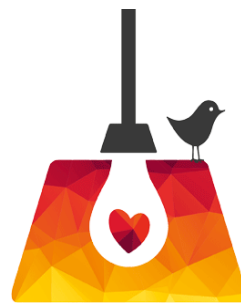


FINANCIËEL ONDERZOEK
INZAKE VOORGENOMEN FUSIE

Juli 2018

finance
ideas



jouw woningcorporatie
DE VESTE

DOEL EN OPZET ANALYSE

Doel analyse

Eind 2016 heeft een zorgvuldigheidsonderzoek plaatsgevonden in het kader van een mogelijke fusie tussen De Veste en BW Vechtdal. De wens om te fuseren is recent nieuw leven ingeblazen; derhalve heeft een gedeeltelijke update van dit onderzoek plaatsgevonden. Doel van dit onderzoek is de financiële situatie van de fusiecorporatie inzichtelijk te krijgen. Het eindproduct is een financieel onderzoek waarin de startpositie van de fusiecorporatie wordt beschreven op de volgende terreinen:

1. Financiële positie van de individuele corporaties;
2. Verschillen in vastgoedprofielen;
3. Verhuur van bijzonder vastgoed: zorgvastgoed, MOG en BOG;
4. Huurbeleid;
5. Investerings;
6. Onderhoudsuitgaven;
7. Leningenportefeuille;
8. Vennootschapsbelasting;
9. Studentenhuisvesting van De Veste.

De uitkomsten van dit onderzoek worden gebruikt ten behoeve van de onderbouwing van de fusie bij ILT-Aw en WSW.

Opzet analyse

Finance Ideas is gevraagd het financieel onderzoek inzake de voorgenomen fusie uit te voeren en de financiële positie van de fusiecorporatie in beeld te brengen. In de analyse is ook de verplichte scheiding tussen DAEB en niet-DAEB voor zowel de beide individuele corporaties als de fusiecorporatie meegenomen.

Beperkingen

Op het financieel onderzoek zijn de volgende beperkingen van toepassing:

1. Synergievoordelen worden buiten beschouwing gelaten;
2. Het onderzoek is uitgevoerd op basis van de door beide corporaties aangeleverde gegevens en de aan de toezichthouders doorgegeven wijzigingen; er is geen eigenstandig onderzoek uitgevoerd door Finance Ideas;
3. Er is uitgegaan van een prognoseperiode van vijf jaar.

Leeswijzer

Na een managementsamenvatting worden in de volgende hoofdstukken alle aspecten doorgelicht en beoordeeld.

- | | |
|---------------------------------------|--------------|
| 1. Financiële positie fusiecorporatie | slide 3 - 5 |
| 2. Input voor financiële doorrekening | slide 6 - 19 |
| 3. Bijlagen | slide 20-29 |
| 1. Uitgangspunten en wijzigingen | |
| 2. Financiële positie DAEB/niet-DAEB | |
| 3. Enschede (studentenhuisvesting) | |

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

MANAGEMENTSAMENVATTING: CONCLUSIES & BEHEERSMAATREGELEN

Conclusies

1. Beide corporaties hebben een gezonde financiële positie. Onder gelijkblijvende omstandigheden/uitgangspunten ontstaat ook na de fusie een financieel gezonde organisatie. Aan alle relevante normen wordt in de doorrekening ruimschoots voldaan.
2. De gelijke karakters van de samenstelling van het bezit naar bouwjaren zorgen ervoor dat er nauwelijks effect zichtbaar is bij de samenstelling van de portefeuille van de fusiecorporatie.
3. Beide corporaties liggen dichtbij elkaar wat betreft het huurbeleid. Daarnaast hanteren zij beiden een gemiddelde huurverhoging die onder inflatie ligt; daarmee wordt gestuurd op betaalbaarheid.
4. De vergelijkbare onderhoudslasten zonder zichtbare uitschieters zijn een gunstig uitgangspunt voor de fusie. De bedrijfslasten van BW Vechtdal stijgen harder dan die van De Veste wat aandacht vraagt bij het opstellen van de financiële planning na de fusie.
5. Een aanzienlijk deel van het bezit van De Veste betreft studentenhuysvesting. De studentenwoningen leveren een positieve bijdrage aan het resultaat.

Voorgestelde beheersmaatregelen

1. De investeringsopgave van beide corporaties verschilt qua opzet van elkaar. De Veste investeert meer in nieuwbouw en BW Vechtdal meer in het bestaand bezit. Daarbij investeert De Veste tot en met 2020 in bestaand bezit.
2. Beide partijen werken met een verschillend activeringsbeleid. Het activeringbeleid heeft invloed op de financiële ratio's. Voor de doorrekening van de fusiecorporatie hebben wij derhalve een harmonisatie doorgevoerd. Wij adviseren de corporaties om na de fusie in gezamenlijk overleg het definitieve activeringsbeleid vast te stellen.
3. Door het forse investeringsprogramma van beide corporaties neemt de omvang van de leningportefeuille de komende jaren toe. Tot het moment van de fusie is het raadzaam om bij het aangaan van nieuwe leningen rekening te houden met het aflossingsschema van de collegacorporatie en dit zoveel mogelijk op elkaar af te stemmen.
4. Het grote aandeel studentenwoningen van De Veste heeft de nodige invloed op de samenstelling van het bezit van de fusiecorporatie. Dit type bezit heeft specifieke kenmerken en vraagt om specifiek vastgoedmanagement.
5. Het is aan te bevelen dat BW Vechtdal de verbeteringen in bestaand bezit meeneemt in de energielabels van de dPi zodat de ontwikkeling in de energielabels van beide corporaties vergelijkbaar zijn.
6. Het verloop van de voorraad naar huurprijsklasse van beide corporaties laat een ander beeld zien. Voor de fusiecorporatie de vraag of dit beleid wordt gehandhaafd of gewijzigd.
7. Wegens de mogelijke introductie van de ADAT-richtlijnen kan de fiscale positie van de afzonderlijke en de fusiecorporatie veranderen. Zonder nadere informatie is het huidige effect en het effect na de fusie niet te berekenen. Ons advies is om van de fusiecorporatie een nieuwe fiscale meerjarenprognose te maken, rekening houdend met verliescompensatie en eventuele verliesverdamping.

- **Financiële positie fusiecorporatie**

- Input voor financiële doorrekening
- Bijlagen

FINANCIËLE EFFECTEN FUSIE | KASSTROOMPOSITIE GECONSOLIDEERD

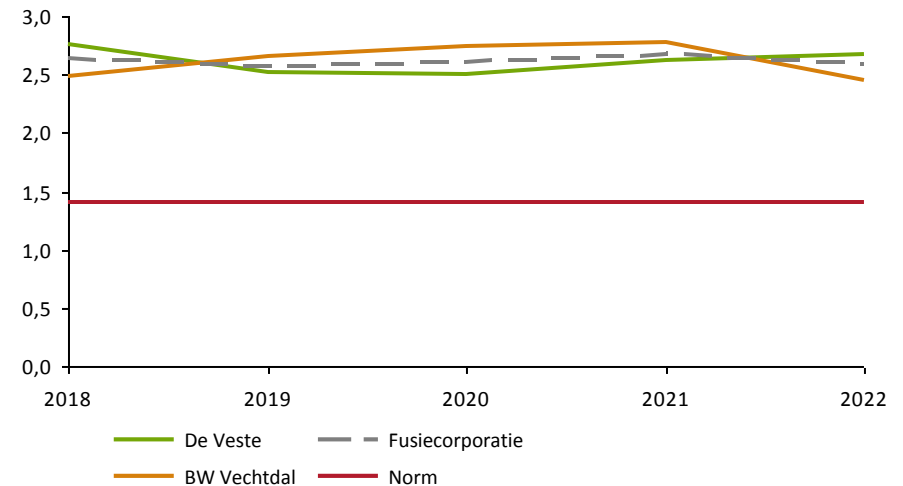
Toelichting

Op geconsolideerd niveau (DAEB en niet-DAEB) voldoen de belangrijkste kasstroomratio's, de ICR en de DSCR, van zowel BW Vechtdal als De Veste ruimschoots aan de gestelde normen. De ICR ligt in vrijwel alle prognosejaren ruim boven de 2,0 (terwijl de minimumnorm 1,4 bedraagt).

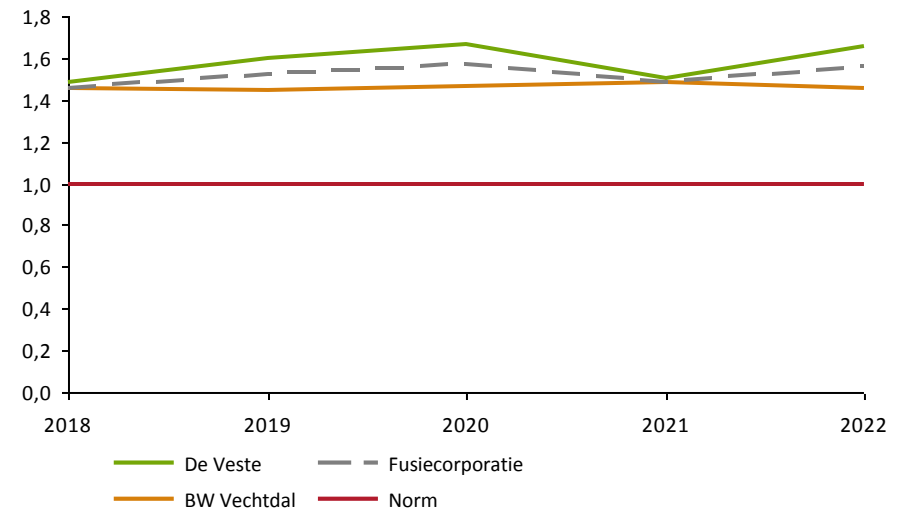
Hetzelfde beeld is zichtbaar in de ratio's van de fusiecorporatie. Deze voldoen ruimschoots aan de normen, en liggen tussen het niveau van de ratio's van de beide afzonderlijke corporaties. Daarmee laat de fusiecorporatie een meer afgevlakt verloop zien.

De kasstroomratio's voor de DAEB en niet-DAEB tak zijn opgenomen in de bijlage.

ICR fusiecorporatie



DSCR fusiecorporatie (theoretische aflossing)



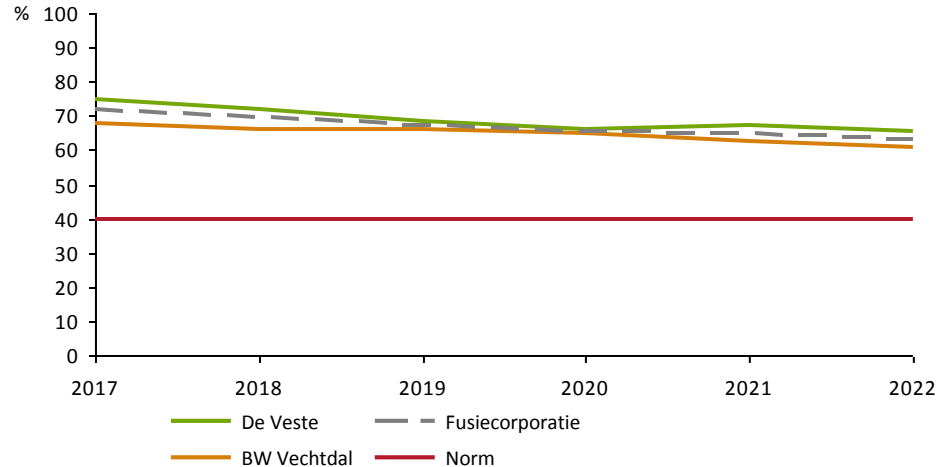
FINANCIËLE EFFECTEN FUSIE | VERMOGENSPOSITIE GECONSOLIDEERD

Toelichting

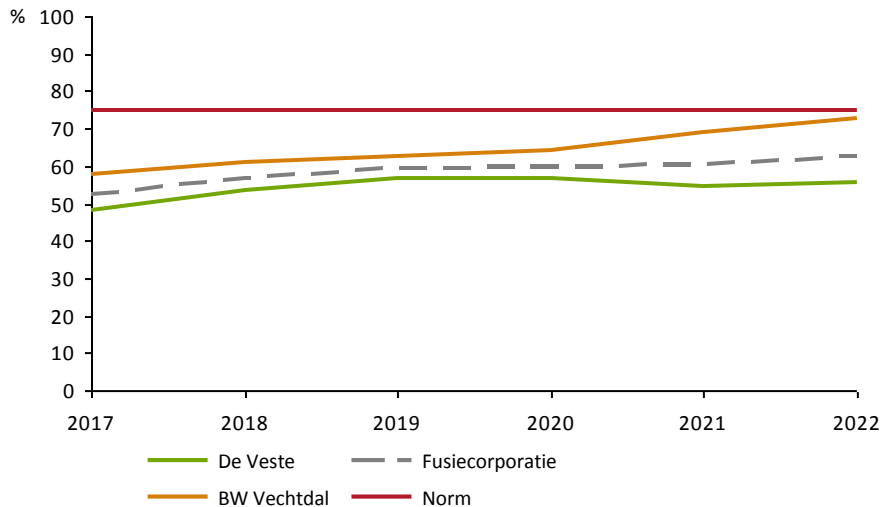
Evenals de kasstroomratio's blijven de ratio's die gerelateerd zijn aan de vermogenspositie van de (fusie)corporatie(s) gedurende de gehele prognoseperiode voldoen aan de normen. Wel valt op dat (met name door de toenemende leningportefeuille van BW Vechtdal) de ratio's op basis van bedrijfswaarde zich richting de norm bewegen. Hoewel de ratio's op basis van bedrijfswaarde binnen afzienbare tijd tot het verleden behoren, is het raadzaam om de vermogenspositie goed te blijven monitoren.

De vermogensratio's voor de DAEB en niet-DAEB tak zijn opgenomen in de bijlage.

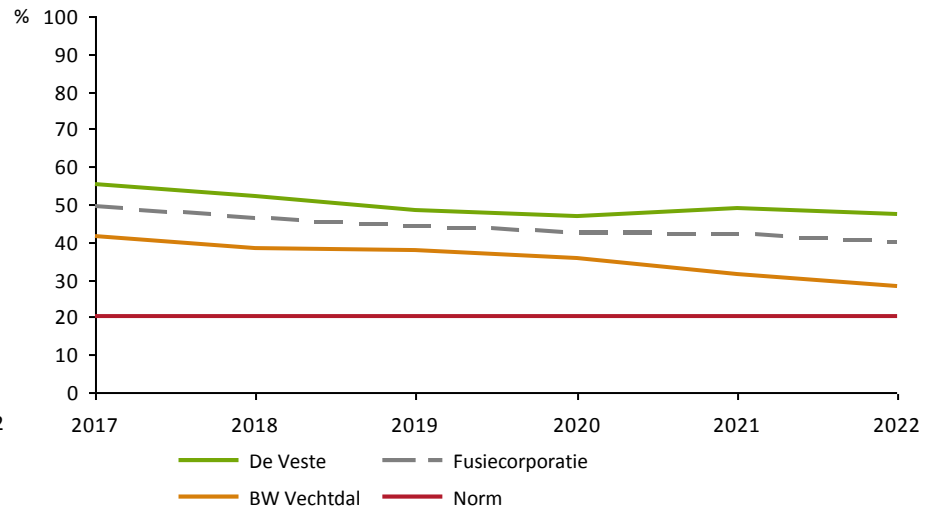
Solvabiliteit fusiecorporatie op basis van marktwaarde



LTV fusiecorporatie op basis van bedrijfswaarde



Solvabiliteit fusiecorporatie op basis van bedrijfswaarde



INHOUD

- Financiële positie fusiecorporatie
- **Input voor financiële doorrekening**
- Bijlagen

VASTGOEDPROFIEL | HUIDIGE PORTEFEUILLE

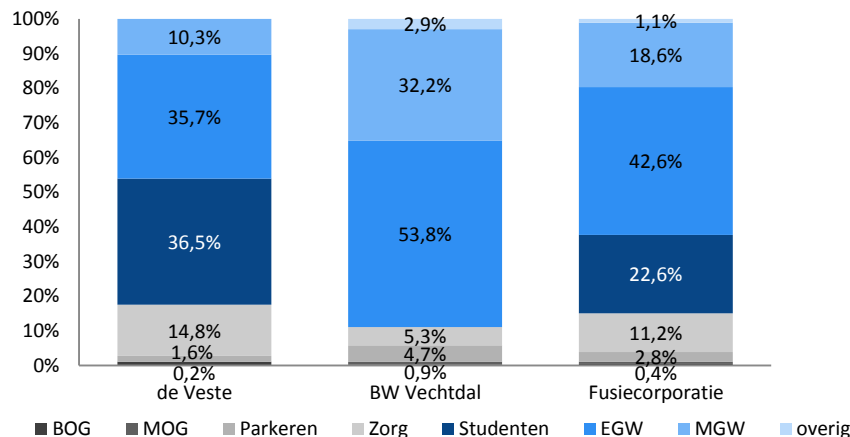
Toelichting

Naast financiële effecten heeft de fusie ook een effect op het vastgoed profiel. Wanneer naar de verdeling van het bezit wordt gekeken valt te concluderen dat de portefeuilles van beide corporaties verschillen. Dit heeft het nodige effect op de portefeuille van de fusiecorporatie.

Nader bezien zit het grootste verschil qua portefeuillestructuur in de aanwezigheid van studentenwoningen bij De Veste. Dit is een aanzienlijk deel van de portefeuille: het betreft 36,5% van de eenheden en 18,5% van de huurinkomsten. Dit heeft een groot effect op de fusiecorporatie, omdat BW Vechtdal geen studentenwoningen bezit. Enkel gekeken naar zelfstandige woongelegenheden (EGW en MGW), blijkt dat beide corporaties een focus op eengezinswoningen hebben. Voor de fusiecorporatie is dit dan ook de grootste categorie.

Een ander verschil in de portefeuilles van beide corporaties is het aandeel zorgwoningen. Met bijna 15% is dit een aanzienlijk aandeel bij De Veste, tegenover 5% voor BW Vechtdal. Ten slotte geldt dat het aandeel BOG, MOG en parkeren nagenoeg overeen komt voor beide corporaties. Dit heeft dan ook geen effect op de fusiecorporatie.

Effect fusie op portefeuille



Fusiecorporatie

Conclusies en beheersmaatregelen

Beide corporaties hebben voor het overgrote deel woningen in de portefeuilles. Hierdoor is het beeld voor de verdeling woningen en overig vastgoed van de fusiecorporatie redelijk overeenkomstig met het beeld van de individuele corporaties. Het verschil zit in de samenstelling van deze woningen. De Veste levert namelijk een aanzienlijk deel studentenhuisvesting aan, terwijl BWV geen studentenhuisvesting heeft. Hierdoor zit er meer spreiding in de portefeuille na de fusie.

VASTGOEDPROFIEL | WONINGEN

Toelichting

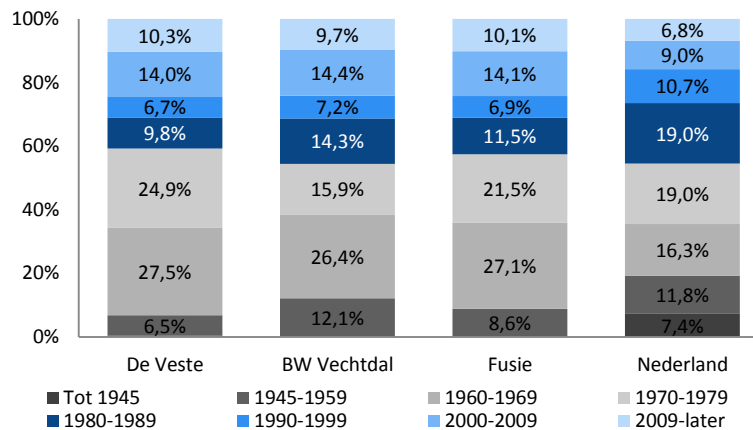
Het effect op de fusie vanuit de bouwjaarcategorieën is beperkt. De verdeling van het vastgoed van beide corporaties is vanaf 1990 ongeveer gelijk. Voor zowel De Veste als BW Vechtdal bestaat ongeveer 69% van het bezit uit woningen van voor 1990. Hierbinnen is enige differentiatie zichtbaar. De Veste heeft iets meer bezit uit de jaren zeventig en minder uit de jaren vijftig dan Beter Wonen Vechtdal. De fusiecorporatie heeft ten opzichte van het gemiddelde van Nederland meer jong bezit. Daarbij valt op dat de fusiecorporatie nagenoeg geen bezit heeft van voor 1945, vergeleken met 7,4% voor het gemiddelde van Nederland.

Ook voor de energielabels kan worden gesteld dat er geen grote afwijkingen in het bezit zichtbaar zijn voor beide corporaties. Zowel De Veste als BW hebben 13% rode labels (E t/m G). Wanneer er wordt gekeken naar de groene labels valt te concluderen dat De Veste al meer A t/m A++ labels heeft dan BW Vechtdal. Ten opzicht van het gemiddelde van Nederland kent de fusiecorporatie beter bezit, met meer groene labels en minder rode labels.

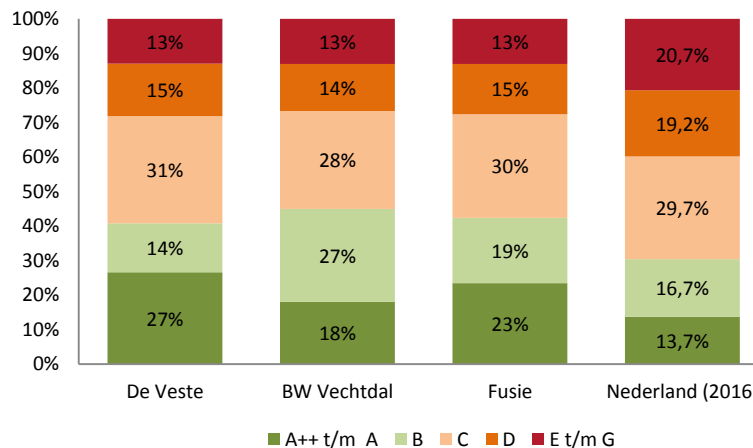
Conclusies en beheersmaatregelen

De gelijke karakters van het bezit, zowel voor bouwjaar als voor energielabels, van De Veste en BW Vechtdal zorgen ervoor dat er geen grote effecten zichtbaar zijn in de fusiecorporatie. De fusiecorporatie heeft energetisch een beter bezit dan de gemiddelde Nederlandse corporatie.

Effect fusie op leeftijdsopbouw bezit (stand 2017)



Effect fusie op energielabels bezit (stand 2017)



DUURZAAMHEID | WONINGEN

Toelichting

De Veste

In 2020 dient het gehele woningbezit gemiddeld uit te komen op label B en daarom heeft De Veste in de jaren 2018 t/m 2020 ruim 3.000 woningen geormerkt voor duurzaamheidsinvesteringen. Hiervoor is een investering van ruim € 26 miljoen ingerekend. In het jaar 2018 wordt de grootste stap gezet ten aanzien van labelverbetering. Ultimo 2020 kent 88% van het bezit van De Veste een energielabel van B of hoger. Na deze periode worden er geen investeringen in het bestaand bezit meer ingerekend. Dit is dan ook terug te zien in de ontwikkeling van de energielabels, die na 2020 enigszins stagneert.

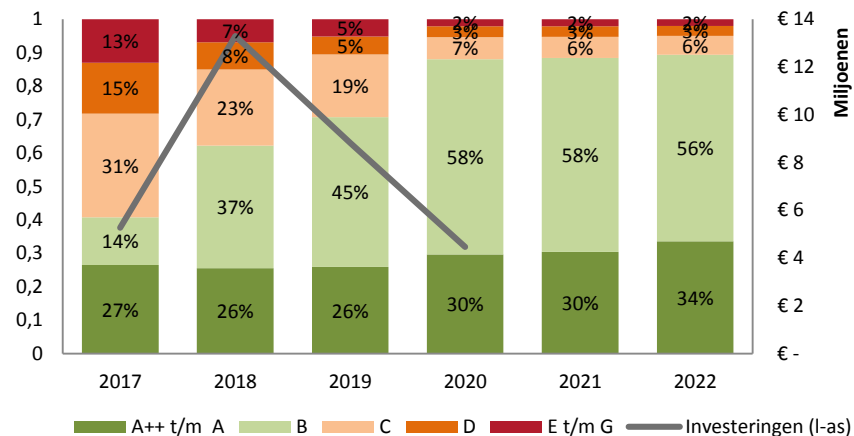
BW Vechtdal

Ook BW Vechtdal investeert fors in de verbeteringsopgave. Van 2018 tot en met 2022 wordt € 35 miljoen geïnvesteerd in bestaand bezit. De labelstappen die voortkomen uit deze verbeteringen in het bestaande bezit zijn door BW Vechtdal echter niet opgenomen in de dPi cijfers. Enkel nieuwbouw, dat ook een positieve invloed heeft op de labelstappen, is opgenomen in de dPi cijfers.

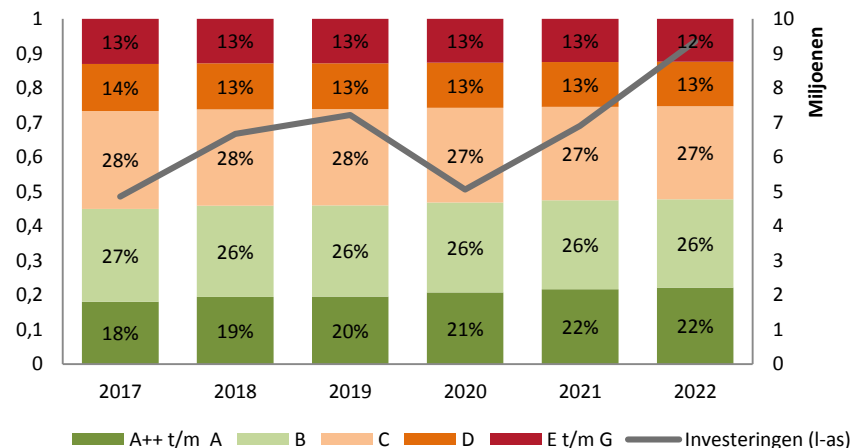
Conclusies en beheersmaatregelen

De uitgangspositie van beide corporaties is vergelijkbaar. Vervolgens kennen beide corporaties ook flinke investeringen in het bestaande bezit. Omdat BW Vechtdal de woningverbeteringen niet opneemt in de energielabels van de dPi is de ontwikkeling hierin niet met elkaar te vergelijken.

Ontwikkeling energielabels De Veste



Ontwikkeling energielabels BW Vechtdal



STRATEGISCH VOORRAADBELEID | WENSPORTEFEUILLE

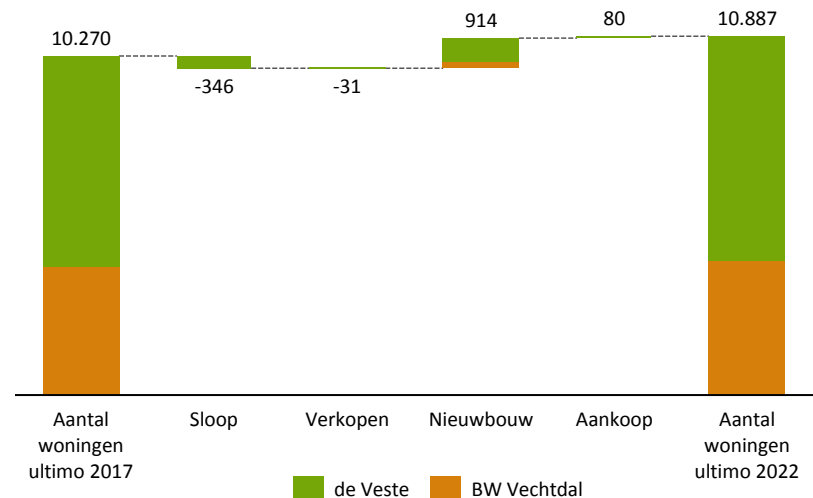
Toelichting

Beide corporaties zijn de komende jaren gefocust op het bestaande bezit, onder meer op het halen van een gemiddeld label B in 2020. De Veste rekt € 26 miljoen in tot en met 2022 versus € 35 miljoen voor BW Vechtdal. Ten aanzien van het portefeuillebeleid kan worden gesteld dat er naast investeringen in het bestaande bezit ook investeringen in nieuwbouw plaatsvinden.

In de periode tot en met 2022 wordt er door De Veste ongeveer € 72 miljoen geïnvesteerd in 722 nieuwe woningen, deze nieuwbouw vindt hoofdzakelijk plaats in 2020 en 2022. Daarnaast worden door BW Vechtdal ruim 190 nieuwbouwwoningen toegevoegd, met een investering van € 38 miljoen.

BW Vechtdal kent geen sloop- dan wel verkoopactiviteiten. De Veste gaat de komende vijf jaar de nodige woningen slopen, verkopen of aankopen. De Veste zal Terschelling afstoten. Dit is nog geen onderdeel van het portefeuilleplan dat ten grondslag ligt aan de doorrekening.

Mutaties woningportefeuille fusiecorporatie



Conclusies en beheersmaatregelen

Beide corporaties hebben een forse investeringsopgave in nieuwbouw en het bestaand bezit. De Veste is voornemens tot verkoop (Terschelling), maar dit is nog niet verwerkt in het portefeuilleplan. Uiteindelijk neemt de portefeuille van de fusiecorporatie toe met 617 woningen over de periode 2018 t/m 2022, hoofdzakelijk veroorzaakt door geplande nieuwbouw.

VASTGOEDPROFIEL | OVERIG VASTGOED

Toelichting

De Veste

Voor De Veste bestaat gemiddeld 2,5% van het bezit uit overig vastgoed en kent daarmee een zeer beperkte afhankelijkheid van verhuur van overig vastgoed. Een klein deel van het overig vastgoed bestaat uit MOG en BOG. Onder dit overig bezit vallen onder meer parkeerplaatsen. Wanneer er wordt gekeken naar het verloop door de jaren heen kan worden geconcludeerd dat er nagenoeg geen wijzigingen plaatsvinden.

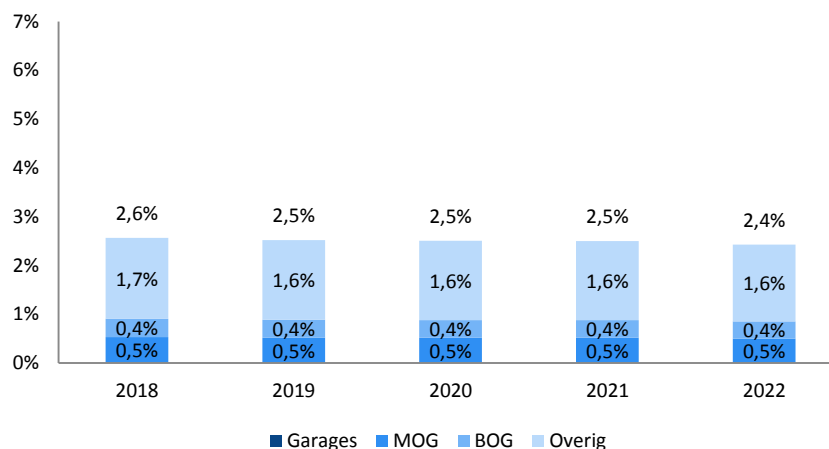
BW Vechtdal

Voor BW Vechtdal bestaat het overige vastgoed uit een groter aandeel, van gemiddeld 5,8%. Ook zij kennen daarmee een beperkte afhankelijkheid van verhuur van overig vastgoed. Het overige bezit bestaat voor het overgrote deel uit garages. Ook voor BW Vechtdal geldt dat er door de jaren heen weinig wijzigingen plaatsvinden in het aandeel overig vastgoed.

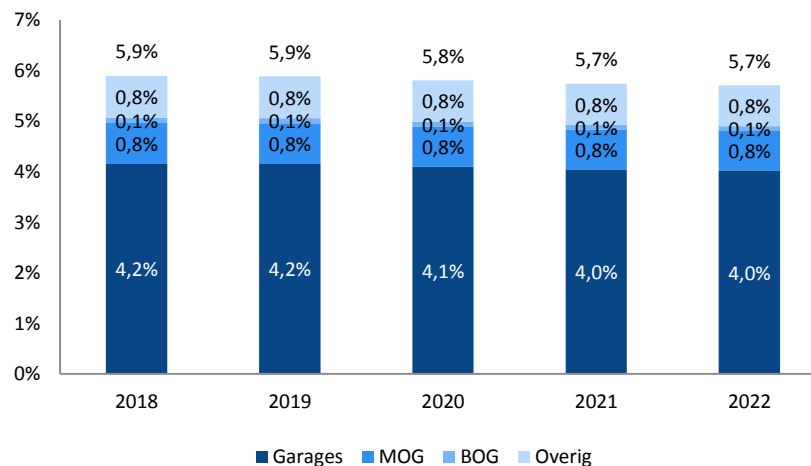
Conclusies en beheersmaatregelen

Voor zowel De Veste als voor BW Vechtdal geldt dat het aandeel overig vastgoed beperkt is en dat dit de komende jaren zo blijft. Dit vastgoed heeft dus een beperkte omvang in de fusiecorporatie wat betreft aantallen en huurinkomsten.

Aandeel overig vastgoed De Veste



Aandeel overig vastgoed BW Vechtdal



HUURBELEID

Toelichting

De Veste

De gemiddelde huur (exclusief studentenhuysvesting) ligt zeer dichtbij het landelijk gemiddelde. De gemiddelde huurstijging van De Veste komt uit op 1,9%. De goedkope voorraad neemt in de eerste jaren af, de betaalbare en dure voorraad nemen door de tijd toe.

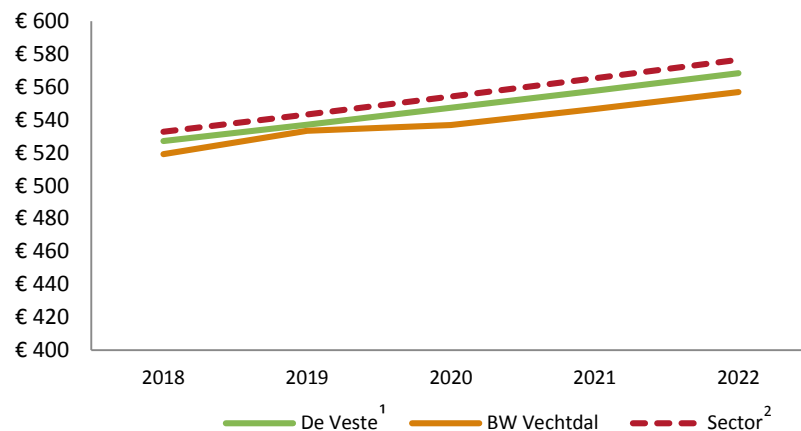
BW Vechtdal

De gemiddelde huur van BW Vechtdal ligt ook nabij het landelijk gemiddelde (gemiddeld 3% lager). Voor BW Vechtdal is de gemiddelde huurstijging 1,6%. De betaalbare voorraad neemt een groot deel van de voorraad voor haar rekening en deze neemt samen met de dure voorraad verder toe. De vrije sector neemt af.

Conclusies en beheersmaatregelen

Beide corporaties rekenen een huurstijging in die gemiddeld onder inflatie ligt en hebben daarmee prioriteit gegeven aan betaalbaarheid. De Veste verhoogt haar huren jaarlijks met gemiddeld 1,9% en BW Vechtdal met gemiddeld 1,6%.

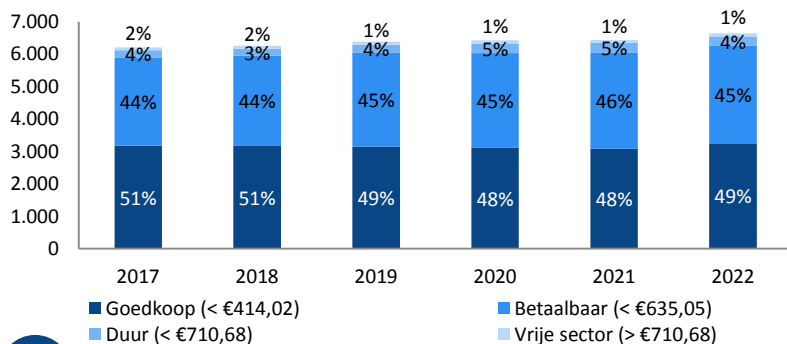
Prognose gemiddelde huurprijzen per maand



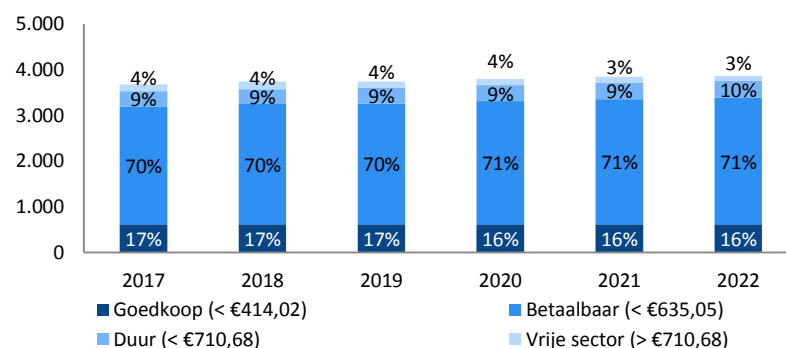
¹ Gewogen aantal vhe's (exclusief studenten) enkel bekend voor 2018. Daarmee uitgangspositie 2018 bepaald, hierop gemiddelde huurstijging van totale vastgoed toegepast

² Sectorbeeld is ingeschat door de gemiddelde huurprijs van 2016 uit corporaties in perspectief jaarlijks te indexeren met 2%.

Verloop huurprijsklassen De Veste³



Verloop huurprijsklassen Beter Wonen Vechtdal³



INVESTERINGEN

Toelichting

De Veste

De Veste heeft tot 2020 een flinke investeringsopgave in het bestaand bezit. Hiermee wil zij haar ambitie, gemiddeld label B, realiseren. Daarnaast wordt gedurende de prognoseperiode ook geïnvesteerd in nieuwbouw. In 2019 worden 86 nieuwbouwwoningen opgeleverd en 80 woningen aangekocht. In 2020 en 2022 worden respectievelijk 252 en 274 nieuwbouwwoningen opgeleverd. Opvallend is dat vanaf 2021 geen investeringen in het bestaand bezit worden gedaan. De Veste geeft aan in 2015 een duurzaamheidsbeleid te hebben opgesteld dat loopt tot 2020, en er geen investeringen in bestaand bezit volgen voor 2021 en verder. Woningverbeteringen worden door De Veste, conform beleid, verantwoord in de begroting van het planmatig onderhoud. Het totale investeringsvolume bedraagt ruim € 108 miljoen.

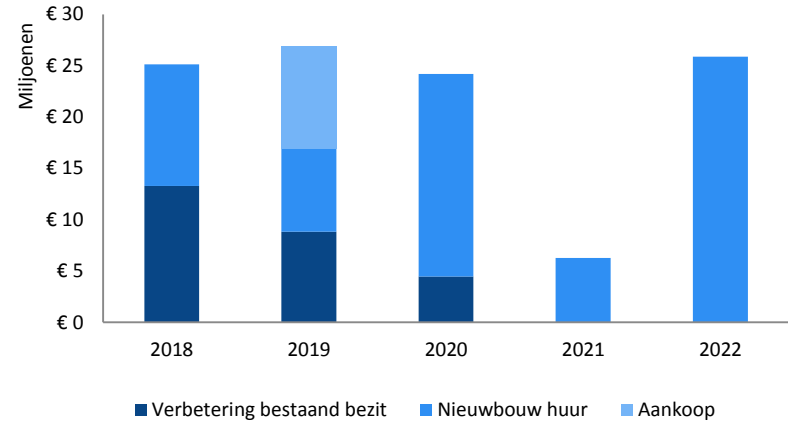
BW Vechtdal

De investeringen die BW Vechtdal inrekenen zijn nagenoeg gelijk te verdelen over verbeteringen in het bestaande bezit en nieuwbouw, met verschuivingen hierbinnen zichtbaar door de jaren heen. Het totale investeringsvolume bedraagt ruim € 73 miljoen.

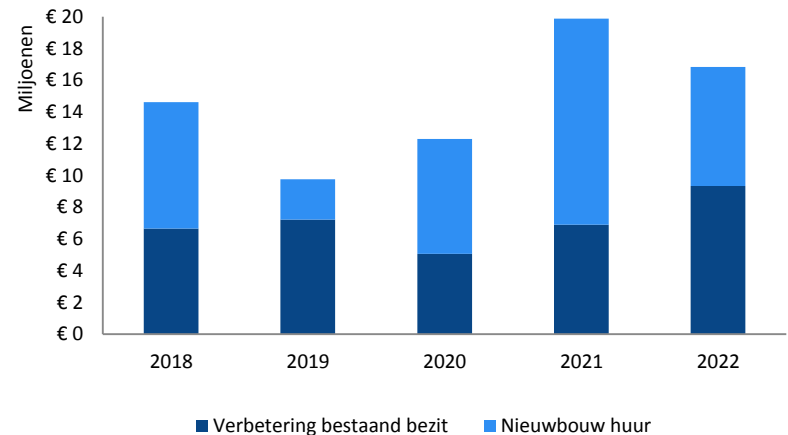
Conclusies en beheersmaatregelen

De investeringsopgave van beide corporaties verschillen qua opzet van elkaar. De Veste investeert meer in nieuwbouw en BW Vechtdal meer in het bestaand bezit. De onderhoudskosten van De Veste zijn na 2020 niet aangepast op de aflopende duurzaamheidsinvesteringen en zijn qua niveau vergelijkbaar met de kosten van Beter Wonen Vechtdal die wel verbeteringen in bestaand bezit opvoeren.

De Veste investeringen



BW Vechtdal investeringen



ONDERHOUD EN VERBETERING | OPBOUW KOSTEN

Toelichting

De onderhoudslasten zijn hiernaast verder uitgesplitst naar type onderhoud. Voor de volledigheid zijn de verbeteringen meegenomen, omdat deze vaak deels uit onderhoud bestaan. Hierbij valt op dat de verdeling tussen klachtenonderhoud, mutatie onderhoud en planmatig onderhoud verschilt.

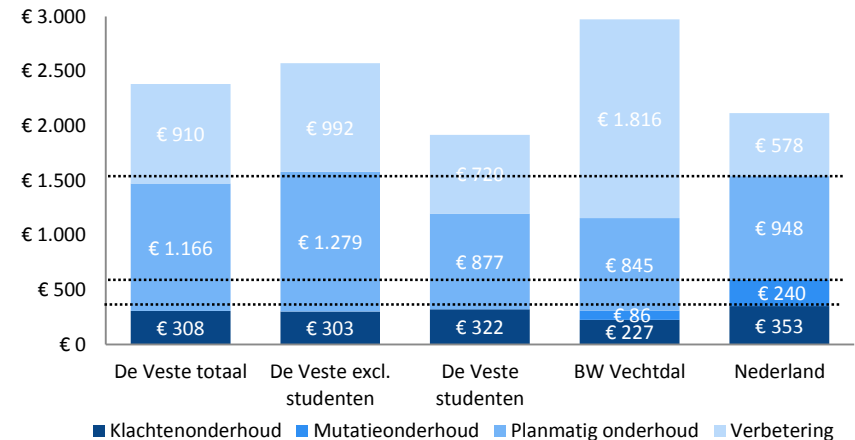
De Veste

De Veste (exclusief studentenhuysvesting) maakt geen onderscheid naar mutatieonderhoud, dit zit verwerkt in het klachtenonderhoud. Dit totaal ligt lager dan het Nederlands gemiddelde. Het planmatig onderhoud daarentegen, ligt boven het Nederlandse gemiddelde. De gemiddelde investering per VHE aan verbetering van het bezit ligt hoger dan het Nederlands gemiddelde. Dit wordt hoofdzakelijk veroorzaakt door de investeringen die in de eerste jaren wordt ingerekend. In de laatste twee jaren (2021 en 2022) worden geen investeringen in verbetering van het bezit meer ingerekend. Het totale onderhoud ligt hoger dan het landelijk gemiddelde, met de verwachting dat die na 2021 onder dit gemiddelde zakt. Voor de studentenhuysvesting van De Veste geldt dat de onderhoudsnormen aanzienlijk lager liggen.

BW Vechtdal

BW Vechtdal heeft een lagere norm dan het Nederlandse gemiddelde voor klachten-, mutatie- en planmatig onderhoud. Daarentegen kent BW Vechtdal een hogere norm voor de verbeteringen in het bestaande bezit.

Onderhoud per gewogen VHE (5 jaars gemiddelde)



* Bij De Veste is er geen onderscheid tussen mutatie en klachtenonderhoud.

** Nederland is gebaseerd op het gemiddelde van het met 2,5% geïndexeerde onderhoud conform Aedes Benchmark 2017.

Conclusies en beheersmaatregelen

Het onderhoudsbeleid van beide corporaties verschilt. Dit wordt onder meer veroorzaakt door verschillend activeringsbeleid. Het activeringbeleid heeft invloed op financiële ratio's. Voor de fusiedoorrekening in dit rapport is het activeringsbeleid geharmoniseerd (zie beschrijving bij "uitgangspunten"). Wij adviseren de corporaties voor de fusie te besluiten hoe in de nieuwe situatie geactiveerd zal worden.

ONTWIKKELING ONDERHOUD

Toelichting

De Veste

Het onderhoud van De Veste (exclusief studentenhuisvesting), ligt in de eerste twee jaren ver boven het sectorgemiddelde, met gemiddeld € 370 per woning. Vanaf 2020 is een sterke daling zichtbaar. Het onderhoud ligt in 2020 t/m 2022 onder het sectorgemiddelde, met gemiddeld € 390 per woning. Opvallend is dat deze daling zichtbaar is op hetzelfde moment waar De Veste geen investeringen in bestaand bezit meer inreket. Voor de studentenhuisvesting van De Veste is het tegenovergestelde beeld zichtbaar. De onderhoudslasten per eenheid stijgen jaarlijks.

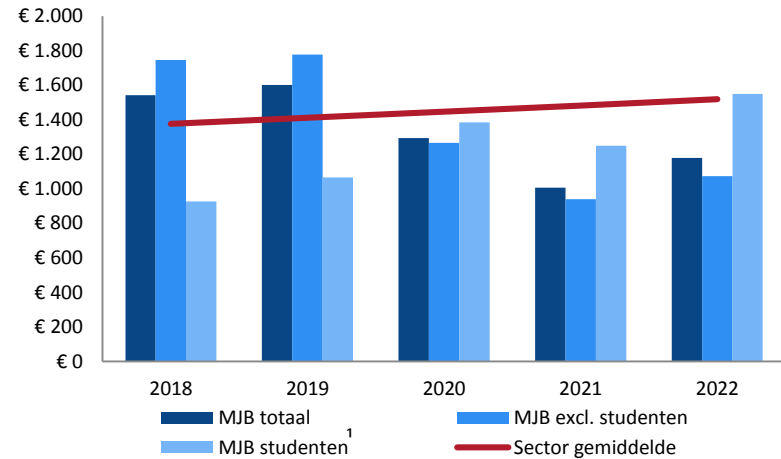
BW Vechtdal

Voor BW Vechtdal geldt dat het onderhoud per woning structureel onder het sectorgemiddelde ligt, met gemiddelde van € 333 per woning. Naar 2019 is een daling zichtbaar, voor de rest van de periode laten de onderhoudslasten een stabiel verloop zien.

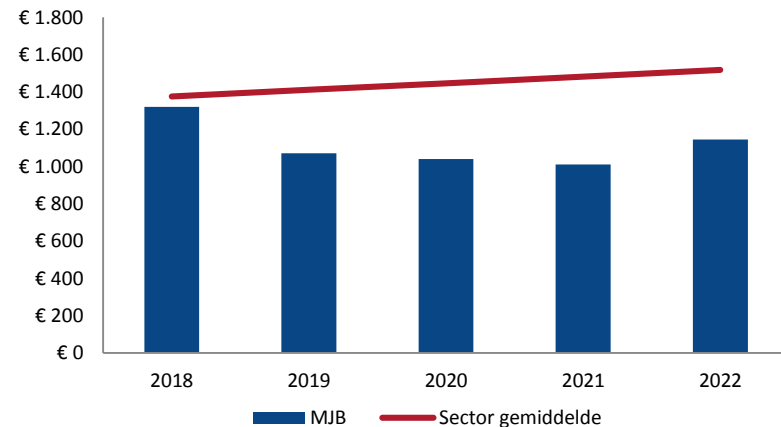
Conclusies en beheersmaatregelen

Zowel De Veste (op de eerste 2 jaar na) als BW Vechtdal hanteren in de meerjarenbegroting een onderhoudsniveau dat onder het landelijk gemiddelde ligt. In de eerste twee jaar liggen de bedragen redelijk ver uit elkaar, om vervolgens naar elkaar toe te bewegen.

De Veste onderhoud per woning²



BW Vechtdal onderhoud per woning²



OVERIGE BEDRIJFSLASTEN

Toelichting

De Veste

De bedrijfslasten van De Veste kennen een gemiddelde stijging van 1%. De personeels- en bedrijfskosten blijven nagenoeg gelijk en de overige lasten dalen met gemiddeld 9%. De heffingen, belastingen en verzekeringen is de enige post waarin een flinke stijging zichtbaar is, van gemiddeld 5%. De grootste kostenpost voor De Veste zijn de overige lasten (onder andere levering en diensten en correctie eenmalige kosten).

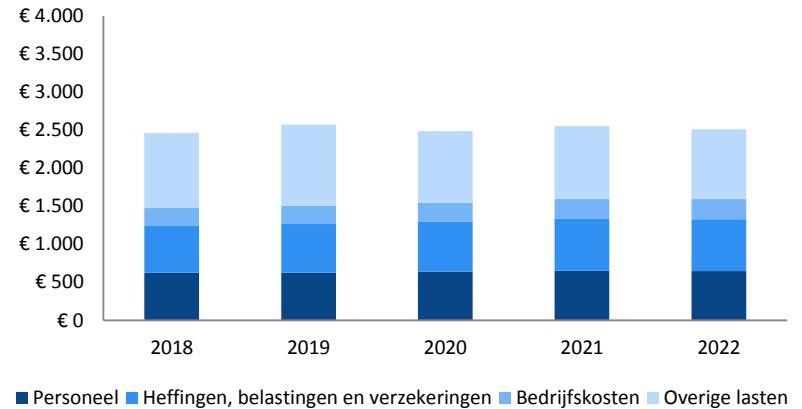
BW Vechtdal

De bedrijfslasten van BW Vechtdal laten een verloop zien met een geleidelijke stijging. Deze stijging bedraagt gemiddeld 3% en ligt daarmee boven inflatie. Dit wordt hoofdzakelijk veroorzaakt door een stijging in de heffingen, belastingen en verzekeringen van 7%. De andere lasten stijgen gemiddeld tussen de 1% en 2%. Voor BW Vechtdal zijn de heffingen, belastingen en verzekeringen de grootste kostenpost, waarvan de verhuurderheffing het merendeel in beslag neemt.

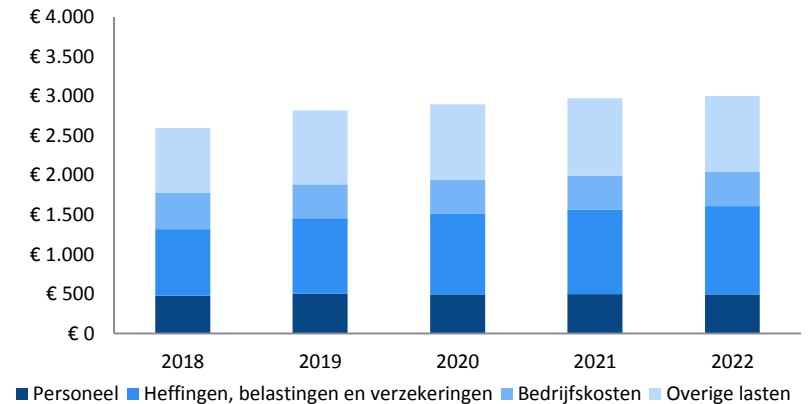
Conclusies en beheersmaatregelen

Beide corporaties kennen een vergelijkbaar niveau van de totale bedrijfslasten zonder zichtbare uitschieters. De bedrijfslasten van BW Vechtdal stijgen harder dan die van De Veste wat aandacht vraagt bij het opstellen van de financiële planning na fusie.

De Veste bedrijfslasten per woning



BW Vechtdal bedrijfslasten per woning



TREASURY | LENINGPORTEFEUILLE

Toelichting

De Veste

De leningportefeuille van De Veste neemt gedurende de prognoseperiode met € 68 miljoen toe. De toename wordt veroorzaakt door € 100 miljoen aan nieuw aangetrokken leningen en € 32 miljoen aan aflossingen. De Veste heeft geen derivaten in haar portefeuille.

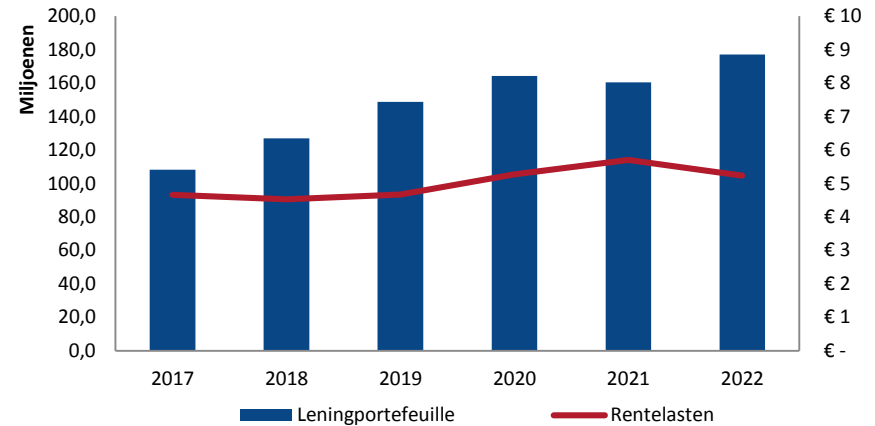
BW Vechtdal

Voor BW Vechtdal neemt de gehele leningportefeuille ruim € 43 miljoen toe over de gehele prognoseperiode. De toename wordt veroorzaakt door € 79 miljoen aan nieuw aangetrokken leningen en € 36 miljoen aan aflossingen. Dit wordt geleidelijk over de periode verspreid. BW Vechtdal heeft geen derivaten in haar portefeuille.

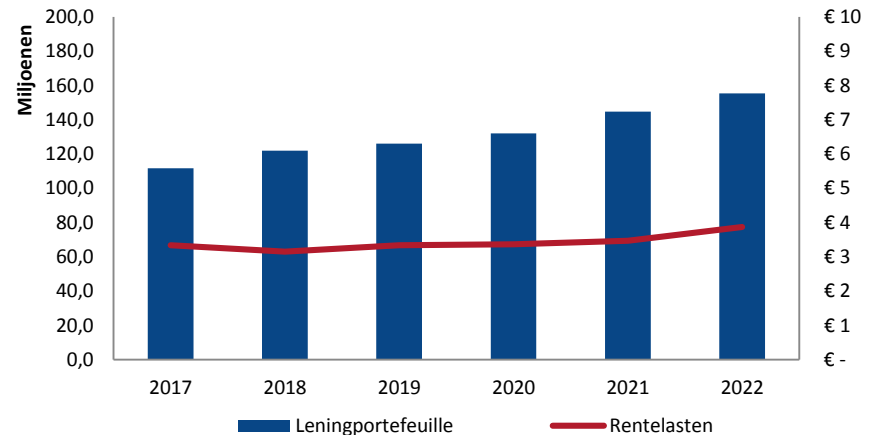
Conclusies en beheersmaatregelen

Als gevolg van de investeringsopgave bij beide corporaties nemen de leningportefeuille de komende jaren fors toe (circa 39% voor De Veste en 28% voor BW Vechtdal). De externe financiering wordt door beide corporaties relatief goedkoop aangetrokken als gevolg van de lage rentestand. Voor de leningen die later worden aangetrokken geldt het risico dat de rente harder is gestegen dan de gebruikte reeks. Bij een eventuele fusie behoeven de financieringsbehoefte en het aflossingschema specifieke aandacht om het aflossingschema op elkaar af te stemmen.

Overzicht leningportefeuille De Veste



Overzicht leningportefeuille BW Vechtdal



FISCALITEIT | VENNOOTSCHAPSBELASTING

Toelichting

De Veste De vennootschapsbelasting (VPB) voor De Veste laat een stijgend verloop zien, met het jaar 2020 als uitzondering. Gemiddeld kent De Veste een VPB last van ongeveer € 180 per gewogen vhe.

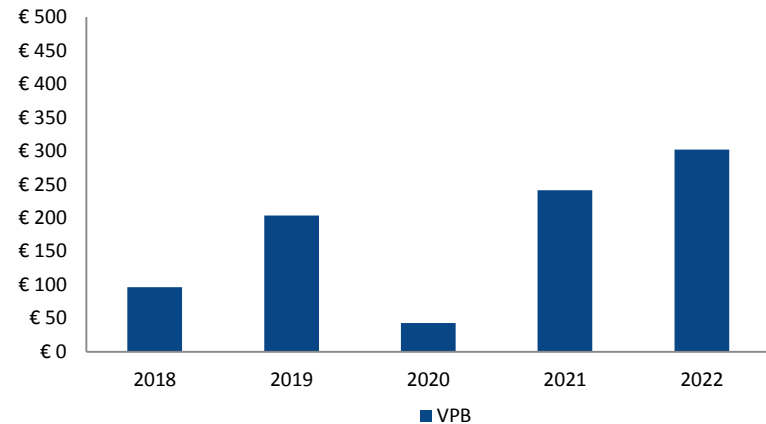
BW Vechtdal Voor BW Vechtdal geldt een stabiel verloop voor de VPB, met een 2018 als laagste punt. Met een gemiddelde VPB last van ongeveer € 450 per gewogen vhe ligt deze last vele malen hoger dan bij De Veste. In 2022 komt de VPB last wel dichterbij elkaar te liggen.

Conclusies en beheersmaatregelen

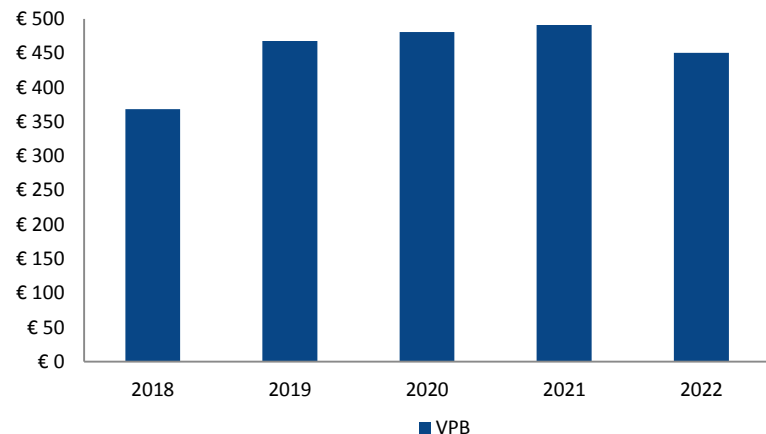
Het niveau van de vennootschapsbelasting verschilt aanzienlijk bij beide corporaties. Harmonisatie is gewenst ten aanzien van de verwerking van de fiscale latenties. Het verdient aanbeveling om in het fusietraject een scenarioanalyse te maken voor de acute VPB-positie de komende jaren.

Daarnaast kan een fusie fiscale mogelijkheden bieden. Aanbevolen wordt om een fiscaal deskundige te laten adviseren over de mogelijkheden die de fusie biedt om de fiscale positie te optimaliseren.

Verloop VPB per gewogen vhe De Veste



Verloop VPB per gewogen vhe BW Vechtdal



Toelichting

Binnen Europa zijn afspraken gemaakt om constructies tegen te gaan waarbij internationale bedrijven minder belasting hoeven te betalen door het schuiven met rente binnen concerns. De regering is voornemens om deze ATAD-richtlijn in te voeren voor alle organisaties die belastingplichtig zijn, dus ook voor corporaties. Kern van de richtlijn is een beperking van de renteaftrek op leningen tot 30% van de fiscale winst. Aangezien veel corporaties zwaar gefinancierd zijn met vreemd vermogen, kan dit een tot forse beperking leiden van de aftrekbare rente en daarmee tot een hogere VPB-last. Het effect van deze ATAD-richtlijn voor de fusiecorporatie is niet te berekenen zonder nader onderzoek. Daarnaast ontstaat als gevolg van de fusie een nieuwe organisatie, met een nieuwe financieringsstructuur. Van deze fusieorganisatie is het effect evenmin te berekenen.

Conclusies en beheersmaatregelen

Invoering van de ATAD-richtlijn kan een materieel effect hebben op de financiële positie van de fusiecorporatie. Zonder nadere informatie is het huidige effect en het effect na de fusie niet te berekenen.

Ons advies is om een van de fusiecorporatie een nieuwe fiscale meerjarenprognose te maken, waarbij rekening wordt gehouden met verliescompensatie en eventuele verliesverdamping als gevolg van de fusie. Maak hiernaast in ieder geval alternatieve scenario's:

- Eén, waarbij het effect van de ATAD-richtlijn wordt doorgerekend
- Eén, waarbij het effect wordt doorgerekend van het voornemen van dit kabinet om het belastingtarief met ingang van 2019 te verlagen

INHOUD

- Financiële positie fusiecorporatie
- Input voor financiële doorrekening
- **Bijlagen**

FINANCIËLE EFFECTEN FUSIE | VERGELIJKING PARAMETERS

Toelichting

De financiële doorrekening van de fusiecorporatie vindt plaats op basis van de aangeleverde output van de financiële meerjarenprognose van De Veste en BW Vechtdal. Onderstaand wordt een toelichting gegeven op de gehanteerde parameters en het effect op de fusiecorporatie.

De Veste

De Veste hanteert in haar meerjarenbegroting dezelfde macro-economische parameters als de Aw (september 2017). De Veste heeft aangegeven dat de looninflatie, bouwindex en onderhoudsindex in 2018 rechtstreeks zijn verwerkt in de cijfers van dat betreffende jaar (in plaats van separaat in de indexatiereeksen zijn opgenomen).

BW Vechtdal

BW Vechtdal hanteert in haar meerjarenbegroting dezelfde macro-economische parameters als de Aw (september 2017).

Conclusies en beheersmaatregelen

Uit de vergelijking van de parameters van De Veste en BW Vechtdal komt naar voren dat beide corporaties dezelfde uitgangspunten hanteren, conform de macro-economische parameters van de Aw.

Parameters De Veste

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 e.v.
Prijsinflatie	1,4%	1,5%	1,6%	1,6%	1,8%	2,0%	2,0%
Looninflatie	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,5%	2,5%
Bouwindex	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,5%	2,5%
Onderhoudsindex	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,5%	2,5%
Marktindex	6,0%	4,5%	3,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Korte rente + opslag	-0,5%	-0,2%	0,3%	0,8%	1,2%	1,6%	1,8%
Lange rente + opslag	1,6%	2,4%	3,1%	3,2%	3,2%	3,2%	3,3%

Parameters BW Vechtdal

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 e.v.
Prijsinflatie	1,4%	1,5%	1,6%	1,6%	1,8%	2%	2%
Looninflatie	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,5%	2,5%
Bouwindex	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,5%	2,5%
Onderhoudsindex	2,2%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,5%	2,5%
Marktindex	6,0%	4,5%	3,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Korte rente + opslag	-0,5%	-0,2%	0,3%	0,8%	1,2%	1,6%	1,8%
Lange rente + opslag	1,6%	2,4%	3,1%	3,2%	3,2%	3,2%	3,3%

FINANCIËLE EFFECTEN FUSIE | UITGANGSPUNTEN

Toelichting

Aangezien er door De Veste en BW Vechtdal reeds op diverse terreinen nauw samengewerkt wordt, is het beleid op onderdelen op elkaar afgestemd. Het huur- en indexatiebeleid liggen met elkaar in lijn. Op andere beleidsterreinen bestaan verschillen.

Voor de fusie is geen volledige harmonisatie van alle uitgangspunten noodzakelijk. Wel is het noodzakelijk om het activeringsbeleid inzake het onderhoud te harmoniseren te behoeve van de doorrekening. Verschillen in activeringsbeleid zorgen voor een onvergelykbaarheid van de operationele kasstroom en de bedrijfswaarde (en daarmee de financiële ratio's). Hieronder zijn de belangrijkste verschillen in uitgangspunten weergegeven:

Parameter	De Veste	BW Vechtdal
Planmatig onderhoud per vhe per jaar (OK)	€ 1.166	€ 845
Verbeteringen per vhe per jaar (IK)	€ 910	€ 1.816

* Het betreft de vijfjaarsgemiddelden over de periode 2018-2022.

De verschillen in het onderhoudsniveau worden onder meer veroorzaakt door het feit dat BW Vechtdal in tegenstelling tot De Veste, alle levensduurverlengende ingrepen activeert.

De financiële doorrekening van de fusiecorporatie (geconsolideerd, DAEB/niet-DAEB) gaat uit van de cijfers na harmonisatie van activeringsbeleid. De input cijfers van de corporaties bevatten deze aanpassing niet. Hier worden de cijfers getoond zoals aangeleverd door de corporaties.

Doorgevoerde aanpassingen

De Veste en BW Vechtdal hebben besloten dat voor de doorrekening van de financiële positie van de fusiecorporatie het activeringsbeleid van BW Vechtdal als uitgangspunt wordt genomen. Dit wil niet zeggen dat dit ook het daadwerkelijke activeringsbeleid van de fusiecorporatie wordt. Na de fusie zal de gezamenlijke corporatie nieuw beleid maken. Het activeringsbeleid kan dan worden geharmoniseerd net zoals er nieuwe afspraken gemaakt zullen worden over andere beleidsterreinen. Het harmoniseren van het activeringsbeleid op dit moment heeft vooral ten doel om bij de optelling tot fusiecorporatie vergelijkbare getallen op te tellen.

Bij De Veste zijn de lasten voor alle levensduurverlengende ingrepen geactiveerd. Dit heeft een positief effect op de operationele kasstromen en de kasstroomratio's. De Veste heeft aangegeven dat zij geen bedrijfswaarde-effecten meeneemt van onderhoudsinvesteringskasstromen. Derhalve heeft het gewijzigde activeringsbeleid ook een positief effect op de bedrijfswaarde en daarmee op de LTV en solvabiliteit op basis van bedrijfswaarde. Het effect is berekend door de correctie op het planmatig onderhoud gedurende de resterende gemiddelde levensduur van de portefeuille contant te maken met de bedrijfswaarde disconteringsvoet, en het effect daarnaast afhankelijk te maken van het aantal gewogen vhe's per prognosejaar ¹.

De genoemde aanpassingen leiden tot onderstaande uitgangspunten:

Parameter	De Veste	BW Vechtdal
Planmatig onderhoud per vhe per jaar (OK)	€ 904	€ 845
Verbeteringen per vhe per jaar (IK)	€ 1.172	€ 1.816

* Het betreft de vijfjaarsgemiddelden over de periode 2018-2022.

¹ De additionele afschrijvingen als gevolg van het uitgebreidere activeringsbeleid zijn onbekend en derhalve buiten beschouwing gelaten. In werkelijkheid heeft dit een beperkt effect op de solvabiliteitsratio.

FINANCIËLE EFFECTEN FUSIE | UITGANGSPUNTEN

Fusiedrager en mogelijke gevolgen

De Veste is administratief gescheiden en BW Vechtdal valt onder verlicht regime. Bij de fusiedoorrekening is als uitgangspunt genomen dat De Veste als fusiedrager optreedt. Het DAEB en niet-DAEB bezit van BW Vechtdal valt toe aan de respectievelijke tak van de fusiedrager. Finance Ideas gaat er vanuit dat de interne lening niet wijzigt. Immers, de fusiedragende entiteit is reeds administratief gescheiden en het is niet noodzakelijk dat opnieuw aan de starteis hoeft te worden voldaan. Voorbehoud voor deze zienswijze is dat Finance Ideas geen zekerheid kan geven of ILT-Aw en WSW dit hetzelfde zien. Finance Ideas kent geen vergelijkbare casuïstiek of jurisprudentie.

Mocht BW Vechtdal de fusiedrager zijn, dan acht Finance Ideas het waarschijnlijk dat de fusiecorporatie een scheidingsvoorstel moet indienen. Immers, de entiteit met verlicht regime voldoet niet meer aan de hiermee gepaard gaande eisen en conform de wet betekent dit het indienen van een scheidingsvoorstel. De startpositie van de fusiecorporatie zal in dat geval moeten voldoen aan de eisen van de toezichhouders. Dit wijzigt de financiële opstelling zoals in deze rapportage weergegeven. Kortom, als BW Vechtdal de fusiedrager is, vraagt dit om aanpassingen in de fusiedoorrekening.

Aanpassingen financiële meerjarenprognoses

In beginsel wordt het uitgangspunt gehanteerd dat de doorrekening van de fusiecorporatie plaatsvindt op basis van de ongewijzigde financiële meerjarenprognose van De Veste en BW Vechtdal. Op enkele onderdelen is het noodzakelijk gebleken om van dit uitgangspunt af te wijken.

De Veste

De Veste heeft in haar definitieve scheidingsvoorstel (in overleg met de Aw) diverse wijzigingen aangebracht, ten opzichte van de financiële meerjarenprognose (die gebruikt wordt voor de onderhavige analyse). Finance Ideas heeft de volgende wijziging verwerkt in de financiële meerjarenprognose:

- Toevoegen van de (mutatie) netto vermogenswaarde van de niet-DAEB tak aan de balans en winst- en verliesrekening van de DAEB tak.

BW Vechtdal

Gezien het feit dat BW Vechtdal in aanmerking komt voor het verlicht regime, heeft zij geen scheidingsvoorstel opgesteld. De gescheiden balans, het kasstroomoverzicht en de winst- en verliesrekening zijn echter wel beschikbaar (hoewel in minder gedetailleerde vorm). Evenals bij De Veste is in de DAEB entiteit de (mutatie) netto vermogenswaarde van de niet-DAEB tak niet opgenomen. Derhalve is de (mutatie) netto vermogenswaarde van de niet-DAEB tak toegevoegd aan respectievelijk de balans en winst- en verliesrekening van de DAEB tak.

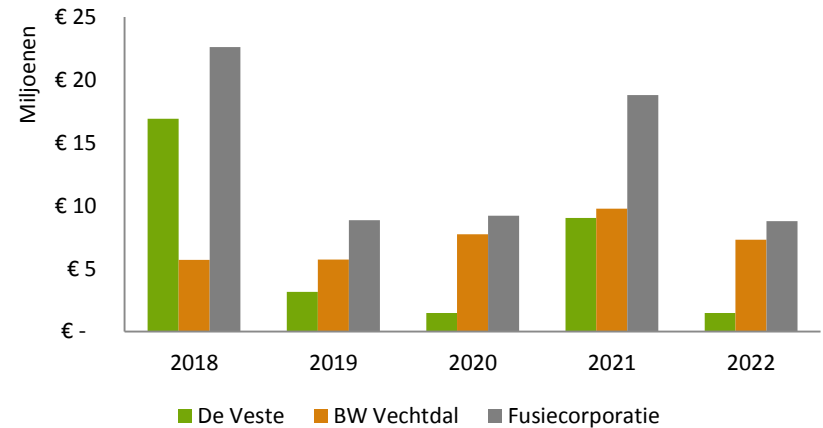
FINANCIËLE EFFECTEN FUSIE | KASSTROOMPOSITIE DAEB

Toelichting

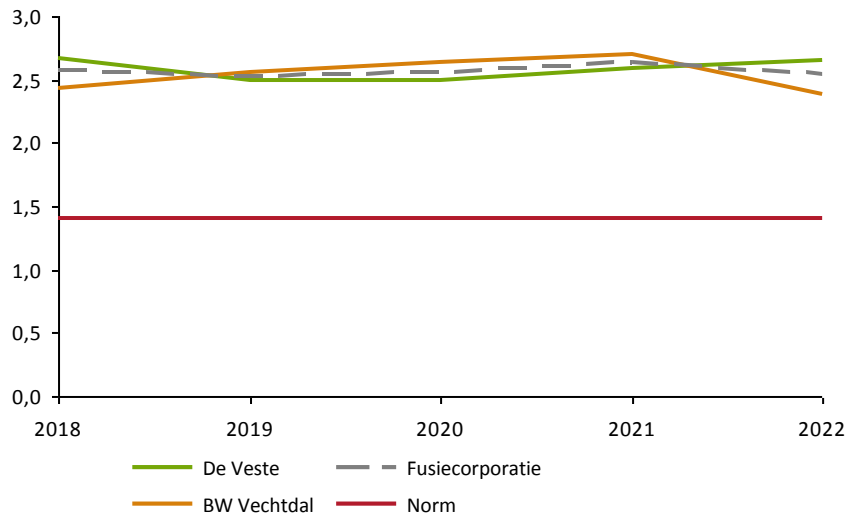
Het aflossingsschema van de DAEB tak (en in feite ook op geconsolideerd niveau aangezien de niet-DAEB tak geen externe financiering aantrekt) blijft in 2018 en 2021 pieken. In de overige jaren is het schema gelijkmatiger. Bij het aantrekken van financiering door de fusiecorporatie is het raadzaam om rekening te houden met een door de tijd heen stabiel aflossingsschema.

Gedurende de prognoseperiode voldoen beide kasstroomratio's (ICR en DSCR) ruimschoots aan de normen van respectievelijk 1,4 en 1,0.

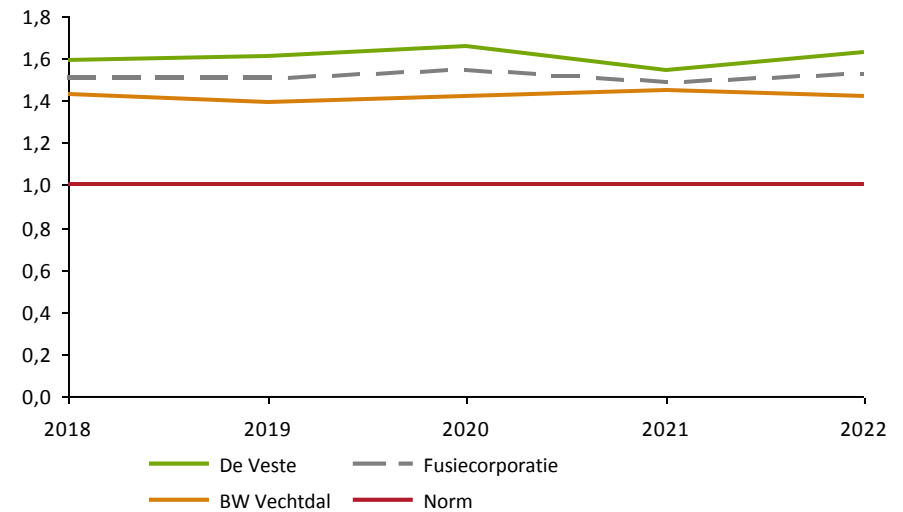
Aflossingsschema DAEB



ICR DAEB



DSCR DAEB (theoretische aflossing)



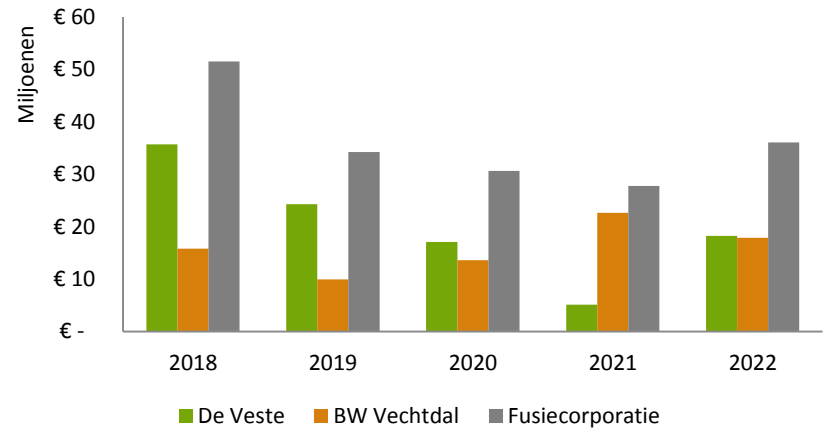
FINANCIËLE EFFECTEN FUSIE | VERMOGENSPOSITIE DAEB

Toelichting

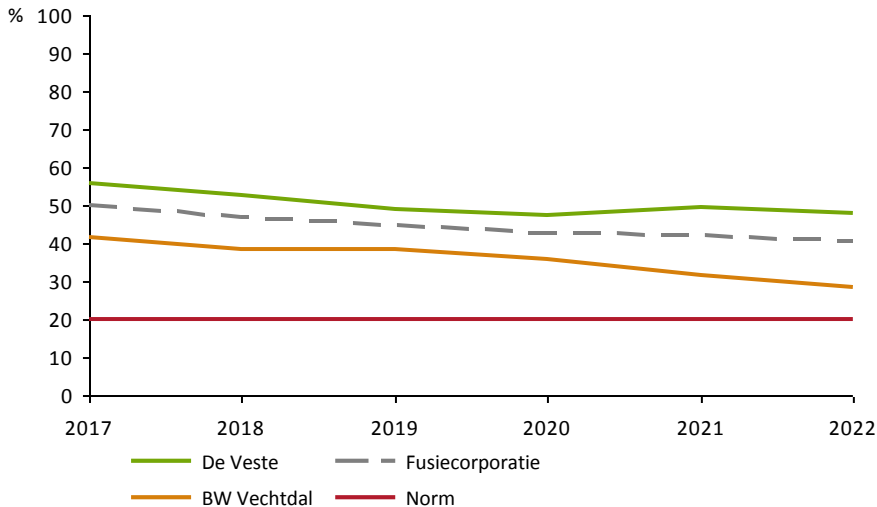
De fusiecorporatie heeft een forse financieringsbehoefte. Dit correspondeert met de investeringsopgave van de afzonderlijke corporaties.

De solvabiliteit en LTV op basis van bedrijfswaarde en marktwaarde in de DAEB tak voldoen ruim aan de (indicatieve) norm van respectievelijk 20% en 40%.

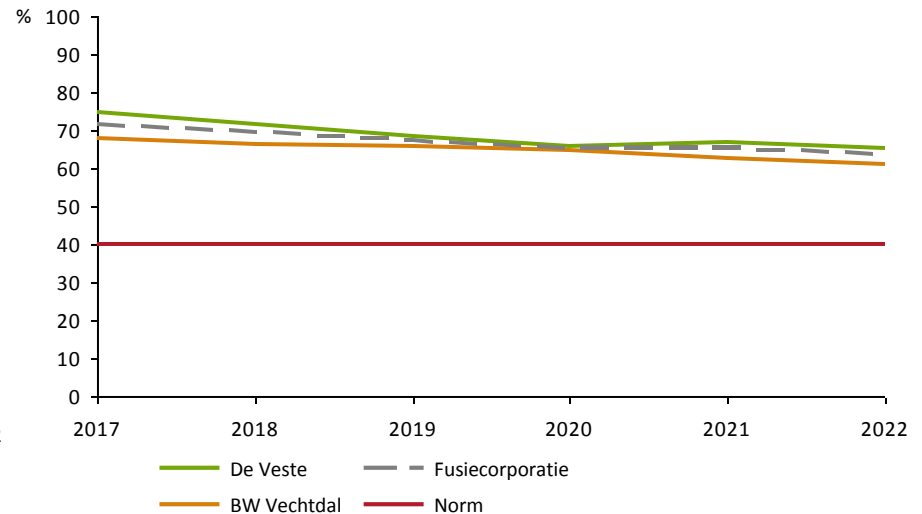
Financieringsbehoefte DAEB per jaar



Solvabiliteit DAEB op basis van bedrijfswaarde



Solvabiliteit DAEB op basis van marktwaarde



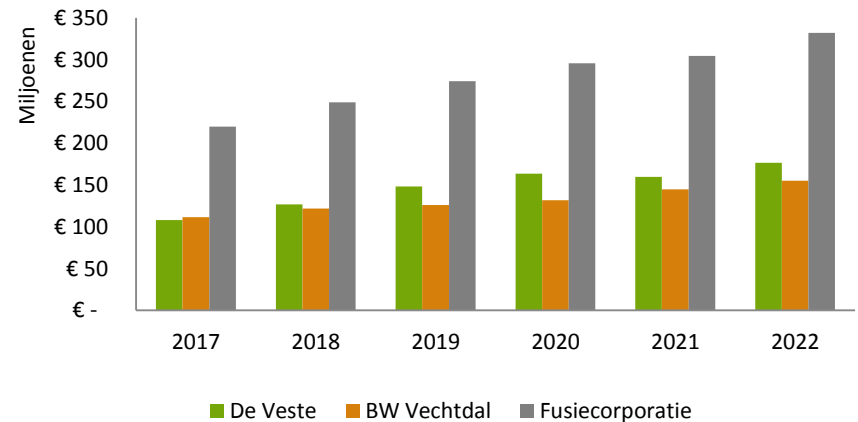
FINANCIËLE EFFECTEN FUSIE | VERMOGENSPOSITIE DAEB

Toelichting

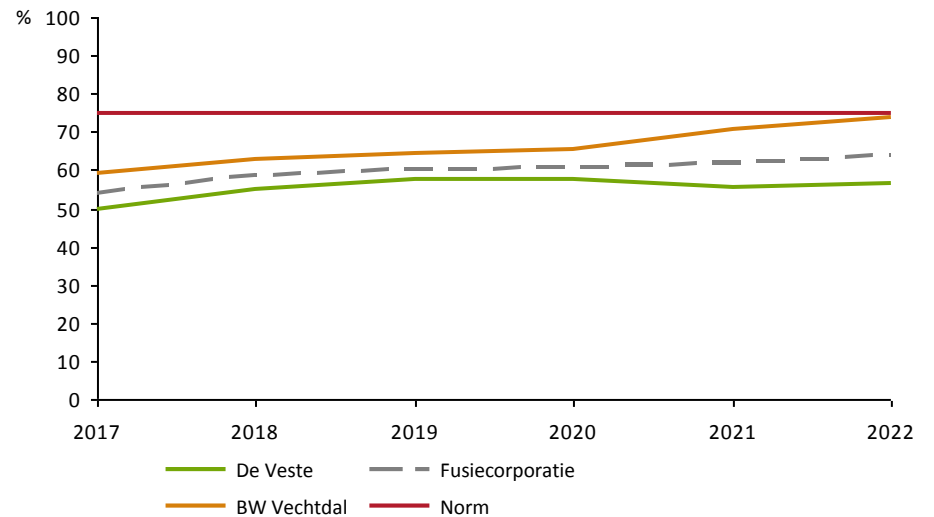
De omvang van de leningportefeuille neemt in de prognoseperiode fors toe. Op het niveau van de fusiecorporatie groeit de leningportefeuille van € 220 miljoen (ultimo 2017) naar € 332 miljoen (ultimo 2022). Het betreft een toename van circa 50% in vijf jaar tijd.

De groei van de leningportefeuille resulteert erin dat de LTV (op basis van bedrijfswaarde) de komende jaren verslechtert. Wel zij opgemerkt dat de LTV gedurende de gehele prognoseperiode blijft voldoen aan de maximumnorm van 75%.

Leningportefeuille DAEB per jaar



LTV fusiecorporatie op basis van bedrijfswaarde



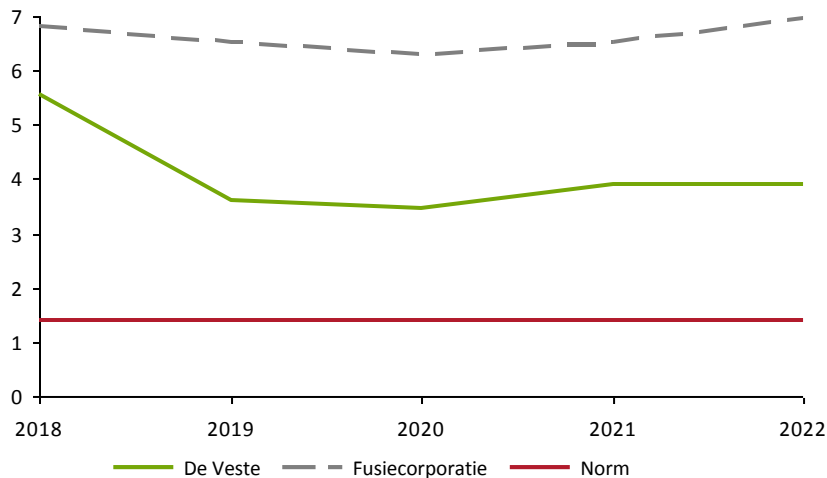
FINANCIËLE EFFECTEN FUSIE | KASSTROOMPOSITIE NIET-DAEB

Toelichting

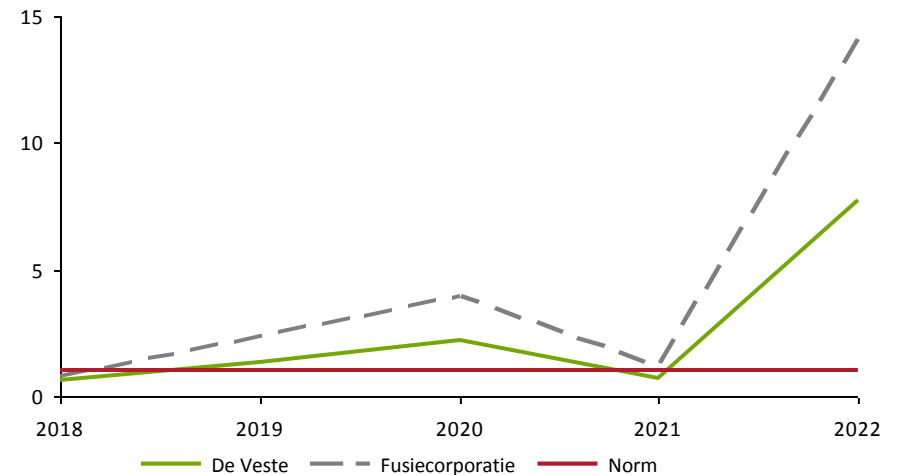
De DSCR van de niet-DAEB tak van De Veste laat een grillig verloop zien. Dit heeft verband met de omvang van de interne lening, maar dit is in overleg met de Aw gecorrigeerd in het definitieve scheidingsvoorstel. Een andere oorzaak van de pieken in de DSCR voor de niet-DAEB tak is dat deze in tegenstelling tot de DAEB-tak gebaseerd zijn op werkelijke aflossingen (in plaats van het afgevlakte theoretische aflossingsniveau).

Aangezien BW Vechtdal onder het verlicht regime valt, heeft zij in haar niet-DAEB tak geen interne lening opgenomen. Dit betekent dat er geen sprake is van rente en aflossing, waardoor het niet mogelijk is om de ICR en DSCR te berekenen. Het ontbreken van rente en aflossing voor BW Vechtdal en het grillige verloop bij De Veste zijn zichtbaar in de ratio's van de fusiecorporatie.

ICR niet-DAEB



DSCR niet-DAEB (theoretische aflossing)

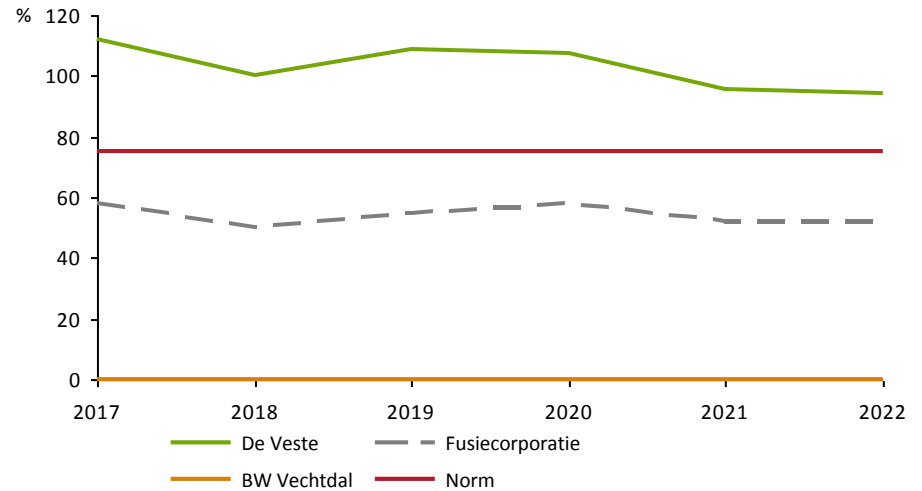


FINANCIËLE EFFECTEN FUSIE | VERMOGENSPOSITIE NIET-DAEB

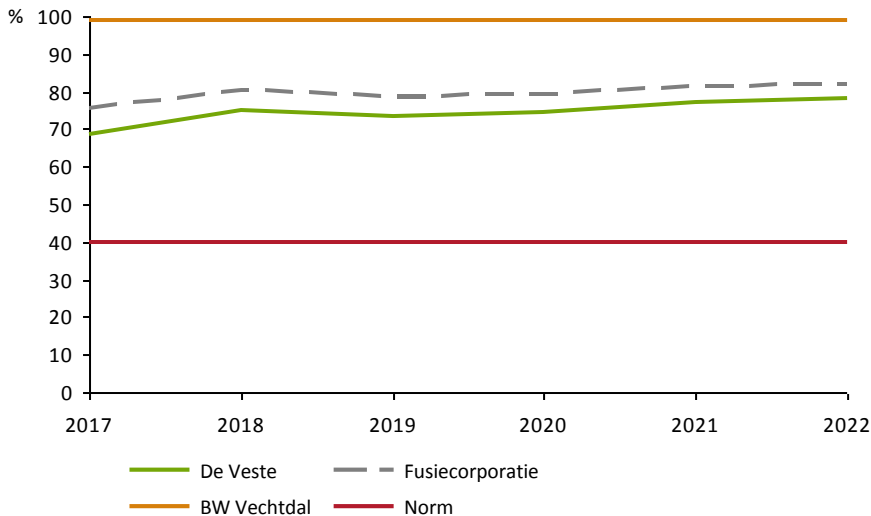
Toelichting

Aan de vermogensratio's wordt door beide corporaties en fusiecorporatie voldaan. In de meerjarenbegroting (basis van deze analyse) overschrijdt de LTV niet-DAEB van De Veste weliswaar de maximumnorm, maar dit is in overleg met de Aw gecorrigeerd in het definitieve scheidingsvoorstel.

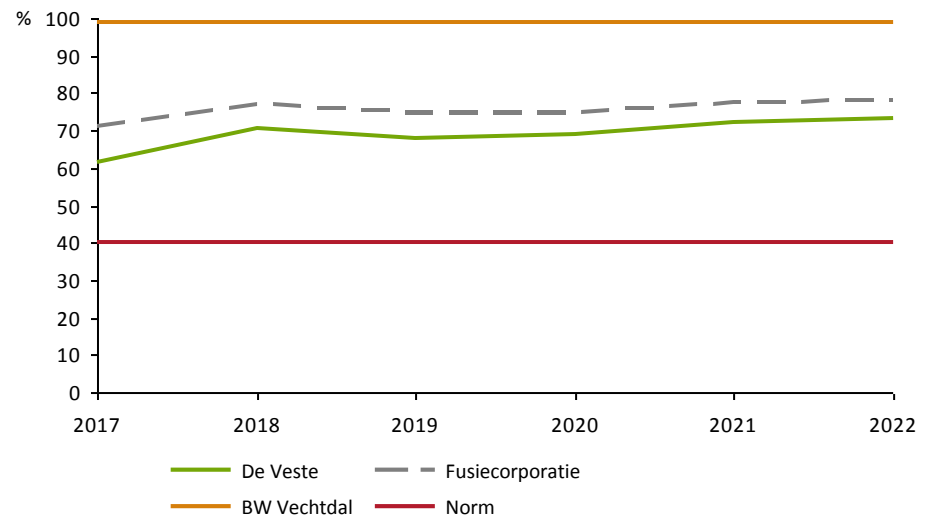
LTV niet-DAEB op basis van bedrijfswaarde



Solvabiliteit niet-DAEB op basis van marktwaarde



Solvabiliteit niet-DAEB op basis van bedrijfswaarde



BUSINESSCASE ENSCHEDE

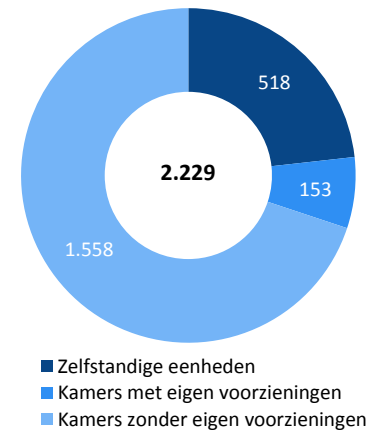
Toelichting

De Veste is huisvester van studenten in Enschede. De kenmerken rondom deze doelgroep zijn de afgelopen jaren veranderd. Zo geeft De Veste in haar visie aan dat de studenten meer behoefte hebben aan gebruik van diensten en voorwerpen in plaats het bezit ervan, de zogenoemde deelmaatschappij. Daarnaast vindt er steeds meer internationalisering en digitalisering plaats. De Veste ziet de studenten van Enschede als een toegevoegde waarde voor de stad, zij zorgen voor dynamiek, elan, kennis en innovatieve ideeën in de stad. Daarnaast worden ze gezien als de toekomstige ondernemers en bewoners van de stad.

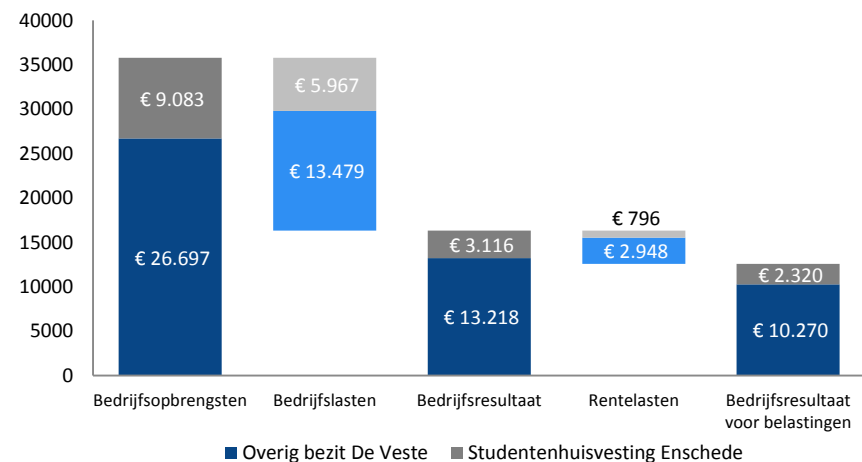
De Veste bezit in Enschede enkel studentenhuisvesting, in totaal 2.229 eenheden. Dit ten opzichte van een totaalvoorraad van 6.429 eenheden, maakt dit bijna 35% van de totale voorraad. Het overgrote deel hiervan betreffen studentenkamers met gedeelde voorzieningen. Wanneer er wordt gekeken naar de match tussen vraag en aanbod blijkt dat er een tekort aan zelfstandige woningen en kamers met eigen voorzieningen, daarentegen is een overschot aan kamers met gedeelde voorzieningen. Het streven van De Veste is om netto geen eenheden toe te voegen aan de voorraad. Wel gaan ze de voorraad beter laten aansluiten bij de vraag door bijvoorbeeld onzelfstandige eenheden samen te voegen.

Wanneer wordt gekeken naar het resultaat van de studentenhuisvesting in Enschede ten opzichte van de rest van het bezit, valt te concluderen dat de studentenhuisvesting een positieve bijdrage levert van 18% op het bedrijfsresultaat. Het aandeel in de opbrengsten betreft 25%, de bedrijfslasten kennen een relatief hoog aandeel met 31%.

Bezit studentenhuisvesting De Veste - Enschede



Bedrijfsresultaat bezit De Veste versus Enschede (x € 1.000)



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:
Daan Vrijmoet
Corstiaan Verweij
Anne-Floor Blonk

MEER IMPACT MET MAATSCHAPPELIJK KAPITAAL

