kennen verschillen in de grondslagen voor de berekening van de operationele kasstromen en bedrijfswaarde. Om die reden hebben beide corporaties met hun accountants om tafel gezeten om te komen tot geharmoniseerde waarderingsgrondslagen voor de bedrijfswaarde. De effecten van harmonisatie van deze uitgangspunten op de financiële positie van de individuele corporaties zijn inzichtelijk gemaakt.

Voor de fusie is gerekend met de gegevens van de individuele corporaties op basis van de geharmoniseerde bedrijfswaarde uitgangspunten. Daarnaast zijn de synergievoordelen die leiden tot kostenbesparingen nader uitgewerkt en opgenomen in de doorrekening.

Conclusies

Voor beide individuele corporaties geldt dat zij zowel voor als na harmonisatie van de uitgangspunten voldoen aan alle financiële normen. Dit geldt zowel op geconsolideerd niveau als op enkelvoudig niveau voor DAEB en niet DAEB.

Een fusie verlaagt de vastgoed specifieke risico's. Het bezit van de fusiecorporatie heeft een betere spreiding dan de individuele corporaties over de verschillende woning typen (EGW, MGW en onzelfstandig) en heeft daarnaast een bezit dat ten opzichte van het gemiddelde van Nederland jonger is en energetisch beter.

Voor de fusiecorporatie geldt dat zij direct voldoet aan alle financiële ratio's. Door de ingerekende synergievoordelen ontwikkelt de financiële positie van de fusiecorporatie zich positief, waardoor de financiële positie nog sterker wordt.

De fusiecorporatie is voornemens een deel van de synergievoordelen in overleg met de huurders in te zetten ten behoeve van extra volkshuisvestelijke doelstellingen. Dit zal een negatief effect hebben op de gepresenteerde ratio's. Hierbij bepaalt het soort inzet (kosten versus investering) op welke termijn het effect optreedt.

1

Harmonisatie uitgangspunten

HARMONISATIE UITGANGSPUNTEN | HARMONISATIES

Toelichting

AlleeWonen en WEL hebben een verschillend beleid op het gebied van huur, verkoop, onderhoud en activering. Binnen AlleeWonen is daarbij sprake van een verschillend beleid tussen de vestigingen Breda en Roosendaal. Voor de fusie is geen harmonisatie van alle uitgangspunten noodzakelijk.

De macro economische parameters die beide corporaties hanteren zijn al met elkaar in lijn en sluiten aan op de parameters die gepubliceerd zijn door de Aw.

Voor het activeringsbeleid inzake het onderhoud is harmonisatie van de uitgangspunten noodzakelijk, omdat deze harmonisatie een belangrijke impact heeft op de operationele kasstroom en daarmee de kasstroomratio's en de bedrijfswaarde.

Hieronder zijn de belangrijkste verschillen in uitgangspunten weergegeven.

Parameter	AlleeWonen	WEL
Onderhoud per vhe per jaar	€ 1.850	€ 1.161
Afbouw planmatig voor einde levensduur	5 jaar	10 jaar
Gemiddelde netto restwaarde per woning	€ 9.762	€ 20.077

Beide corporaties hebben in gezamenlijk overleg met beide accountants een besluit genomen over het activeringsbeleid. Voor beide corporaties betekent dit een wijziging van de gegevens.

De effecten van harmonisatie zijn voor beide corporaties zowel op geconsolideerd niveau als op enkelvoudig niveau voor DAEB en niet-DAEB inzichtelijk gemaakt. In de financiële doorrekening van de fusiecorporatie wordt uitgegaan van de reeds geharmoniseerde gegevens.

Doorgevoerde aanpassingen

AlleeWonen Bij AlleeWonen zijn de lasten voor groot onderhoud/woningverbetering voor 100% geactiveerd. Dit heeft een positief effect op de operationele kasstromen en de kasstroomratio's. Omdat er geen huurverhoging, waardevermindering of levensduurverlenging is ingerekend zijn er geen waarde-effecten.

WEL Bij WEL zijn de investeringen voor levensduurverlenging en cv vervanging aangemerkt als onderhoudskasstroom in plaats van activering via de investeringskasstroom. Tevens wordt het planmatig onderhoud nu vijf jaar voor einde levensduur afgebouwd in plaats van tien jaar. Tot slot zijn de restwaardekosten met € 6.000 verhoogd in verband met het opnemen van uitplaatsingskosten. Voor de harmonisatie van de bedrijfswaarde is tevens rekening gehouden met hogere onderhoudslasten van € 140 per gewogen vhe per jaar (prijspeil 2017) tot einde exploitatie. Deze aanpassingen hebben een negatief effect op de operationele kasstroom en kasstroomratio's. Daarbij heeft deze harmonisatie negatieve effecten op de bedrijfswaarde.

De hierboven genoemde aanpassingen leiden tot onderstaande uitgangspunten:

Parameter	AlleeWonen	WEL
Onderhoud per vhe per jaar ¹	€ 1.610	€ 1.301
Afbouw planmatig voor einde levensduur	5 jaar	5 jaar
Gemiddelde netto restwaarde per woning ²	€ 9.762	€ 14.077

1. Het lagere onderhoud van WEL is deels verklaarbaar door het gemiddeld jongere bezit.

2. De hogere netto restwaarde bij WEL is verklaarbaar doordat zij in verhouding meer eengezinswoningen bezit.

2

Financiële positie individuele corporaties

FINANCIËLE POSITIE | KASSTROMEN

Toelichting

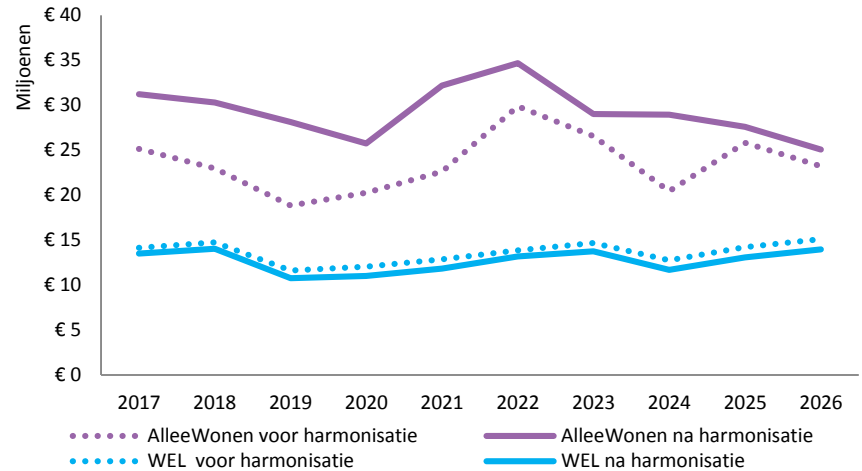
AlleeWonen
De operationele kasstromen zijn in alle jaren positief, maar kennen een vrij grillig verloop. De variatie wordt met name veroorzaakt doordat het planmatig en groot onderhoud jaarlijks grote variatie kent. Dit wordt veroorzaakt doordat het onderhoud conditiegestuurd wordt begroot. De ICR ligt ruim boven de norm van 1,4 en varieert ongeveer gelijk aan het verloop van de operationele kasstroom. Door harmonisatie neemt de operationele kasstroom toe, wat tevens een gunstig effect heeft op de ICR.

WEL
De operationele kasstromen kennen bij WEL een vrij vlak verloop. Dit wordt mede veroorzaakt doordat bij WEL het planmatig onderhoud een stabiel verloop kent. De ICR ligt ruim boven de norm van 1,4 en neemt na 2023 af, door de sterk toegenomen rentelasten. De harmonisatie heeft een beperkt negatief effect op de kasstromen en de ICR.

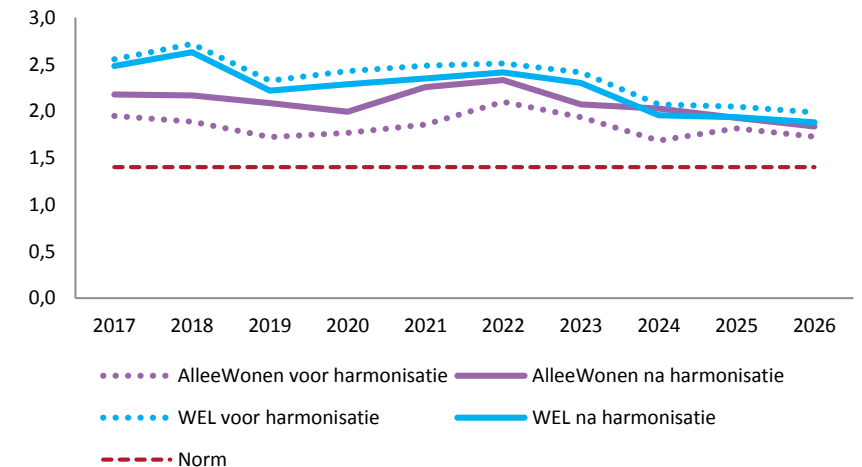
Conclusies en aanbevelingen:

De operationele kasstroom is voor beide corporaties ruim voldoende. De harmonisatie heeft een sterk positief effect op de operationele kasstroom van AlleeWonen en een beperkt negatief effect op die van WEL. Ook na harmonisatie van de uitgangspunten hebben beide corporaties een ruim voldoende kasstroom en is de ICR ruim boven de norm.

Operationele kasstromen meerjarenraming



Interest Coverage Ratio (ICR)



FINANCIËLE POSITIE | NOMINALE SCHULD EN DSCR

Toelichting

AlleeWonen

De gemiddelde schuld per (gewogen) VHE bedraagt gedurende de prognoseperiode circa € 37.000 en ligt daarmee ruim onder de signaleringsnorm van € 45.000*, maar iets boven het landelijk gemiddelde van ca. € 34.000. De nominale schuld kent daarbij een zeer stabiel verloop. De DSCR conform de definitie van het WSW (gebaseerd op theoretische aflossing en normatieve onderhoudsuitgaven) laat eveneens een stabiel verloop zien. De DSCR ligt de gehele periode ruim boven de norm. De harmonisatie heeft geen effect op de schuld per gewogen vhe en doordat de DSCR gebruik maakt van de normatieve onderhoudslast is er ook geen effect op de DSCR.

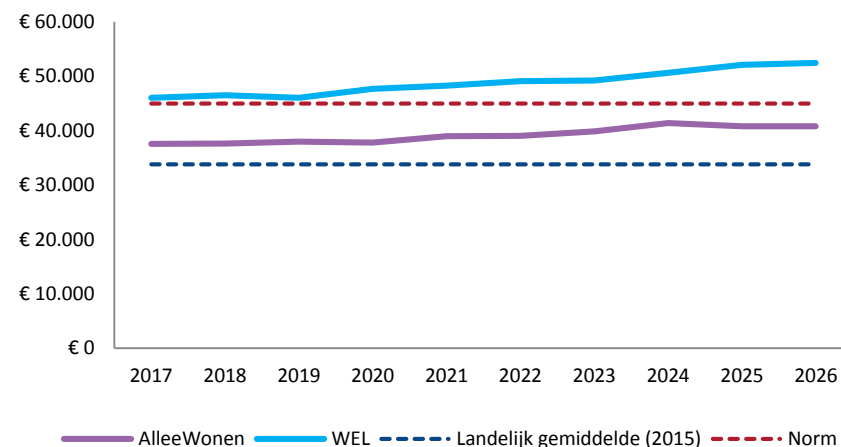
WEL

De gemiddelde schuld per VHE van WEL bedraagt gedurende de prognoseperiode circa € 48.000. Hiermee ligt de schuldpositie boven de norm. De schuld per gewogen VHE stijgt in de periode van 2017 tot 2026. Dit is deels verklaarbaar doordat WEL na 2021 geen verkopen meer ingerekend heeft. De DSCR gebaseerd op de theoretische aflossing kent bij WEL een stabiel verloop en ligt in alle jaren boven de norm van de toezichthouders. Er zijn op deze ratio's geen effecten van harmonisatie waarneembaar.

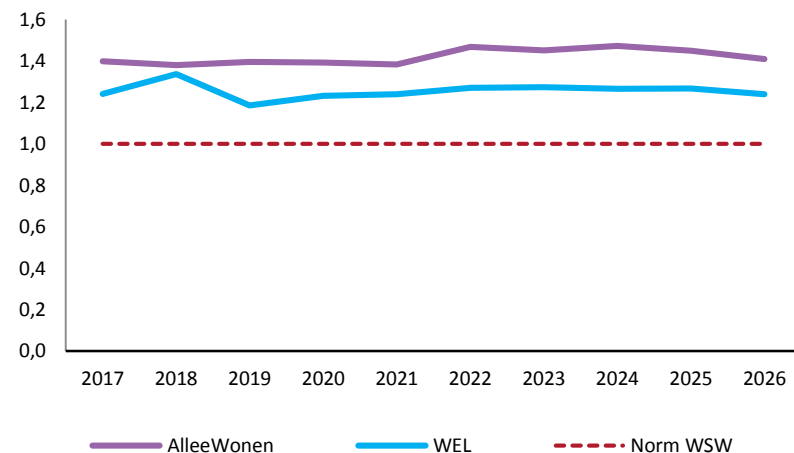
Conclusies en aanbevelingen:

De gemiddelde schuld per VHE is bij AlleeWonen stabiel en bevindt zich alle jaren onder de norm. Voor WEL geldt dat de schuld per VHE zich alle jaren boven de norm bevindt en daarbij een licht stijgende lijn kent. Beide corporaties kennen een DSCR die zich ruim boven de norm van het WSW bevindt. Harmonisatie heeft geen effect op beide ratio's.

Nominale schuld per gewogen VHE



Debt Service Coverage Ratio (DSCR) (WSW definitie)



FINANCIËLE POSITIE | SOLVABILITEIT EN LTV

Toelichting

AlleeWonen

De solvabiliteit op basis van marktwaarde ligt gedurende de gehele prognoseperiode boven de norm van 40% en kent een stijgend verloop doordat er sprake is van een positieve waardeontwikkeling. De LTV op basis van bedrijfswaarde bevindt zich onder de norm en wordt positief beïnvloed door de harmonisatie. Doordat de onderhoudslasten in de bedrijfswaardeberekening afnemen, stijgt de bedrijfswaarde en daalt de LTV.

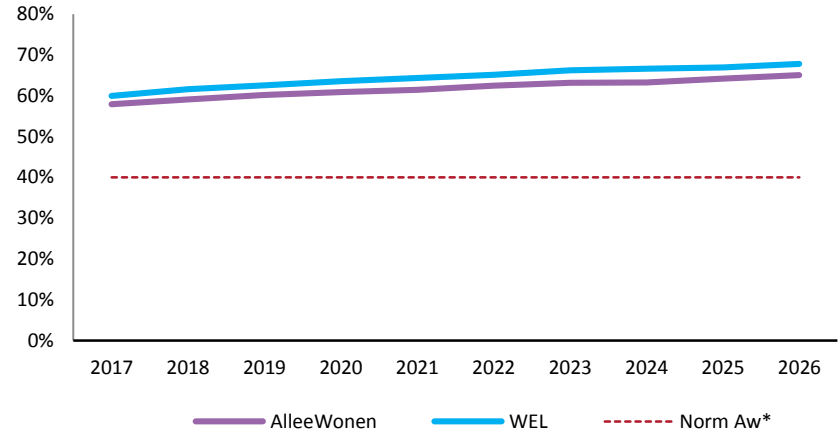
WEL

De solvabiliteit en LTV voldoen de gehele prognoseperiode ruim aan de normen en ontwikkelen zich in positieve zin. De LTV stijgt door harmonisatie doordat er meer onderhoudslasten in de bedrijfswaardeberekening terecht komen en ook de restwaarde iets lager is. Door de in verhouding tot AlleeWonen lagere onderhoudslasten, hogere huren en langere levensduur blijft de bedrijfswaarde ook na harmonisatie hoger en daarmee de LTV lager dan die van AlleeWonen.

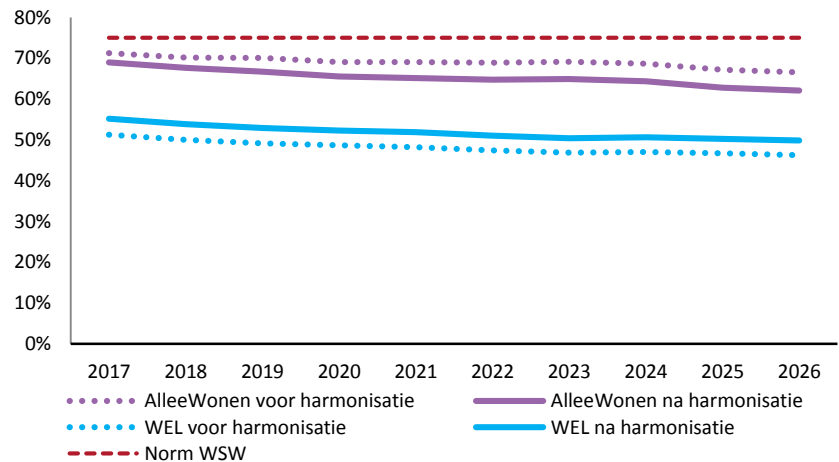
Conclusies en aanbevelingen:

De solvabiliteit en LTV van beide corporaties voldoen de gehele prognoseperiode aan de normen. De harmonisatie heeft geen effect op de solvabiliteit. De LTV wordt via de bedrijfswaarde wel beïnvloed door harmonisatie. De bedrijfswaarde van AlleeWonen stijgt gemiddeld 1% en de bedrijfswaarde van WEL daalt gemiddeld 6%.

Solvabiliteit op basis van marktwaarde



LTV op basis van bedrijfswaarde



SCHEIDING DAEB/NIET-DAEB | KASSTROMEN ICR

Toelichting

Voor de kasstroomratio's wordt verschil gemaakt in DAEB en niet-DAEB. De ICR van de DAEB tak moet minimaal 1,4 zijn. Daarbij mag ontvangen rente op de interne lening verrekend worden in de ratio's van de DAEB tak. Voor de niet-DAEB geldt een norm van 1,8.

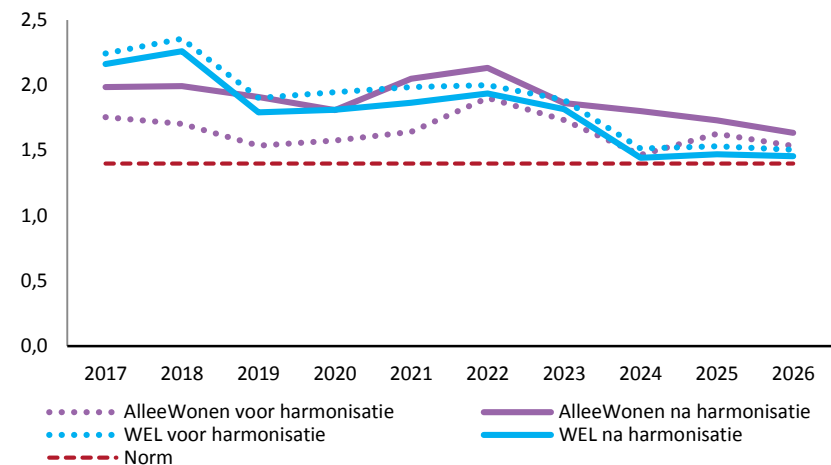
AlleeWonen Bij AlleeWonen voldoen beide takken in alle jaren aan de norm. De niet-DAEB kent een snel stijgend verloop, doordat de aflossingen en rentelasten teruglopen. In het eerste jaar wordt geen rente betaald, waardoor voor dat jaar geen ICR berekend is. De harmonisatie heeft een positief effect op de ICR van de DAEB-tak, voor de niet-DAEB-tak is dit effect verwaarloosbaar.

WEL Ook bij WEL voldoen beide takken in alle jaren aan de norm. De ICR van de DAEB-tak neemt af als gevolg van afnemende rentebaten uit de interne lening en de toegenomen rentelasten van de nieuwe leningen. Harmonisatie heeft een negatief effect waardoor de ICR in 2024 net onder de norm komt. De ICR van de niet-DAEB-tak neemt snel toe door aflossing van de interne lening.

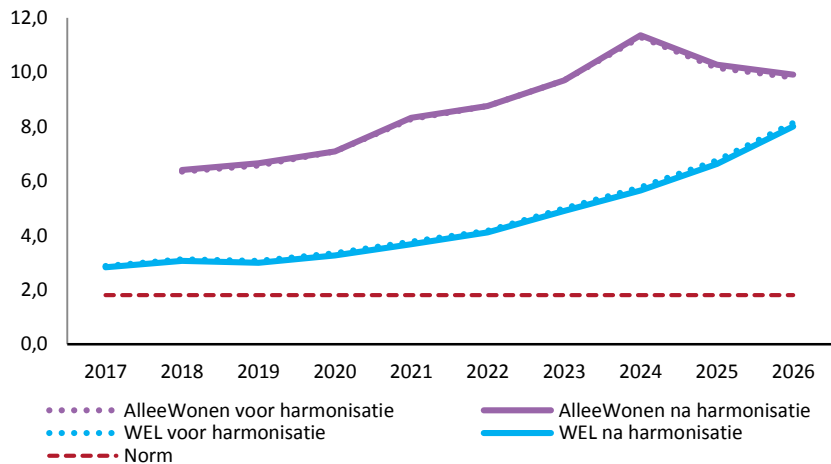
Conclusies en aanbevelingen:

Voor beide corporaties geldt dat de ICR van zowel de DAEB, als de niet-DAEB voldoet aan de eisen. Na harmonisatie voldoen beide ratio's ook in alle jaren.

ICR DAEB



ICR niet-DAEB



SCHEIDING DAEB/NIET-DAEB | KASSTROMEN DSCR

Toelichting

Voor de kasstroomratio's wordt verschil gemaakt in DAEB en niet-DAEB voor de berekening van de DSCR. Voor de DAEB-tak wordt uitgegaan van een normatieve aflossing, terwijl voor de niet-DAEB-tak de DSCR wordt bepaald op basis van de werkelijke aflossing. In beide gevallen is de norm 1,0.

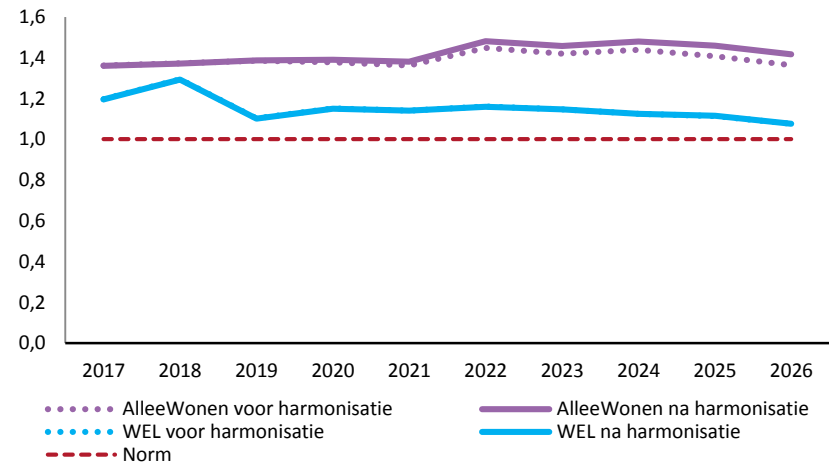
AlleeWonen Bij AlleeWonen voldoen beide takken in alle jaren aan de norm. De niet-DAEB kent een stijgende DSCR ratio, doordat door aflossingen de rentelasten teruglopen. In het eerste jaar wordt geen rente en aflossing betaald, waardoor voor dat jaar geen DSCR berekend is. De harmonisatie heeft een positief effect op de DSCR van de DAEB-tak, voor de niet-DAEB-tak is dit effect verwaarloosbaar.

WEL Ook bij WEL voldoen beide takken in alle jaren aan de norm. In de DAEB-tak kent de DSCR door het normatieve karakter een vlakker verloop. De DSCR van de niet-DAEB-tak kent een sterk stijgend verloop door aflossing op de interne lening. In de DAEB-tak treden geen harmonisatieverschillen op, in de niet-DAEB-tak is er een beperkt negatief effect, waardoor de DSCR in 2019 net onder de norm komt.

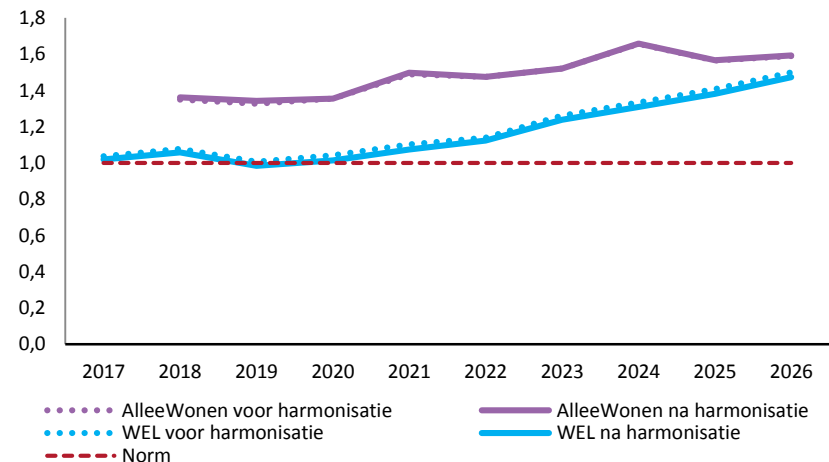
Conclusies en aanbevelingen:

Voor beide corporaties geldt dat de DSCR van zowel de DAEB, als de niet-DAEB voldoet aan de eisen. Na harmonisatie voldoen beide ratio's ook in alle jaren, met uitzondering van de DSCR voor de DAEB-tak van WEL in 2019. Aanpassingen zijn hiervoor niet noodzakelijk, omdat dit effect bij fusie vervalt.

DSCR DAEB



DSCR niet-DAEB



SCHEIDING DAEB / NIET-DAEB | VERMOGENSPOSITIE - SOLVABILITEIT

Toelichting

Uitgangspunt voor de scheiding is dat beide takken economisch zelfstandig levensvatbaar en financierbaar zijn. De solvabiliteitsnorm kent een ondergrens van 40%.

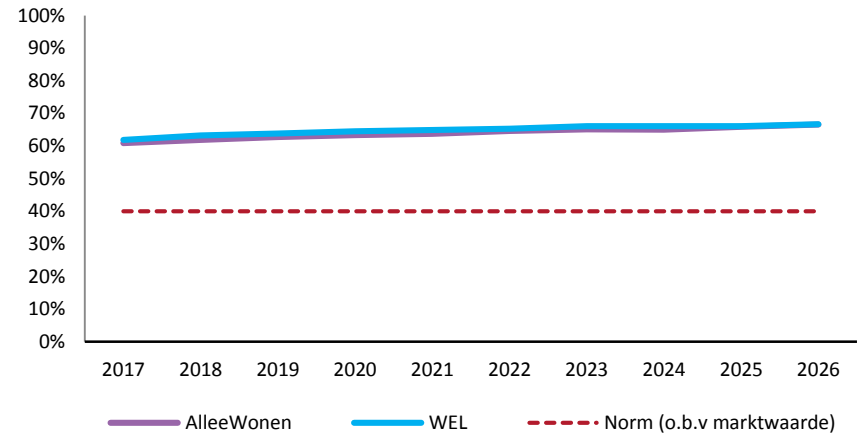
AlleeWonen Voor AlleeWonen geldt dat beide takken in alle jaren voldoen aan de gestelde normen. Door aflossing van de interne lening neemt de solvabiliteit van de niet-DAEB snel toe, terwijl die van de DAEB stabiliseert. De solvabiliteitsnorm wordt niet beïnvloed door harmonisatie van de uitgangspunten voor de activering van het onderhoud.

WEL Bij WEL voldoet de solvabiliteit van beide takken in alle jaren aan de norm. Ook hier is te zien dat de solvabiliteit van de niet-DAEB tak snel toeneemt door aflossing van de interne lening en de solvabiliteit van de DAEB tak stabiliseert. Er treedt geen effect op door harmonisatie.

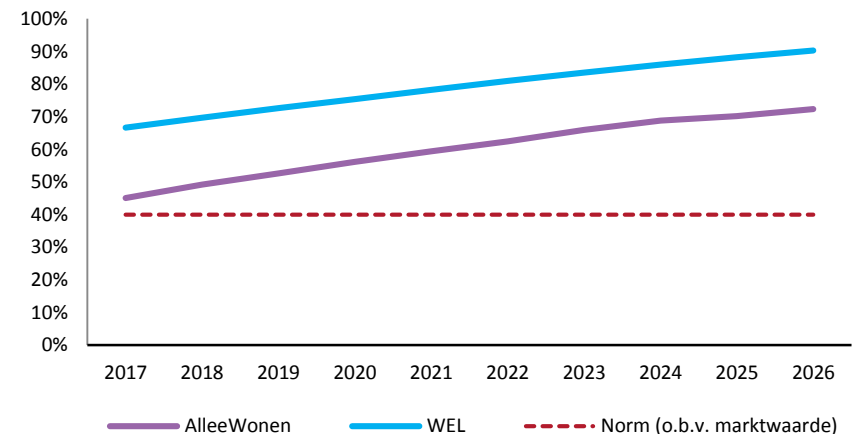
Conclusies en aanbevelingen:

Beide takken voldoen in alle jaren aan de gestelde normen. Harmonisatie heeft hierop geen effect.

Solvabiliteit DAEB



Solvabiliteit niet-DAEB



SCHEIDING DAEB / NIET-DAEB | VERMOGENSPOSITIE - LTV

Toelichting

De Loan to Value (LTV) ziet toe op de vermogenspositie op bedrijfswaarde ten opzichte van de omvang van de leningportefeuille. Zowel voor de DAEB-tak als de niet-DAEB-tak geldt dat de norm 75% bedraagt.

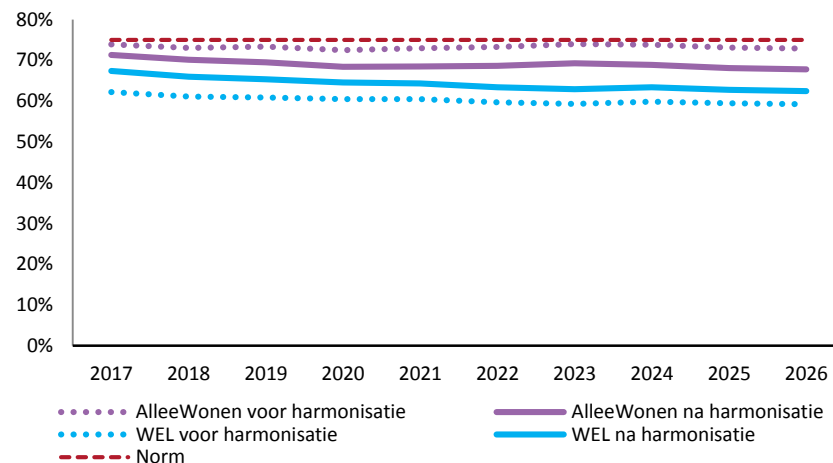
AlleeWonen De LTV voldoet bij AlleeWonen in beide takken in alle jaren aan de gestelde norm. Door aflossing van de interne lening neemt de LTV van de niet-DAEB af. DE LTV van de DAEB-tak kent een stabiel verloop. Het effect van harmonisatie is positief; doordat de bedrijfswaarde stijgt neemt de LTV af. Dit effect is uitsluitend waarneembaar in de DAEB-tak.

WEL Bij WEL voldoet de LTV van beide takken in alle jaren aan de norm. Door de aflossing van de interne lening neemt de LTV in de niet-DAEB-tak snel af. Harmonisatie van de uitgangspunten voor de bedrijfswaardeberekening heeft een beperkt negatief effect op de LTV van de DAEB-tak.

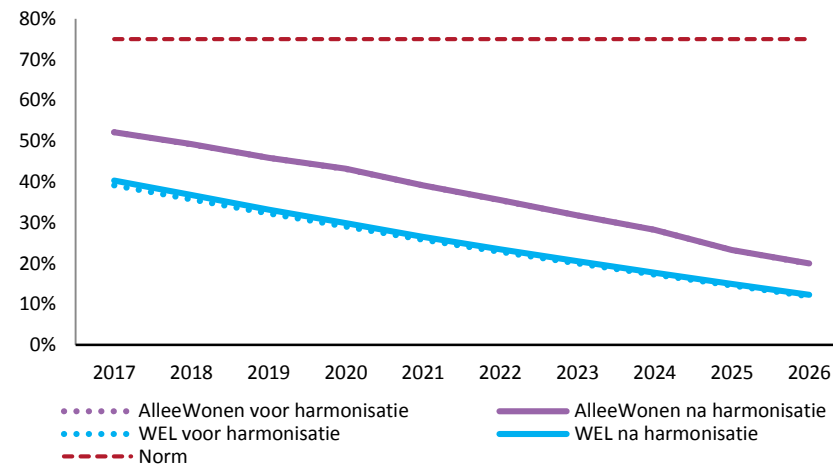
Conclusies en aanbevelingen:

Beide takken voldoen in alle jaren aan de gestelde normen. Harmonisatie heeft hierop alleen effect in de DAEB-tak.

LTV DAEB



LTV niet-DAEB



SCHEIDING DAEB/NIET-DAEB | RENDEMENT

Toelichting

Bij de scheiding tussen DAEB en niet-DAEB is het noodzakelijk de verhuureenheden op basis van hun kenmerken toe te wijzen aan DAEB of niet-DAEB. In de Woningwet is opgenomen dat de DAEB-tak niet overgecompenseerd mag zijn, het direct rendement is hiervoor een goede indicator. Voor de niet-DAEB-tak geldt dat er juist een minimale rendementseis is. Deze signaalratio ziet toe op een enigszins marktconforme exploitatie van de commerciële activiteiten. Het rendement wordt per regio bepaald en vastgesteld. Als norm wordt hier de minimumnorm van 3,5% uit het eerdere beoordelingskader aangehouden.

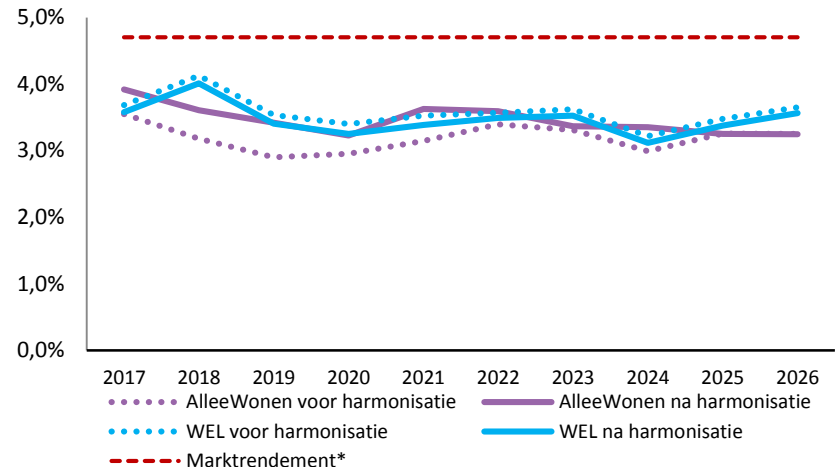
AlleeWonen Voor AlleeWonen geldt dat in de niet-DAEB tak een voldoende hoog direct rendement wordt behaald. Het verschil met de DAEB-tak is groot, maar is verklaarbaar door de afwijkende activiteiten. Omdat het rendement van de DAEB tak lager is dan 4,7% (direct rendement markt 2016) is het risico op overcompensatie nihil. De effecten van harmonisatie zijn beperkt.

WEL De niet-DAEB tak van WEL heeft een voldoende hoog direct rendement. Omdat het rendement van de DAEB-tak lager is dan 4,7% (direct rendement markt 2016) is het risico op overcompensatie nihil. De effecten van harmonisatie zijn zeer beperkt.

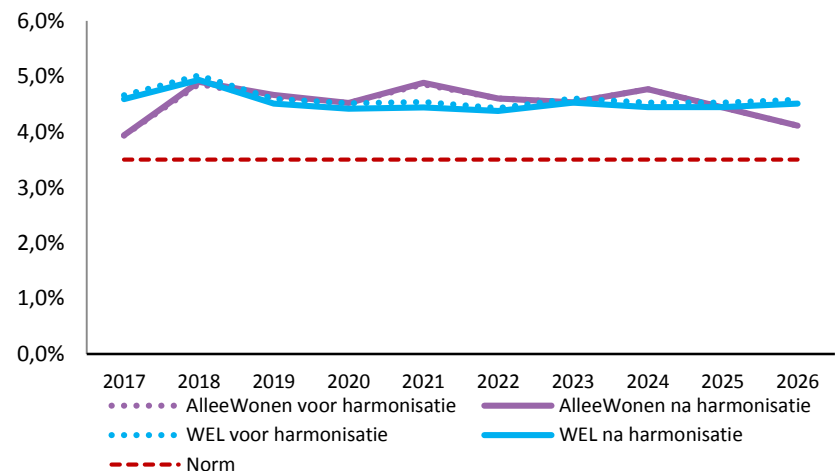
Conclusies en aanbevelingen:

Voor beide corporaties geldt dat de rendementen van beide takken voldoen aan de normen; in de DAEB tak niet te hoog en in de niet-DAEB tak niet te laag. De effecten van de harmonisatie zijn beperkt en zijn alleen in de DAEB-tak significant.

Direct rendement DAEB (in %)



Direct rendement niet-DAEB (in %)



3

Ingerekende fusie-effecten

INGEREKENDE FUSIE EFFECTEN

Toelichting

AlleeWonen en WEL hebben een inschatting gedaan van de omvang van de synergievoordelen. Deze komen totaal uit op ca. € 4,3 miljoen (inclusief het rentevoordeel). De volgende onderdelen zijn meegenomen in de synergievoordelen:

Onderdeel	Besparingspotentieel
Besparing van beïnvloedbare lasten	€ 2.170.000
Minder personeel	€ 750.000
Lagere onderhoudslasten	€ 800.000
Rentevoordeel	€ 550.000
Totaal	€ 4.270.000

De fusievoordelen zijn niet direct vanaf het eerste jaar volledig te realiseren. Daarnaast dient voor de fusie rekening te worden gehouden met extra kosten in 2017. Deze zijn door AlleeWonen en WEL ingeschat op een bedrag van € 3.750.000. Het rentevoordeel ontwikkelt zich door de jaren heen, doordat door de overige effecten een positievere operationele kasstroom ontstaat, waardoor minder leningen aangetrokken hoeven te worden.

In onderstaande tabel is weergegeven hoe de kosten en opbrengsten (beiden prijspeil 2017) van de fusie zich door de jaren ontwikkelen. Het rentevoordeel is hierin niet meegenomen.

Jaar	Kosten	Opbrengsten	Netto
2017	€ 3.750.000	€ 1.682.000	- € 2.068.000
2018		€ 2.928.000	€ 2.928.000
2019 e.v.		€ 3.719.000	€ 3.719.000

Effecten synergievoordelen

De synergievoordelen vinden plaats binnen de toegelaten instelling en zijn dus zowel op geconsolideerd niveau als enkelvoudig volledig van invloed. De verdeling van deze posten naar DAEB en niet-DAEB zijn gebaseerd op de verhouding van DAEB en niet-DAEB van de onderliggende posten van de fusiecorporatie. Hierbij is voor de voordelen rekening gehouden met de bijbehorende index; voor de besparing op beïnvloedbare lasten wordt de inflatie index gebruik, voor de besparing op personeelslasten etc. Het rente effect is berekend op basis van de kasstroomaanpassingen en de gevolgen hiervan op het aantrekken van nieuwe leningen.

De synergievoordelen manifesteren zich met name in een betere operationele kasstroom, enerzijds door direct lagere lasten en anderzijds op termijn door lagere rente-uitgaven als gevolg van het aantrekken van minder leningen. De betere operationele kasstroom leidt er toe dat er minder leningen aangetrokken worden, dit zorgt voor een lagere schuldbestand op termijn, waardoor balansratio's verbeteren.

Doordat de lasten dalen stijgt de bedrijfswaarde van het bezit ook. Doordat in de marktwaarde geen beleidskasstromen zijn opgenomen, hebben de synergievoordelen geen invloed op de marktwaarde van het bezit. De ratio's die in hoofdstuk 2 beschouwd zijn, worden in het volgende hoofdstuk voor de fusiecorporatie geanalyseerd. Hierbij zijn de ratio's weergegeven met en zonder de fusie effecten, zodat zichtbaar is welke synergievoordelen de fusie oplevert.

Voorafgaand aan de analyse van de financiële effecten van de fusie, is inzichtelijk gemaakt welk effect de fusie heeft op het risicoprofiel van de vastgoedportefeuille.

INGEREKENDE FUSIE EFFECTEN

Oordeel

Wij hebben de fusievoordelen zoals die door AlleeWonen en WEL zijn aangeleverd beoordeeld, zonder analyse van de achterliggende gegevens.

De besparing op beïnvloedbare lasten wordt veroorzaakt door besparing op onder andere huisvestingskosten en ICT en lijkt realistisch.

In 2015 had AlleeWonen een verhouding van 101 gewogen vhe per FTE en WEL een verhouding van 113 gewogen vhe per FTE (conform CiP). In 2015 hadden volgens de CiP beide corporaties samen $180 + 46 = 226$ FTE op een voorraad van $18.203 + 5.216 = 24.419$ gewogen vhe. Dit is totaal 104 gewogen vhe per FTE. Daarmee werken beide corporaties gezamenlijk iets minder efficiënt dan vergelijkbare corporaties in Nederland, waarbij de verhouding 109 vhe per FTE bedraagt. Met de fusie verwachten WEL en AlleeWonen een personele bezetting van 1 FTE per 120 vhe te kunnen realiseren. Gezien de omvang van de fusiecorporatie is deze personele besparing niet onrealistisch, maar het zorgt er wel voor dat de fusiecorporatie efficiënter moet werken dan corporaties van vergelijkbare omvang. De personele besparing is doorgerekend met gemiddelde salariskosten à € 65.000 per FTE. De werkelijke kosten zijn afhankelijk van de functies waarop bespaard kan worden. Deze gedetailleerde invulling is momenteel nog niet beschikbaar.

Het rentevoordeel is ingeschat op € 550.000 gemiddeld per jaar. Op basis van de werkelijke berekening komt het voordeel uit op gemiddeld € 578.000 per jaar over de periode van 2018 tot en met 2026. Het rentevoordeel loopt daarbij op en bedraagt in 2026 ca. € 1,6 miljoen.

De ingerekende fusievoordelen zouden haalbaar moeten zijn, waarbij ons inziens het rentevoordeel voorzichtig is ingeschat.

Inzet fusievoordelen

Beide corporaties hebben met hun huurbelangenverenigingen afgesproken om de synergievoordelen in te zetten ten behoeve van de volkshuisvesting. Om deze reden zijn gesprekken gaande om te bepalen hoe de middelen ingezet kunnen worden. Hierbij wordt gesproken over inzet van middelen in zaken die aan te merken zijn als extra kosten en daarmee een direct operationeel kasstroomeffect hebben (extra personeel, huurverlaging). Ook wordt gesproken over de inzet van middelen voor investeringen in nieuwbouw en/of woningverbetering waarvan de operationele (rente) effecten in de toekomst liggen. De inzet van de fusievoordelen zal de ratio's zoals gepresenteerd negatief beïnvloeden.

De inzet van middelen voor investeringen in plaats van extra kosten heeft minder effect op de ratio's omdat deze kleinere en beter gespreide effecten hebben op de operationele kasstroom. Vanuit financieel perspectief verdient dit dus de voorkeur

4

Financiële positie fusiecorporatie

FUSIE | VASTGOED RISICOPROFIEL

Toelichting

Naast financiële effecten heeft de fusie een mitigerend effect op het vastgoed risicoprofiel. De fusiecorporatie heeft haar bezit goed gespreid over de verschillende woningtypen; 50% eengezinswoningen, 46% meergezinswoningen en 4% onzelfstandige woningen. Voor de fusie is het aandeel meergezinswoningen bij AlleeWonen oververtegenwoordigd (51%) en het aandeel eengezinswoningen bij WEL (70%).

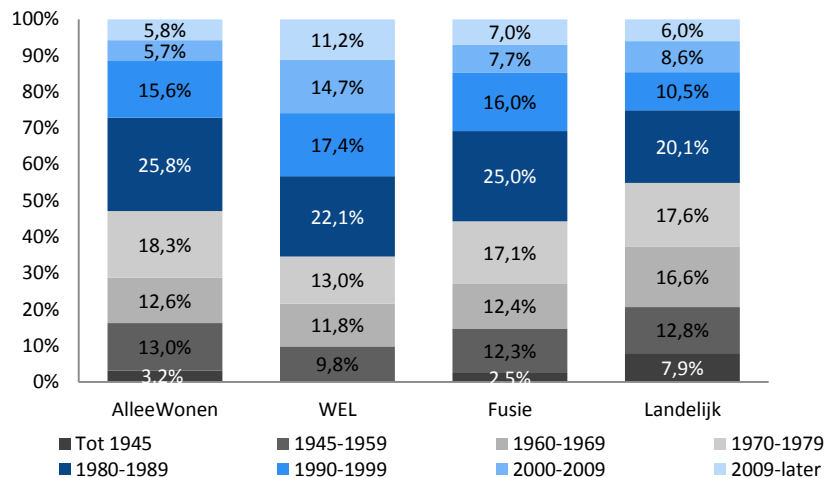
De fusie heeft in alle bouwjaarcategorieën een mitigerend effect. Daar waar AlleeWonen relatief veel woningen van voor 1980 kent is dit bij WEL juist niet het geval. Een omgekeerd effect vindt plaats bij woningen uit de jaren na 2000. Daarvan heeft WEL in tegenstelling tot AlleeWonen juist veel woningen. De fusiecorporatie heeft ten opzichte van het gemiddelde in Nederland een jonger bezit waarbij met name opvalt dat woningen van voor 1945 vrijwel niet aanwezig zijn en woningen van na 1980 juist een relatief groot deel van het bezit vertegenwoordigen.

Het positieve effect van de fusie is ook bij de energielabels waarneembaar. Met name de grote hoeveelheid groene (A++ tot en met C) en kleine hoeveelheid rode (E tot en met G) labels van WEL zorgen ervoor dat de fusiecorporatie ten opzichte van het gemiddelde van Nederland meer groene labels kent, daar waar AlleeWonen nu net iets minder groene labels dan gemiddeld heeft.

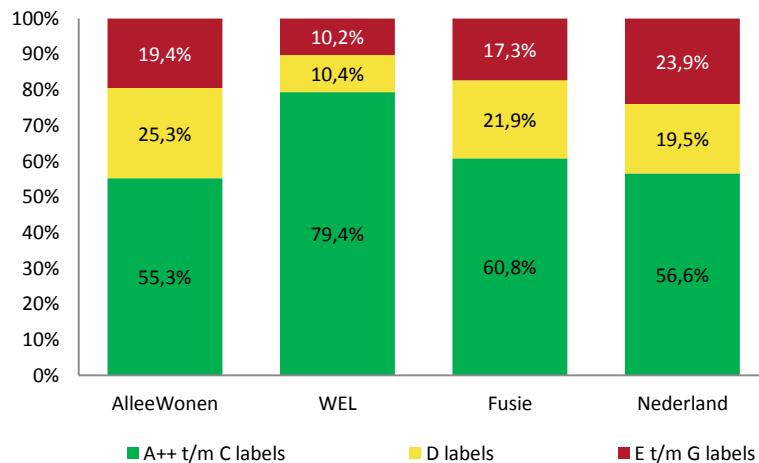
Conclusies en aanbevelingen:

Het jonge en energetisch goede bezit van WEL draagt er aan bij dat de fusiecorporatie een jonger en energetisch beter bezit heeft dan de gemiddelde Nederlandse corporatie.

Effect fusie op leeftijdsopbouw bezit



Effect fusie op energielabels bezit



FUSIE | KASSTROMEN

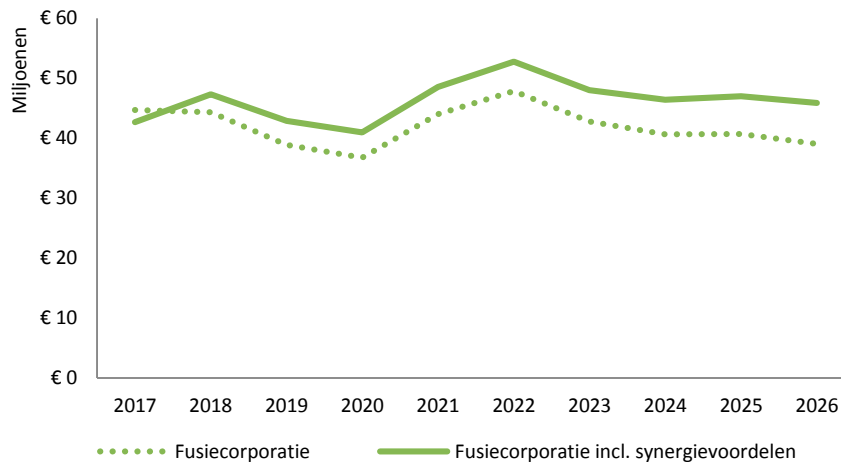
Toelichting

Fusiecorporatie

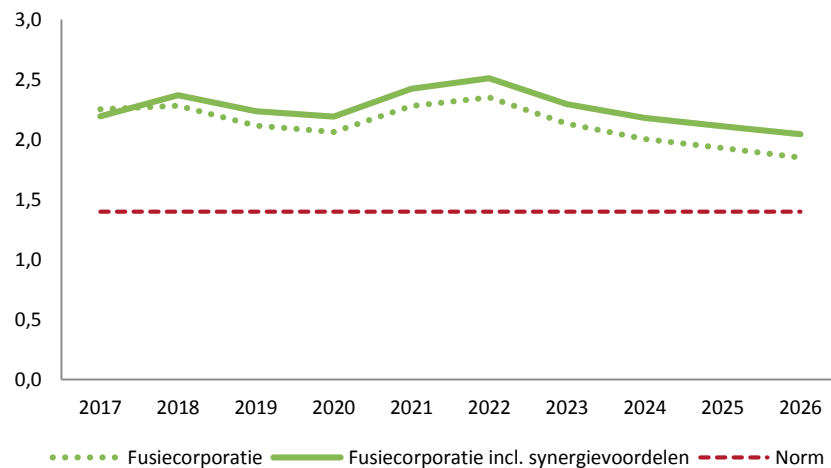
De operationele kasstromen van de fusiecorporatie zijn in alle jaren ruim voldoende. De kosten voor de fusie hebben in het eerste jaar een drukkend effect op de operationele kasstroom, maar in de daarop volgende jaren loopt het voordeel door de synergie effecten op tot ca € 6,9 miljoen.

De ICR ratio van de fusiecorporatie voldoet ruimschoots aan de norm. Het effect van de synergievoordelen die leiden tot een hogere operationele kasstroom en de lagere rentelasten is goed zichtbaar. De ICR is tussen de 0,1 en 0,2 hoger na het inrekenen van de synergievoordelen.

Operationele kasstromen meerjarenraming



Interest Coverage Ratio (ICR)



Conclusies en aanbevelingen:

De operationele kasstroom en ICR van de fusiecorporatie zijn ruim voldoende. De synergievoordelen van de fusie hebben een positief effect dat door de jaren heen groter wordt door het rentever verschil.



FUSIE | NOMINALE SCHULD EN DSCR

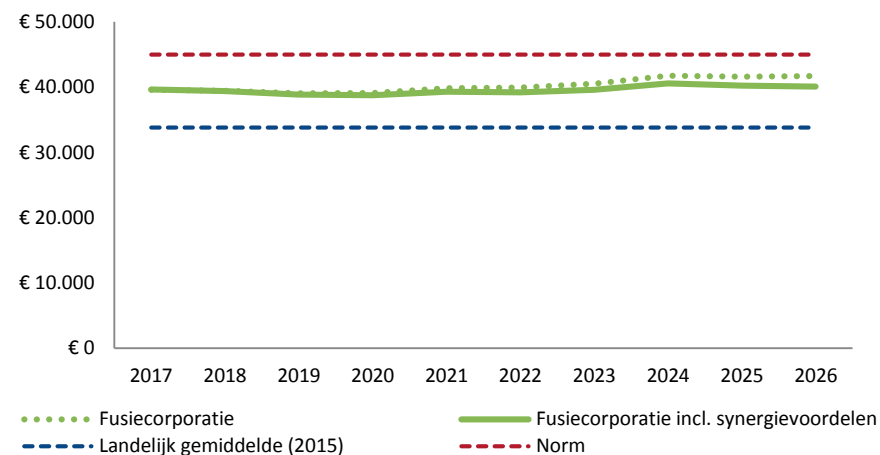
Toelichting

Fusiecorporatie

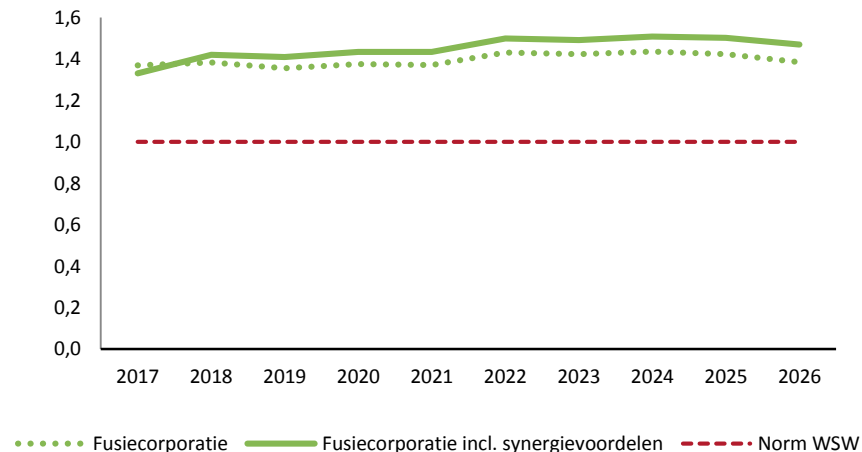
De nominale schuld per gewogen vhe komt door de fusie rond de € 40.000 per gewogen vhe te liggen. De synergievoordelen leiden ertoe dat er minder financiering aangetrokken wordt, waardoor in 2026 de nominale schuld per gewogen vhe ca. € 1.600 lager is ten opzichte van de situatie waarin geen synergievoordelen doorgerekend zijn.

De DSCR voldoet in alle jaren aan de norm, doordat de synergievoordelen leiden tot een hogere operationele kasstroom, neemt de DSCR sterker toe dan wanneer geen synergievoordelen worden ingerekend.

Nominale schuld per gewogen VHE



Debt Service Coverage Ratio (DSCR) (WSW definitie)



Conclusies en aanbevelingen:

De gemiddelde schuld van de fusiecorporatie ligt ongeveer tussen het landelijk gemiddelde en de signaleringsnorm in. De gemiddelde schuld daalt licht door de synergievoordelen. Ook de DSCR wordt beter door de synergievoordelen.



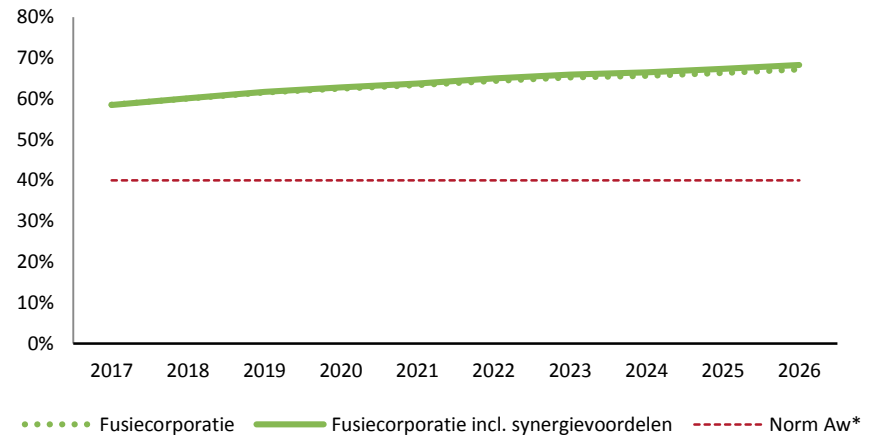
FUSIE | SOLVABILITEIT EN LTV

Toelichting

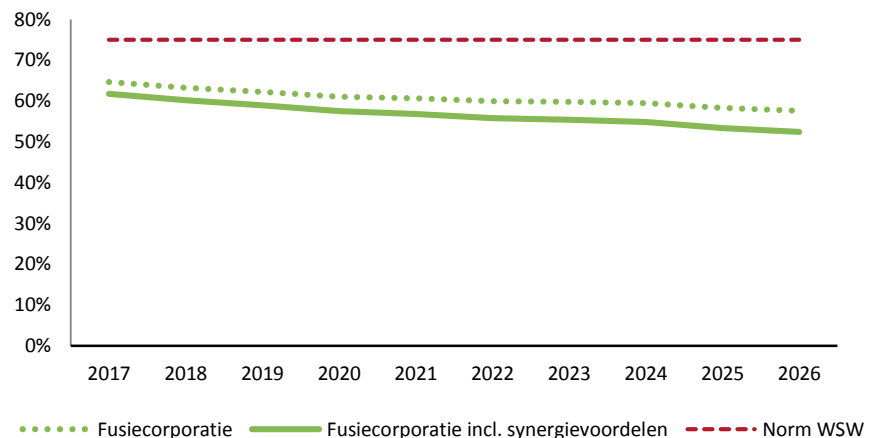
Fusiecorporatie
De solvabiliteit van de fusiecorporatie ligt ruim boven de norm. De synergievoordelen leveren geen extra marktwaarde op, maar wel op termijn een lagere leningportefeuille. Dit effect is echter zo klein op de totale leningportefeuille, dat de solvabiliteit nauwelijks veranderd.

De LTV ligt in alle jaren onder de norm. Door het inrekenen van synergievoordelen stijgt de bedrijfswaarde en neemt de LTV af.

Solvabiliteit op basis van marktwaarde



LTV op basis van bedrijfswaarde



Conclusies en aanbevelingen:

De solvabiliteit en LTV voldoen ruimschoots aan de normen. Op de LTV is een positief effect waarneembaar van de synergievoordelen.



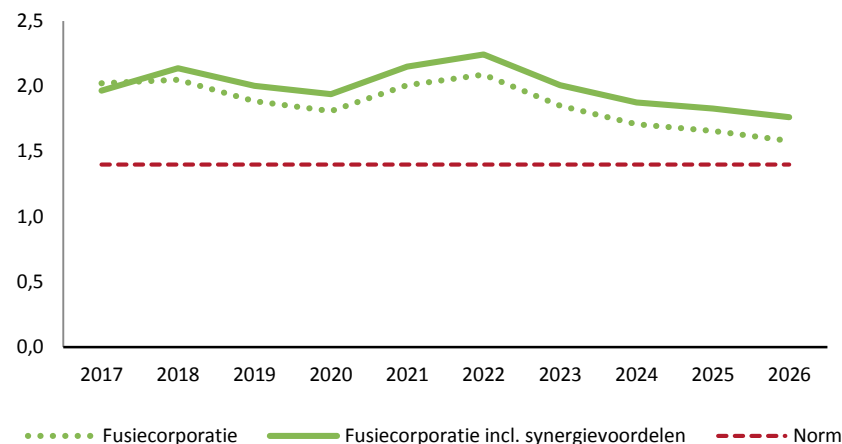
FUSIE | SCHEIDING DAEB/NIET-DAEB | KASSTROMEN - ICR

Toelichting

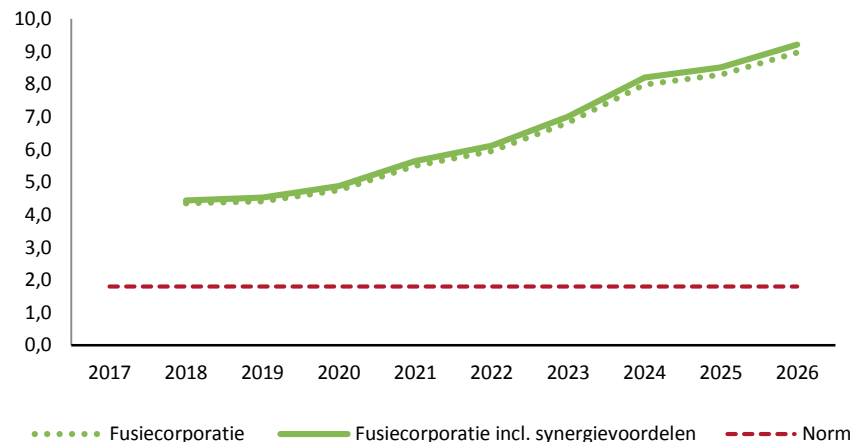
Fusiecorporatie

De ICR van de DAEB- en niet-DAEB-tak zijn in alle jaren ruim boven de norm. De synergievoordelen leiden tot hogere operationele kasstromen en lagere rentelasten. In alle jaren na 2017 leidt dit tot een betere ICR. Met name in de DAEB-tak is dit effect goed zichtbaar.

ICR DAEB



ICR niet-DAEB



Conclusies en aanbevelingen:

De ICR van de fusiecorporatie voldoet in alle jaren aan de ICR norm voor de DAEB- en niet-DAEB-tak. De synergievoordelen zorgen voor nog betere ratio's.

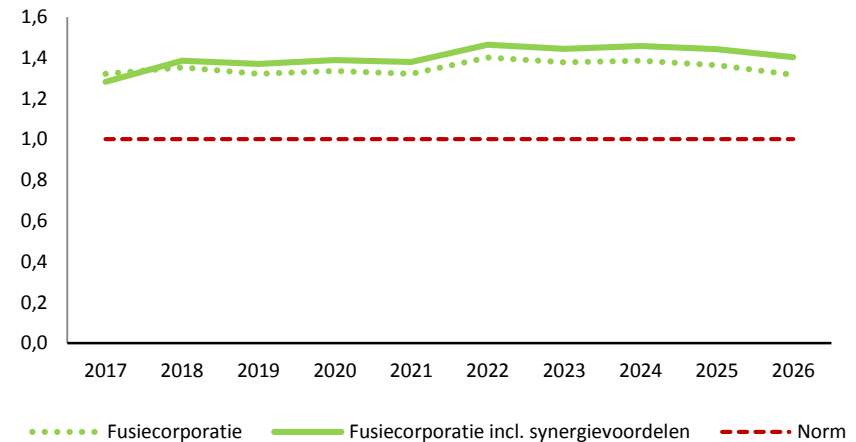
FUSIE | SCHEIDING DAEB/NIET-DAEB | KASSTROMEN - DSCR

Toelichting

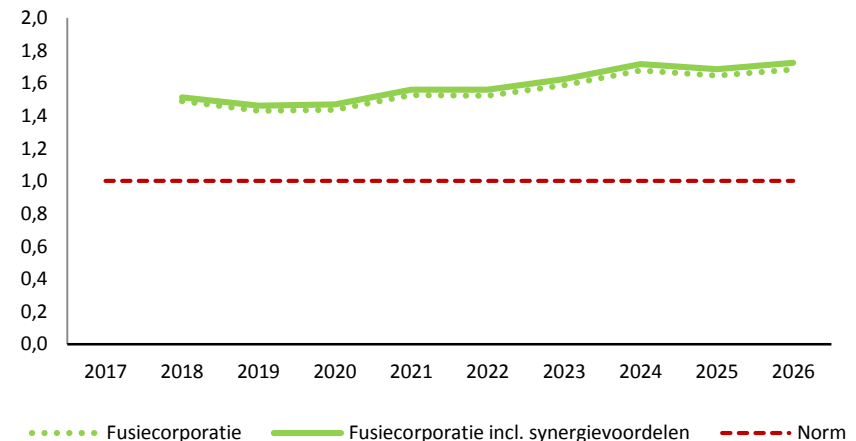
De DSCR van de fusiecorporatie is zowel in de DAEB-tak als niet-DAEB-tak in alle jaren ruim boven de norm. De synergievoordelen leiden tot hogere operationele kasstromen en lagere rentelasten. Dat leidt in alle jaren na de fusie tot een betere DSCR. Dit effect is met name in de DAEB-tak zichtbaar.

Fusiecorporatie

DSCR DAEB



DSCR niet-DAEB



Conclusies en aanbevelingen:

Voor de fusiecorporatie geldt dat de DSCR van de DAEB- en niet-DAEB-tak, in alle jaren voldoet aan de eisen. De synergievoordelen leiden tot iets hogere DSCR in de DAEB-tak.

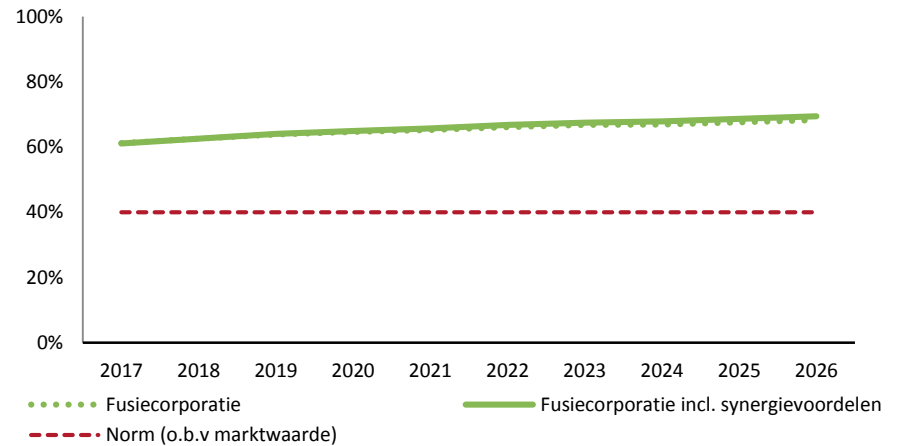
FUSIE | SCHEIDING DAEB / NIET-DAEB | VERMOGENSPOSITIE (I)

Toelichting

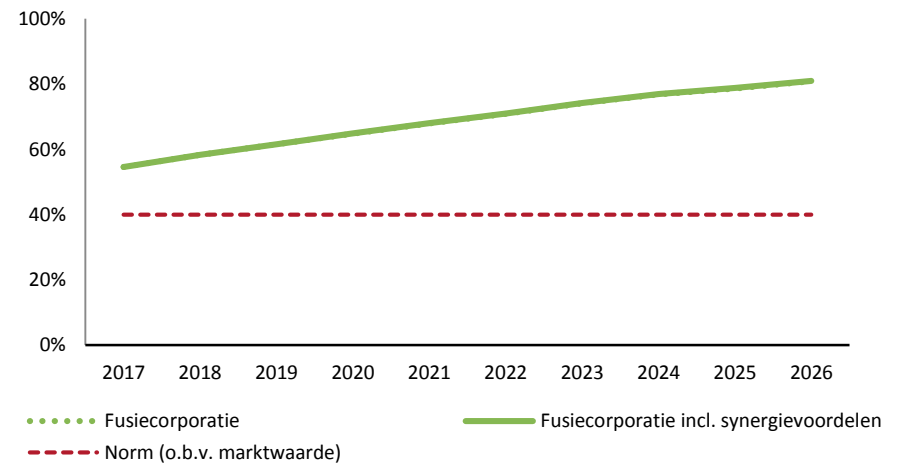
Fusiecorporatie

De solvabiliteit van zowel de DAEB- als de niet-DAEB-tak ligt in alle jaren ruim boven de norm. Doordat de synergievoordelen geen extra marktwaarde opleveren, maar wel op termijn een lagere DAEB leningportefeuille is een klein effect waarneembaar op de solvabiliteit van de DAEB-tak. Voor de niet-DAEB-tak is er geen verschil.

Solvabiliteit DAEB



Solvabiliteit niet-DAEB



Conclusies en aanbevelingen:

Beide takken voldoen in alle jaren aan de gestelde normen. Harmonisatie heeft hierop alleen in de DAEB-tak een uiterst beperkt effect.

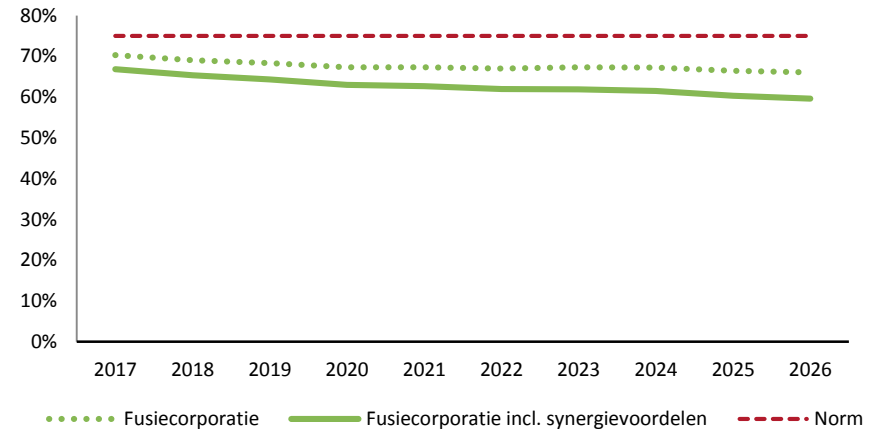
FUSIE | SCHEIDING DAEB / NIET-DAEB | VERMOGENSPOSITIE (II)

Toelichting

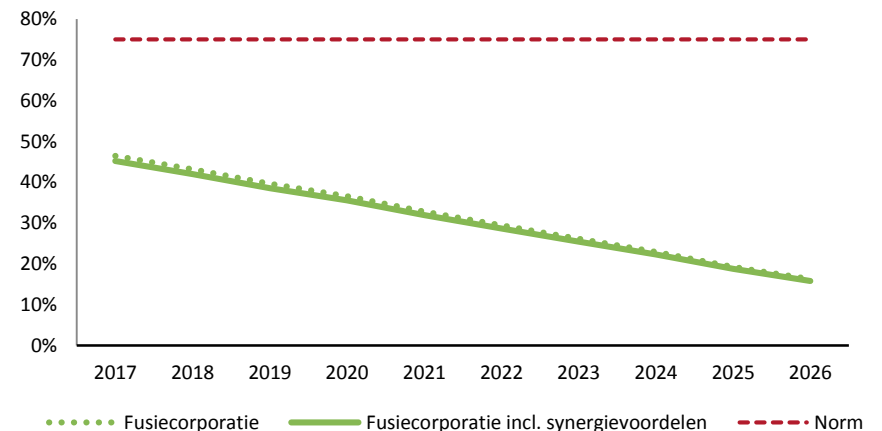
Fusiecorporatie

De LTV van zowel de DAEB- als de niet-DAEB-tak ligt in alle jaren ruim onder de norm. Doordat de synergievoordelen een positief effect hebben op de bedrijfswaarde en er op termijn een lagere DAEB leningportefeuille is, heeft de fusie een positief effect op de LTV. In de niet-DAEB-tak is ook een effect waar te nemen, maar dit is kleiner.

LTV DAEB



LTV niet-DAEB



Conclusies en aanbevelingen:

Beide takken voldoen in alle jaren aan de gestelde normen. Synergievoordelen hebben daarbij een positief effect, dat met name in de DAEB-tak waarneembaar is.

FUSIE | SCHEIDING DAEB/NIET-DAEB | RENDEMENT

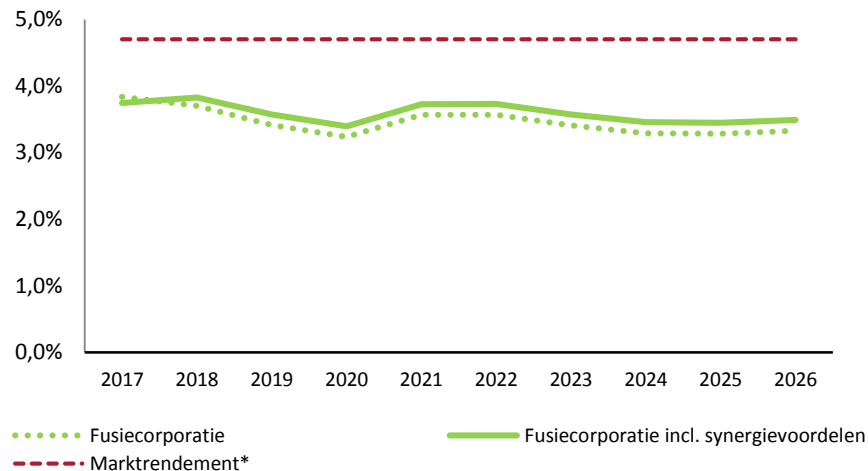
Toelichting

Fusiecorporatie

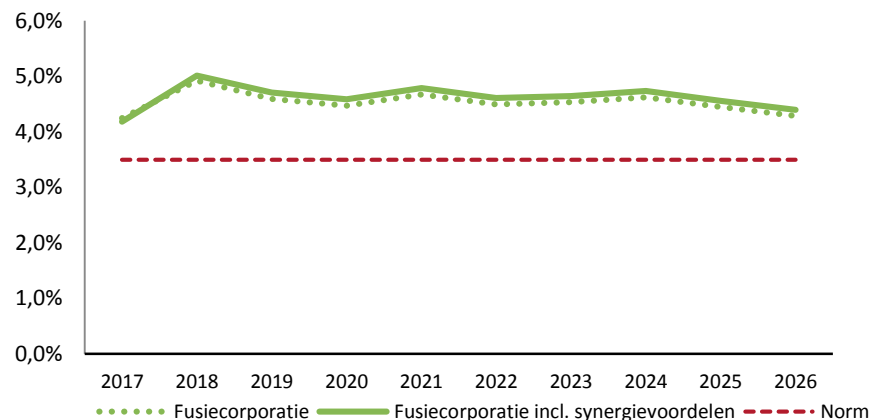
In de DAEB-tak ligt het rendement ruim onder het marktrendement van 4,7%. Hierdoor is de kans op overcompensatie nihil. Het rendement verbetert door de ingerekende synergievoordelen.

In de niet-DAEB-tak ligt het rendement ruim boven de signaleringsnorm van 3,5%. Ook in deze tak is een klein effect te zien van de synergievoordelen.

Direct rendement DAEB (in %)



Direct rendement niet-DAEB (in %)



Conclusies en aanbevelingen:

Voor de fusiecorporatie geldt dat de rendementen van beide takken voldoen aan de normen; in de DAEB-tak niet te hoog en in de niet-DAEB-tak niet te laag. De synergievoordelen zorgen in beide takken voor een verbetering van de rendementen.



6

Conclusies

CONCLUSIES

Individuele corporaties

Voor beide corporaties geldt dat zij er financieel goed voor staan en zowel op geconsolideerd niveau als na de scheiding DAEB en niet-DAEB voldoen aan de financiële normen die de Aw en het WSW stellen.

Harmonisatie van uitgangspunten voor het activeringsbeleid (aanpassingen AlleeWonen en WEL) en de afbouw voor einde levensduur van het planmatig onderhoud en ingerekende restwaarde (WEL), hebben effect op de kasstroomratio's en balansratio's.

De effecten van harmonisatie zijn positief voor AlleeWonen en negatief voor WEL. Op een kleine uitzondering in één jaar na voldoen beide corporaties na harmonisatie aan alle gestelde normen. Dit geldt zowel op geconsolideerd niveau als voor de enkelvoudige benadering van de DAEB- en niet-DAEB-tak.

Fusiecorporatie

De fusiecorporatie voldoet in alle jaren aan de normen. De synergievoordelen zorgen met name voor betere kasstroomratio's. Door de besparingen verbeteren de kasstromen direct en als gevolg hiervan worden minder leningen aangetrokken. Dit heeft een bijkomend positief effect op de kasstromen, doordat minder rente betaald hoeft te worden. De in 2017 ingerekende fusiekosten hebben alleen in dat jaar een beperkt negatief effect op de ratio's.

De solvabiliteit verbetert hierdoor ook op langere termijn. De lagere uitgaande kasstromen leiden daarnaast tot een hogere bedrijfswaarde, waardoor de LTV verbetert.

Beide corporaties zijn financieel gezond voor de fusie. Door harmonisatie veranderen de ratio's beperkt, maar blijven de corporaties financieel gezond. Fusie zorgt voor een lager risicoprofiel van het vastgoed en voor een betere financiële positie.

Indien de fusiecorporatie besluit een deel van de synergievoordelen in overleg met de huurders in te zetten ten behoeve van volkshuisvestelijke doelstellingen, heeft dit een negatief effect op de ratio's. Hierbij bepaalt het soort inzet (kosten vs. investering) op welke termijn het effect optreedt.

Contact opnemen met Finance Ideas

Finance Ideas B.V.
Kantoor HNK Utrecht
Weg der Verenigde Naties 1
3527 KT Utrecht

Telefoon: 030 - 232 0480
Fax: 030 - 236 4852

www.finance-ideas.nl

Auteurs:
Drs. Daan Vrijmoet MRE
ir. Joost Huijbregts MRE

MEER IMPACT MET MAATSCHAPPELIJK KAPITAAL

