VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

BEDRIJFSPROFIEL AANDELEN

WDP

5 februari 2018

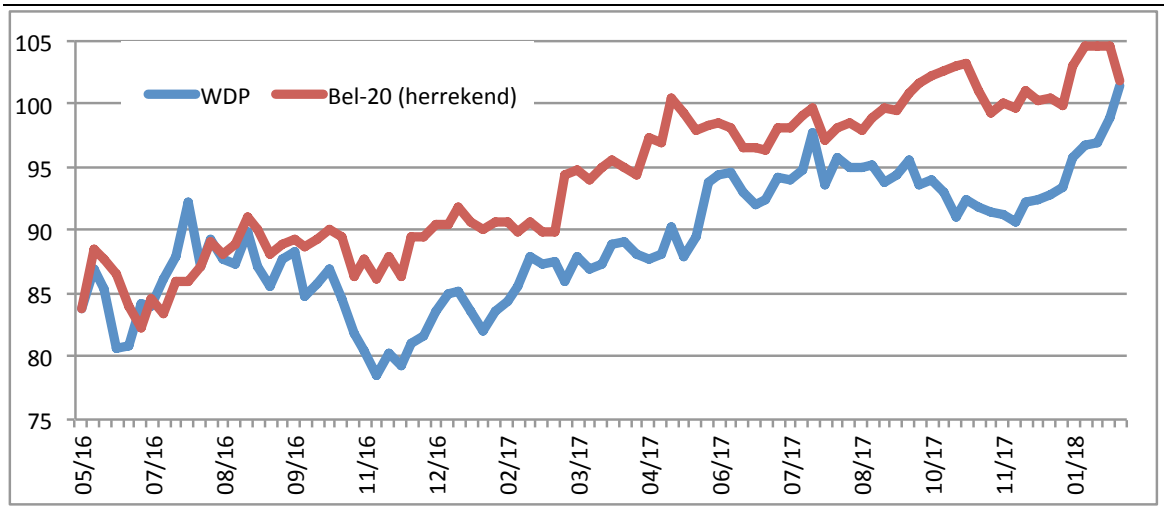
Koers	**98,30**
Aantal aandelen (m)	22,009
Marktkapitalisatie (m)	2.163,5

Intrins. waarde (dec/17)	56,30
Schuldgraad (dec/17)	53,1%

(in miljoen EUR)	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18E
Huuropbrengsten	75,384	83,032	93,438	117,185	131,654	143,574	n.b.
Groei in %	19,5%	10,1%	12,5%	25,4%	12,3%	9,1%	n.b.
Bedrijfsresultaat	74,273	82,139	93,458	118,957	130,242	142,839	n.b.
Financieel resultaat	-21,312	-22,214	-25,387	-27,147	-30,284	-25,734	n.b.
Resultaat portefeuille	1,743	-1,620	19,703	47,355	31,193	101,489	n.b.
Nettowinst	35,326	79,674	64,750	142,698	130,230	235,156	n.b.
Courant resultaat	52,072	59,554	67,337	90,938	100,760	121,421	133,200
Bezettingsgraad	97,3%	97,4%	97,6%	97,5%	97,0%	97,4%	n.b.

Cijfers per aandeel	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18E
Courant resultaat	3,66	3,85	4,10	5,00	5,30	5,60	6,00
Netto dividend	2,33	2,44	2,55	2,92	2,98	3,15	3,36
Intrinsieke waarde (reëel)	29,85	32,78	35,20	41,50	48,40	56,30	n.b.
Premie/discount	58,3%	60,8%	76,7%	94,3%	75,4%	74,6%	n.b.
Dividendrendement *	4,9%	4,6%	4,1%	3,6%	3,5%	3,2%	3,4%

*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2017 en 2018E huidige koers



Bedrijfsomschrijving

Warehouses de Pauw of WDP is een GVV (ex-vastgoedbevak), gespecialiseerd in semi-industrieel vastgoed. Bij de waardebepaling eind 2017 had de vastgoedportefeuille een totale waarde van 2,567 miljard euro, verdeeld over meer dan 180 sites in 5 landen met een bebouwde oppervlakte van 3,8 miljoen m^2 op een totale oppervlakte van 8,7 miljoen m².

In nominale termen bevindt 39,6% van de portefeuille zich in België, 49,9% in Nederland, 4,7% in Frankrijk, 5,3% in Roemenië en 0,5% in Luxemburg.

De belangrijkste inkomsten zijn afkomstig van de zonnepanelen (7,9%), daarna volgen huurders zoals Greenyard (5,5%) en Kuehne & Nagel (5,9%), Distri-Log (4,6%) en DHL Supply Chain (3,5%). De 10 belangrijkste huurders vertegenwoordigen 42% van de inkomsten. Ongeveer een derde van de contracten heeft een looptijd van minstens 10 jaar.

Enkele belangrijke ratio's zijn: gemiddelde looptijd huurcontracten (inclusief zonnepanelen): 7,8 jaar, gemiddelde financiële kost: 2,6%, gemiddelde looptijd schulden: 4,1 jaar en schuldgraad van 53%.

Vanaf begin 2018 zal WDP haar belang in de Roemeense joint-venture optrekken van 51% tot 80% door omzetting van achtergestelde leningen. De bedoeling is om te groeien tot een portefeuille van 500 miljoen euro (265 miljoen euro eind 2017, deel WDP 135 miljoen euro).

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221, 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.

VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Resultaten 2017

2017 was voor WDP, zoals gewoonlijk in feite, een heel druk jaar. Er werd voor 400 miljoen euro geïnvesteerd. Wat het groeiplan 2016/20 betreft, werd er al voor 300 miljoen euro aangekocht (voor 330 miljoen euro aankopen en voor 30 miljoen euro verkopen), aangevuld met de identificatie van projecten voor een bedrag van 450 miljoen euro (inclusief zonnepanelen). In die 450 miljoen euro zit voor 70 miljoen euro aankoop van gronden en voor 55 miljoen euro kosten voor herontwikkelingen. In totaal maakt dit al voor 750 miljoen euro investeringen, het groeiplan voor de periode 2016/20 voorzag in een aangroei van de portefeuille van een miljard euro, van 2 naar 3 miljard euro. Met de nu al geïdentificeerde 750 miljoen euro, loopt WDP opnieuw voorop op zijn plannen, waardoor ze de doelstellingen verhoogt.

In de plaats van een courant resultaat per aandeel van 6,25 euro in 2020, wordt dat nu 7 euro, de winstgroei over de periode 2016/20 wordt bijgevolg 40% i.p.v. 25%. Het brutodividend stijgt in dezelfde mate, van 5 naar 5,75 euro. De portefeuille zal groeien tot 3,25 miljard euro (was 3 miljard euro), de aangroei zal dus 1,25 miljard euro bedragen, versus 1 miljard euro eerst verwacht.

In 2017 verhoogde WDP de huurinkomsten met 10,6% tot 154,493 miljoen euro. Op vergelijkbare basis was er een toename van de huurinkomsten van +1,1%, vnl. door huurindexeringen. Niet onbelangrijk om eraan toe te voegen is dat de inkomsten uit zonnepanelen zijn toegenomen van 8,4 tot 10,3 miljoen euro. Het bedrijfsresultaat steeg 9,7%, iets minder dan de groei van de totale inkomsten. Het management wijst hiervoor naar de algemene kosten die in 2016 uitzonderlijk laag waren en in 2017 toenAmen tot een meer gemiddeld niveau.

Het financiële resultaat kende een sterke verbetering van -30,284 tot -25,734 miljoen euro. Alhoewel de financiële schulden stegen van 1,046 miljard euro eind 2016 naar 1,350 miljard eind 2017, lagen ze in 2017 gemiddeld lager na een kapitaalverhoging. Tevens ontving WDP rente op de voorschotten die het verleende aan de Roemeense joint-venture, alsook daalde de gemiddelde financiële kost van 2,8 tot 2,6%.

Het courant of EPRA resultaat steeg 20,5% tot 121,421 miljoen euro, per aandeel was de stijging beperkt tot +5,7% door een toename van het aantal aandelen (keuzedividend en kapitaalverhoging). De herwaardering van het vastgoed was opnieuw sterk positief (+101,489 miljoen euro). De herwaardering van de financiële instrumenten was ook sterk positief (+16,470 miljoen euro).

(cijfers in miljoen euro)	FY16	FY17	Δ 16/17
Totale opbrengsten	139,661	154,493	10,6%
Huurinkomen	131,654	143,574	9,1%
Bedrijfsresultaat	130,242	142,839	9,7%
Financieel resultaat	-30,284	-25,734	n.r.
Resultaat portefeuille	31,193	101,489	n.r.
Herwaardering fin. instrumenten	1,787	16,470	n.r.
Resultaat van de periode	130,232	235,156	80,6%
Intrinsieke waarde per aandeel	48,40	56,30	16,3%
Courant of EPRA resultaat	100,760	121,421	20,5%
Courant of EPRA resultaat p/a	5,30	5,60	5,7%

De groei van het courant resultaat per aandeel komt in 2017 dus uit op 5,7%. We herinneren eraan dat we eerder stelden dat door de inhouding van een deel van het resultaat via een minimale uitkering van 80% en door het keuzedividend, WDP in staat is om jaarlijks zijn courant resultaat met circa 5% te laten aangroeien. De grote uitdaging voor WDP bestaat er dan ook in om voldoende nieuwe projecten met aantrekkelijke rendementen te realiseren. Regelmatig wordt de vraag gesteld of WDP niet de stap zou moeten zetten naar nieuwe geografische markten (bv. Duitsland en Polen), het management stelt dat het nog voldoende groeimogelijkheden ziet in zijn bestaande markten. In Roemenië is dat zeker het geval, getuige daarvan de initiatieven die het eind 2017/begin 2018 nam. De groep heeft er een landreserve van 500.000 m^2.

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221, 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

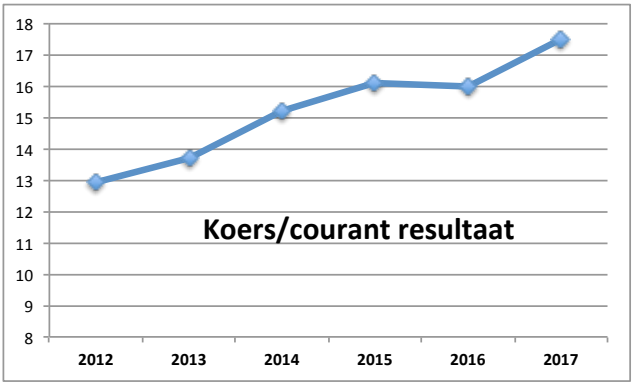
De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.

Naast die 500.000 m^2 in Roemenië heeft WDP ook nog zicht op een bijkomende 600.000 m^2, deels in eigendom, deels via opties op concessies (bv. in havengebieden), deels via exclusieve opties. Van die 600.000 m^2 bevindt het gros zich in België (330.000 m^2), een belangrijk deel in Nederland 220.000 m^2 en nog eens 50.000 m^2 in het Groothertogdom Luxemburg. In Frankrijk heeft de groep geen grondreserve of lopende projecten, het verbeterde economische klimaat deels dankzij het aantreden van een nieuwe president, kan hier wel verandering in brengen.

Conclusie

WDP heeft het ideale groeimodel op punt gezet, waarbij winstreservering gekoppeld aan een hoog rendement op eigen vermogen (10% in 2017), voor een constante groei van het courant resultaat per aandeel zorgt. Ons eerder onderzoek heeft aangetoond dat een gestage groei van het dividend (dankzij een aangroei van het courant resultaat) de beste garantie is voor stijgende beurskoersen op lange termijn. Van de financiering via winstreservering verzekert WDP zich elk jaar, de uitdaging bestaat erin voldoende activa te vinden om in de portefeuille op te nemen. En daar ligt de grote kracht van WDP, het blijft er in slagen om die projecten te detecteren en tot een goed einde te brengen, en misschien nog het belangrijkst van al, om de bezettingsgraad op een hoog peil te houden (zie grafiek achteraan). Ook niet onbelangrijk is dat WDP voor zijn expansie op zijn bestaande huurders kan rekenen, die zijn goed voor 50% van de nieuwe projecten.

Bij die groei en die hogere beurskoers moeten we 2 kanttekeningen maken. Een eerste is dat de waardering van WDP in termen van koers/courant resultaat de voorbije jaren gestaag toegenomen is. Of dat het gevolg is van de dalende rente, van de track record op het vlak van groei of van het lagere risico van logistiek vastgoed, dat laten we in het midden. We stellen gewoon de hogere waardering vast!



(beurskoers op jaareind gedeeld door courant resultaat p/a)

Een tweede kanttekening is natuurlijk de minder gunstige marktomgeving voor GVV's door de stijging van de langetermijnrente. We vrezen dat dit element de volgende maanden meer aandacht zal en moet opslorpen, dan de analyse van de cijfers van de individuele GVV's.

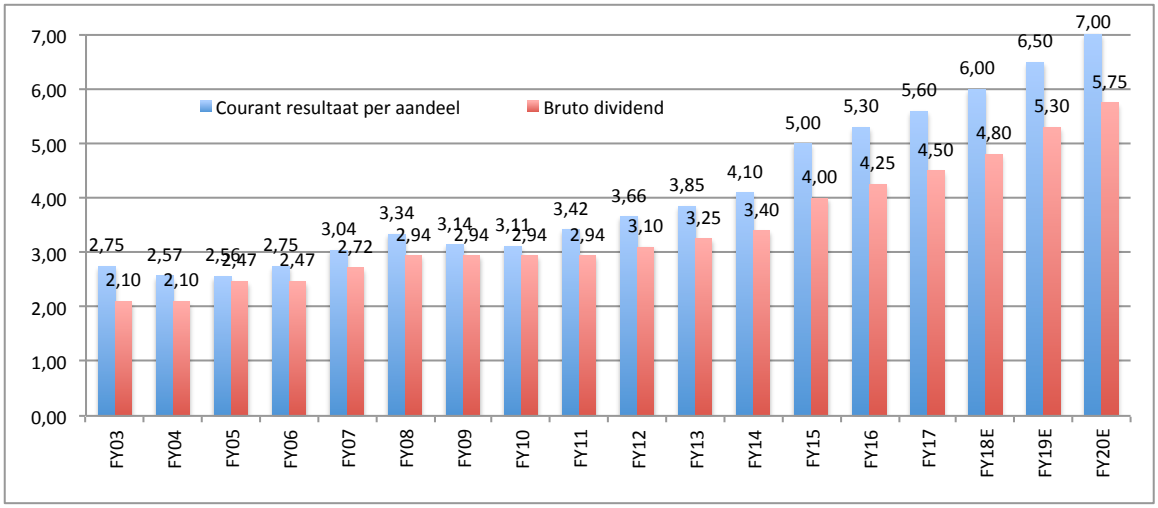
Met een koers/courant resultaat van 16,4 op basis van de schattingen voor 2018 noteert WDP nog steeds onder het sectorgemiddelde, maar we herhalen onze opmerking over de hogere langetermijnrente. Dit impliceert dat we vandaag helemaal niet gehaast zijn om te kopen.

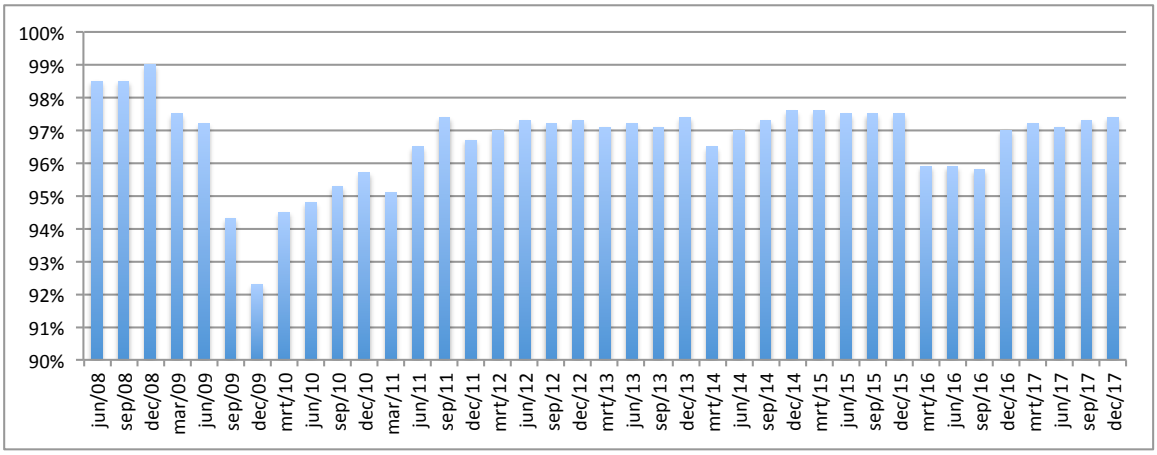
Gert De Mesure

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221, 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.

VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS





VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221, 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.