



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGERS

WDP

25 oktober 2019

Koers	159,40
Aantal aandelen (m)	23,351
Marktkapitalisatie (m)	3.722,1

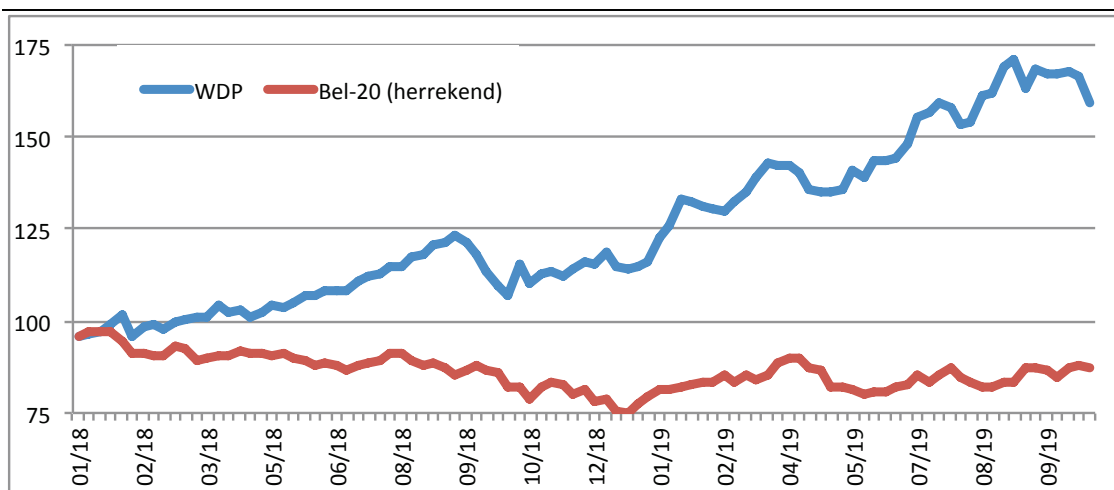
Intrins. waarde (dec/18)	68,50
Schuldgraad (dec/18)	51,8%

(in miljoen EUR)	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19E
Huuropbrengsten	83,032	93,438	117,185	131,654	143,574	173,791	n.b.
Groei in %	10,1%	12,5%	25,4%	12,3%	9,1%	21,0%	n.b.
Bedrijfsresultaat	82,139	93,458	118,957	130,242	142,839	171,555	n.b.
Financieel resultaat	-22,214	-25,387	-27,147	-30,284	-25,734	-33,012	n.b.
Resultaat portefeuille	-1,620	19,703	47,355	31,193	101,489	208,257	n.b.
Nettowinst	79,674	64,750	142,698	130,230	235,156	328,784	151,782
Courant resultaat	59,554	67,337	90,938	100,760	121,421	134,359	151,782
Bezettingsgraad	97,4%	97,6%	97,5%	97,0%	97,4%	97,5%	n.b.

Cijfers per aandeel	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19E
Courant resultaat	3,85	4,10	5,00	5,30	5,60	6,00	6,50
Netto dividend	2,44	2,55	2,92	2,98	3,15	3,36	3,64
Intrinsieke waarde (reëel)	32,78	35,20	41,50	48,40	56,30	68,50	n.b.
Premie/discount	60,8%	76,7%	94,3%	75,4%	58,7%	132,7%	n.b.
Dividendrendement *	4,6%	4,1%	3,6%	3,5%	3,5%	2,1%	2,3%

*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2018 en 2019E huidige koers

BEDRIJFSPROFIEL AANDELEN



Bedrijfsomschrijving

Warehouses de Pauw of WDP is een GVV, gespecialiseerd in logistiek vastgoed. Bij de waardebeoordeling eind september 2019 had de vastgoedportefeuille een totale waarde van 3,792 miljard euro, verdeeld over 213 sites in 5 landen met een bebouwde oppervlakte van 4,788 miljoen m² op een totale oppervlakte van 12,031 miljoen m².

In nominale termen bevindt 33% van de portefeuille zich in België, 47% in Nederland, 3% in Frankrijk, 15% in Roemenië en 1% in Luxemburg.

De belangrijkste inkomsten zijn afkomstig van de zonnepanelen (6,9%), daarna volgen huurders zoals Kuehne & Nagel (6,1%) en Greenyard (4,5%), Distri-Log (3,8%) en Ceva Logistics (3,4%). De 10 belangrijkste huurders vertegenwoordigen 40% van de inkomsten.

Enkele belangrijke ratio's zijn: gemiddelde looptijd huurcontracten (exclusief zonnepanelen): 5,6 jaar, gemiddelde financiële kost: 2,2%, gemiddelde looptijd schulden: 4,4 jaar en schuldgraad van 51,5%.

Begin 2018 trok WDP haar belang in de Roemeense joint-venture op 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, was 475 miljoen euro eind 2018, eind september 2019 stond de teller al op 568 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 veelevoudig en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



Resultaten na 9 maanden in 2019

In de eerste 9 maanden van 2019 verhoogde WDP de totale opbrengsten met 15,9% tot 161,816 miljoen euro. Hierin begrepen zijn de inkomsten uit zonnepanelen die stegen van 12,5 tot 13,1 miljoen euro. De belangrijkste acquisities die in de loop van 2018 verricht werden, droegen bij tot de huurgroei van 17,3%. Op vergelijkbare basis stegen de huurinkomsten 1,6%, vooral door indexering.

Het bedrijfsresultaat steeg 15,6%, wat grosso modo in lijn is met de toename van de opbrengsten. De toename van de kosten hield dus gelijke tred met de opbrengstenaangroei.

Het financiële resultaat daalde van -24,157 miljoen euro tot -30,163 miljoen euro. De financiële schuld lag gemiddeld 270 miljoen euro hoger, daarnaast was er een kost van 1,8 miljoen euro voor grondconcessies (nu te boeken onder financiële resultaten). De gemiddelde financiële kost daalde van 2,4 tot 2,2%, wat de achteruitgang van het financiële resultaat wat temperde.

Het courant of EPRA resultaat steeg 12,6% tot 113,967 miljoen euro, per aandeel was de stijging beperkt tot +7,9% door een toename van het aantal aandelen (keuzedividend en kapitaalverhoging). Bij de niet-kaselementen wensen we de aandacht te vestigen op de sterk positieve herwaardering van de vastgoedportefeuille, goed voor een plus van 191,972 miljoen euro.

(cijfers in miljoen euro)	9M18	9M19	Δ 18/19
Totale opbrengsten	139,655	161,816	15,9%
Huurinkomen	127,751	149,856	17,3%
Bedrijfsresultaat	128,251	148,282	15,6%
Financieel resultaat	-24,157	-30,163	n.r.
Resultaat portefeuille	91,526	191,972	n.r.
Herwaardering fin. instrumenten	5,605	-68,520	n.r.
Resultaat van de periode	194,279	232,601	19,7%
Intrinsieke waarde per aandeel	61,50	74,60	21,3%
Courant of EPRA resultaat	101,22	113,967	12,6%
Courant of EPRA resultaat p/a	4,55	4,91	7,9%

In België en Nederland kwam de herwaardering van het vastgoed voor elk uit op bijna 92 miljoen euro. Het rendement van logistiek blijft dalen, zo daalde het gemiddelde rendement van de vastgoedportefeuille van 6,3% eind september 2018 naar 5,7% eind september 2019 (was 7,1% eind 2017). In België ging het van 6,1% naar 5,6%, in Nederland van 6,1% naar 5,3% en in Roemenië van 8,1% naar 7,6%. Dat lagere rendement zorgt dus voor een hogere waardering, met name van +5,1%.

De herwaardering van de financiële indekkingsinstrumenten was daarentegen sterk negatief door de daling van de markttrente in de voorbije maanden. Het totale netto resultaat na 9 maanden in 2019 kwam uit op 232,601 miljoen euro, of 19,7% meer dan in 2018.

De markttrendementen van logistiek vastgoed blijven dalen en dat heeft zonder twijfel te maken met de daling van de rentevoeten. Er is wel nog een ander aspect en dat is het lagere risicogehalte van beleggingen in logistiek vastgoed. Zo zien we dat WDP weinig problemen heeft om huurcontracten op vervalddag te verlengen, te vernieuwen of om nieuwe huurders aan te trekken. Dit jaar kwam zo 15% van de huurcontracten op vervalddag en 99% hiervan werd verlengd, voor 80% ging het om bestaande huurders. Dat het vastgoed van WDP goed gelegen en van hoge kwaliteit is, speelt natuurlijk ook een rol. De bezettingsgraad eind september 2019 kwam uit op 97,3%, een fractie lager dan de 97,5% van eind 2018.

We dienen ook nog te vermelden dat WDP op 2 januari 2020 zal overgaan tot een splitsing van het aandeel in 7.

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 veelevoudig en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.

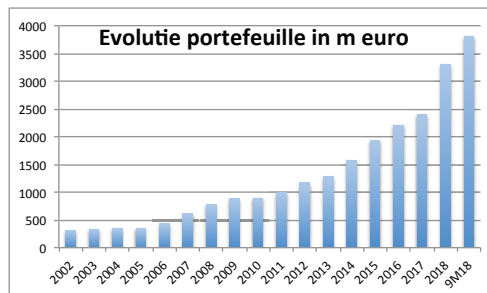


VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGERS

Groeiplan 2019/23

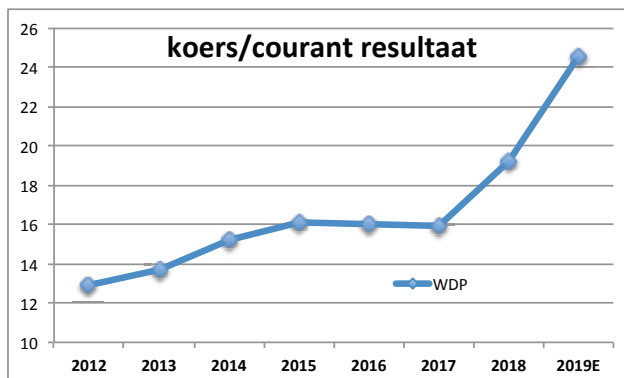
Eerder dit jaar formuleerde WDP een nieuw groeiplan en dit voor de jaren 2019 tot 2023. Eind 2018 zag het management dat het eerdere groeiplan 2016/20 (courant resultaat per aandeel van 7 euro in 2020 en een aangroei van de portefeuille van 1,25 miljard euro, waarvan 90% eind 2018 gerealiseerd was) binnen bereik was. Het groeiplan 2019/23 voorziet in een jaarlijkse groei van de portefeuille met 10% tot 5 miljard euro in 2023. Het courant resultaat per aandeel moet jaarlijks met 6% stijgen tot 8 euro in 2023.

Dit jaar contracteerde WDP al 400 miljoen euro van de voorziene 330 miljoen euro voor 2019, in het derde kwartaal alleen ging het om 75 miljoen euro.



Waardering

We gaven het reeds aan in eerdere publicaties: de waardering van WDP is dit jaar sterk gestegen. Twee ratio's tonen dat duidelijk, met name de ratio koers/courant resultaat (zie grafiek rechts) en de koers/boekwaarde of de premie waartegen het aandeel noteert. De premie is ondertussen opgelopen tot 114%, of tot een koers/boekwaarde van 2,14. Na Care Property Invest (minder goed te vergelijken door onroerende leasing) is dit het hoogste van de Belgische GVV's.



We hebben diverse verklaringen voor de hogere waardering van de afgelopen maanden:

- sommige beleggers trekken in hun (DCF-)waardering de groei van de voorbije jaren door naar de toekomst
- door de relatief jonge gebouwen in portefeuille is er de volgende jaren minder nood aan vervangings- of renovatie-investeringen
- logistiek vastgoed is heel aantrekkelijk door het gedaalde risico, de sterke marktvaart en het hoger dan gemiddelde rendement.

Door dit fenomeen van sterk hogere waardering meer in detail te bestuderen, zijn we nog op een andere mogelijke verklaring gestoten. We sluiten niet uit dat een vastgoedgroep zoals WDP door heel wat beleggers meer beschouwd wordt als een vastgoedontwikkelaar (zoals Atenor of Immobel) dan als een vastgoedfonds of REIT (Real Estate Investment Trust). We verklaren ons nader. Vastgoedontwikkelaars hebben (meestal) geen recurrente inkomsten uit de verhuur van gebouwen, maar realiseren wel meerwaarden op de ontwikkeling en de verkoop van nieuwe gebouwen.

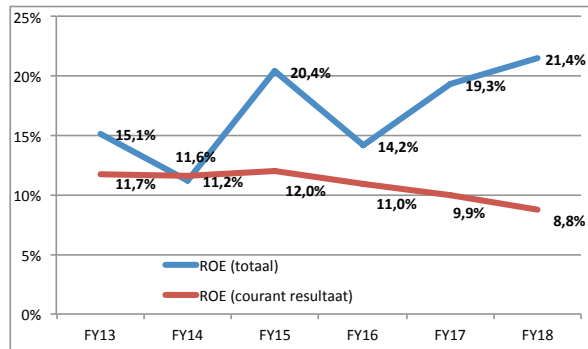
VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221, 2240 Zandhoven Tel.: (03) 312 83 12

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 veelevoudig 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

De parameter die dan belangrijk is, is het rendement op eigen vermogen (ROE in het vakjargon, *return on equity*). In de grafiek rechts hebben we (in het rood) het rendement op eigen vermogen gebaseerd op het courant resultaat. We zien dat dit geleidelijk afneemt, wat te verklaren is door het lagere rendement van de nieuwe investeringen. Maar het rendement op het totale resultaat (in blauw) met inachtnaam van de herwaarderingen evolueerde de voorbije 4 jaren heel gunstig en evenaart het niveau van heel wat ontwikkelaars.



Bij dergelijke rendementen (van 15% tot 20%) horen dan ook koers/boekwaarde ratio's van 2 en meer (nu 2,14 voor WDP). De vraag is natuurlijk of WDP die hoge rendementen op eigen vermogen kan aanhouden. De daling van het marktrendement van logistiek vastgoed heeft dat rendement sterk doen oplopen in de voorbije jaren, ook geholpen door de ontwikkeling van eigen projecten. Dat marktrendement van logistiek vastgoed zal wel niet blijven dalen in dezelfde mate als de voorbije jaren, waardoor ook dat rendement op eigen vermogen wat kan terugvallen in de volgende jaren. Het aandeel en haar beurswaardering zijn kwetsbaar op dit vlak.

Conclusie

Het aandeel WDP heeft een onwaarschijnlijk sterke prestatie neergezet, sinds begin 2018 noteert het 71% hoger, sinds begin 2019 dikte de koers 40% aan. Het bedrijf wordt hiermee beloond voor de consistente en continue groei van haar courant resultaat in de voorbije jaren. Het gevolg van die sterke koersprestatie is een meer dan gemiddeld hoge waardering, die het aandeel kwetsbaar maakt.

Naar de courante resultaten toe zien we niet onmiddellijk een probleem, we verwijzen daarvoor naar het nieuwe groeiplan dat een zekere jaarlijkse groei van het courant resultaat per aandeel vooropstelt. Het totale resultaat, met inachtnaam van de herwaarderingen van de vastgoedportefeuille, daarentegen kan niet in dezelfde mate als de voorbije jaren evolueren. We menen dat het rendement op eigen vermogen kan terugvallen in een vork van 10% tot 15% versus de 15% tot 20%. In welke mate dit de koers kan beïnvloeden, is vandaag natuurlijk koffiedik kijken.

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 veelevoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.