



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGER

WDP

3 februari 2020

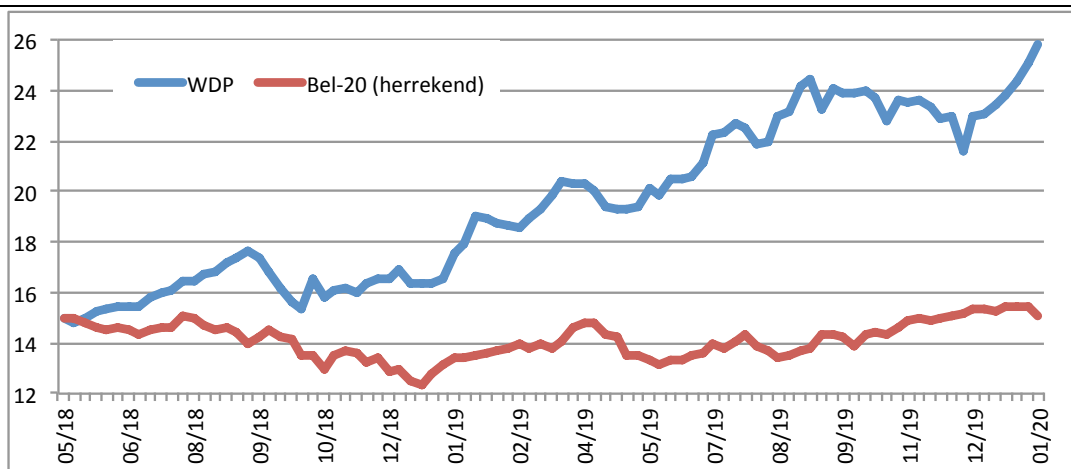
Koers	25,74
Aantal aandelen (m)	172,489
Marktkapitalisatie (m)	4.439,9

Intrins. waarde (dec/19)	12,20
Schuldgraad (dec/19)	46,7%

(in miljoen EUR)	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20E
Huuropbrengsten	93,438	117,185	131,654	143,574	173,791	201,971	n.b.
Groei in %	12,5%	25,4%	12,3%	9,1%	21,0%	16,2%	n.b.
Bedrijfsresultaat	93,458	118,957	130,242	142,839	171,555	198,3%	n.b.
Financieel resultaat	-25,387	-27,147	-30,284	-25,734	-33,012	-40,216	n.b.
Resultaat portefeuille	19,703	47,355	31,193	101,489	208,257	279,897	n.b.
Nettowinst	64,750	142,698	130,230	235,156	328,784	393,732	172,490
Courant resultaat	67,337	90,938	100,760	121,421	134,359	152,374	172,490
Bezettingsgraad	97,6%	97,5%	97,0%	97,4%	97,5%	98,1%	n.b.

Cijfers per aandeel	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20E
Courant resultaat	0,59	0,71	0,76	0,80	0,86	0,93	1,00
Netto dividend	0,36	0,42	0,43	0,45	0,48	0,52	0,56
Intrinsieke waarde (reëel)	5,03	5,93	6,91	8,04	9,79	12,20	n.b.
Premie/discount	76,7%	94,3%	75,4%	58,7%	66,6%	111,0%	n.b.
Dividendrendement *	4,1%	3,6%	3,5%	3,5%	2,9%	2,0%	2,2%

*: op basis van koersen op het jaareind, voor 2019 en 2020E huidige koers



Bedrijfsomschrijving

Warehouses de Pauw of WDP is een GVV, gespecialiseerd in logistiek vastgoed. Bij de waardebeoordeling eind 2019 had de vastgoedportefeuille een totale waarde van 4,055 miljard euro, verdeeld over 246 sites in 5 landen met een bebouwde oppervlakte van 5,038 miljoen m² op een totale oppervlakte van 12,475 miljoen m².

In nominale termen bevindt 33% van de portefeuille zich in België, 47% in Nederland, 3% in Frankrijk, 16% in Roemenië en 1% in Luxemburg.

De belangrijkste inkomsten zijn afkomstig van de zonnepanelen (6,3%), daarna volgen huurders zoals Kuehne & Nagel (5,7%) en Greenyard (4,1%), Distri-Log (3,6%) en Ceva Logistics (3,3%). De 10 belangrijkste huurders vertegenwoordigen 35% van de inkomsten.

Enkele belangrijke ratio's zijn: gemiddelde looptijd huurcontracten (exclusief zonnepanelen): 6 jaar, gemiddelde financiële kost: 2,2%, gemiddelde looptijd schulden: 4,2 jaar en schuldgraad van 46,7%.

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). In Duitsland werd recent een joint-venture opgericht.

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

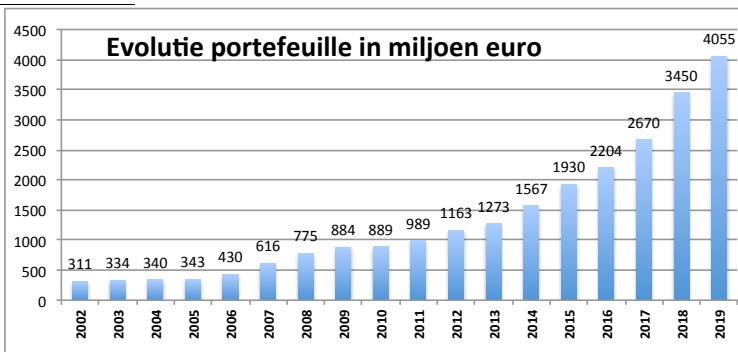


VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGERS

Evolutie van de portefeuille in 2019

In 2019 nam de waarde van de portefeuille toe van 3,450 miljard euro tot 4,055 miljard euro. Het verrichtte voor 124 miljoen euro aankopen, de oplevering van (20) eigen projecten was goed voor 216 miljoen euro. De positieve herwaardering van de portefeuille leverde 280 miljoen euro op. Tot slot werd er voor ongeveer 15 miljoen euro (Belgisch) vastgoed verkocht.

Nuttig om weten is dat het rendement van de zelf ontwikkelde projecten op gemiddeld 7,2% uit kwam. Deze 7,2% moet afgezet worden tegenover de 6,3% eind 2019 waaraan de portefeuille werd gewaardeerd door de externe schatters. Het is duidelijk dat de oplevering van die projecten onmiddellijk tot een positieve herwaardering leiden, samen met de herwaardering van de bestaande panden (door een daling van het rendement van 6,7% naar 6,3%), leverde dat een herwaarderingsmeerwaarde op van afgerond 280 miljoen euro.



Resultaten 2019

In 2019 verhoogde WDP de totale opbrengsten met 15,2% tot 216,566 miljoen euro. Hierin begrepen zijn de inkomsten uit zonnepanelen die stegen van 14,537 tot 14,689 miljoen euro (slechts 1% groei omdat de opbrengsten in 2018 relatief hoog waren door een goed 'zonnejaar'). De huurinkomsten namen 16,2% toe. Op vergelijkbare basis stegen de huurinkomsten 1,4%, vooral door indexering. Belangrijk bij dit laatste is dat bij huurhernieuwingen geen lagere huurprijzen toegestaan moesten worden, wat zich in het verleden (regelmatig) in beperkte mate manifesteerde.

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 -33,012 miljoen euro tot -40,216 miljoen euro. De financiële schuld eind 2019 kwam 152 miljoen euro hoger uit, daarnaast was er een kost van 2,4 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 13,4% tot 152,374 miljoen euro, per aandeel was de stijging beperkt tot +8,1% 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 279,897 miljoen euro.

(cijfers in miljoen euro)	FY18	FY19	Δ 18/19
Totale opbrengsten	187,923	216,566	15,2%
Opbrengsten zonnepanelen	14,537	14,689	1,0%
Huurinkomen	173,791	201,971	16,2%
Bedrijfsresultaat	171,555	198,287	15,6%
Financieel resultaat	-33,012	-40,216	n.r.
Resultaat portefeuille	211,109	279,897	n.r.
Herwaardering fin. instrumenten	-9,027	-29,883	n.r.
Resultaat van de periode	328,784	393,732	19,8%
Intrinsieke waarde per aandeel	9,80	12,20	24,5%
Courant of EPRA resultaat	134,359	152,374	13,4%
Courant of EPRA resultaat p/a	0,86	0,93	8,1%

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 vervoelvoudigd 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

Het rendement van logistiek blijft dalen en dat lagere marktrendement resulteert in een hogere waardering, met name van +7,3%. In België kwam de herwaardering van het vastgoed uit op 125 miljoen euro, voor Nederland was dat 134,5 miljoen euro. De herwaardering van het Franse vastgoed leverde een plus van 5,6 miljoen euro op, in Roemenië was dat 9,9 miljoen euro, voor Luxemburg ging het om 2,5 miljoen euro.

De marktrendementen van logistiek vastgoed blijven dalen en dat heeft deels te maken met de daling van de rentevoeten, deels met het lagere risicogehalte van beleggingen in logistiek vastgoed. Zo zien we dat WDP weinig problemen heeft om huurcontracten op vervaldag te verlengen, te vernieuwen of om nieuwe huurders aan te trekken. In 2019 kwam 15% van de huurcontracten op vervaldag en die werden allemaal hernieuwd, 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 2019 kwam uit op 98,1%, beter dan de 97,5% van eind 2018.

De herwaardering van de financiële indekkingsinstrumenten was daarentegen sterk negatief door de daling van de marktrente in de voorbije maanden. In 2019 ging het om -29,883 miljoen euro, in 2018 was dat -9,027 miljoen euro. Het totale netto resultaat in 2019 kwam uit op 393,732 miljoen euro, of 19,8% meer dan in 2018.

Groeiplan 2019/23

Begin 2019 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 1 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 1,14 euro in 2023.

In 2019 heeft WDP voor 550 miljoen euro nieuwe projecten geïdentificeerd en gecontracteerd. Momenteel heeft het voor 480 miljoen euro (voorverhuurde) projecten in ontwikkeling met een gemiddeld rendement van 6,8%, te weten 6,1% in West-Europa en 8,2% in Roemenië.

Ondertussen heeft de 50/50 joint-venture tussen WDP en het Duitse VIB een akkoord voor een eerste aankoop van gronden. Het betreft 80.000 m² in Gelsenkirchen, in de deelstaat Noordrijn-Westfalen, voor de ontwikkeling van een logistiek park.

Waardering

Niemand zal ontkennen dat het aandeel WDP vandaag geen koopje is. Maar stellen dat het aandeel onmiddellijk verkocht moet worden, is wellicht een brug te ver. Zelf bepalen we voor Belgische GVV's geen koersdoel omwille van de hoge graad van subjectiviteit en complexiteit. Wel ontlopen we onze verantwoordelijkheid niet en gaan we op zoek naar de achterliggende redenen van de hoge of lage waardering van GVV's.

Zo zien we twee elementen die van groot belang zijn bij de waardering van GVV's. Deze zijn het rendement op eigen vermogen (zowel van courante winst als van totale winst) en de winstgroei per aandeel (winst = courant resultaat). Bij het rendement op eigen vermogen berekend op het courante resultaat heeft WDP enkele troeven zoals het relatief hoge rendement van logistiek vastgoed, het gebruik van een hoge schuldgraad en dito schuldhefboom, de belangrijke investeringen/opbrengsten in zonnepanelen en de relatief lage beheerskosten (-> hoge bedrijfsmarge).

Wat het rendement op eigen vermogen berekend op het totale resultaat betreft, profiteert WDP dan weer van het dalend marktrendement van logistiek vastgoed en van de latente meerwaarden op de eigen vastgoedontwikkelingen.

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

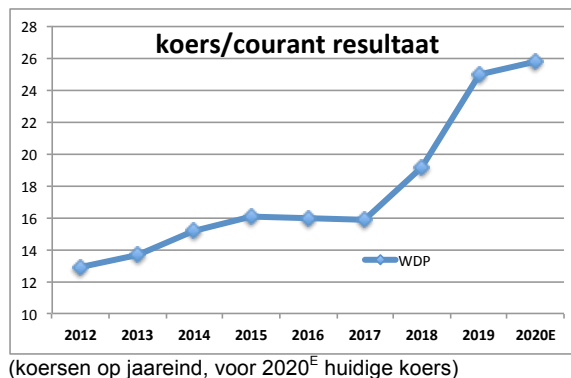
De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt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



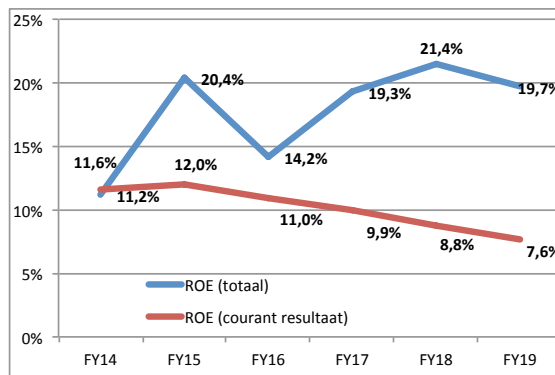
VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGERS

Naar de groei van het courant resultaat per aandeel toe, is er de winstreservering (pay-out van 80% van het courant resultaat) en het keuze-dividend die WDP toelaten elk jaar een zekere groei te realiseren. In de jaren 2016 tot en met 2020 (verwacht) schommelt de groei van het courant resultaat tussen 6% en 8%.

De eerste ratio die we bestuderen is de ratio koers/courant resultaat (zie grafiek rechts). We merken dat vanaf 2018 de waardering sterk is beginnen op te lopen, waardoor de koers van WDP van een dubbel effect profiteerde: van de stijging van het courante resultaat per aandeel en van een hogere multiple. De tweede ratio is de koers/boekwaarde of de premie waartegen het aandeel noteert. De premie is ondertussen opgelopen tot 111%, of tot een koers/boekwaarde van 2,11. Eind 2014 was dat nog 77%.



De parameter die hierbij 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 2,11 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 (totaal) rendement op eigen vermogen kan terugvallen in de volgende jaren. Het aandeel en haar beurswaardering zijn kwetsbaar op dit vlak.

Wat de daling betreft in 2019, moet vooral gekeken worden naar de sterke stijging van het eigen vermogen en dit als gevolg van de hoge herwaardering van de vastgoedportefeuille.

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 vervoelvoudigd 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

Conclusie

Het aandeel WDP heeft op operationeel vlak onwaarschijnlijk sterke prestaties neergezet en dat laat, logischerwijze, de koersevolutie niet onberoerd. Een blik op de toekomst en dan meer bepaald het lopende groeiplan 2019/23, toont dat de groei van de portefeuille en van het courant resultaat zich kan verder zetten.

We herhalen nogmaals dat vanuit dat groeistandpunt gecombineerd met de rendementen op eigen vermogen, de huidige koers verklaard kan worden. Maar dit betekent geenszins dat de koers immuun is voor een of andere correctie. Als Bel-20 lid is het aandeel WDP gevoelig voor sterke schommelingen van die Bel-20. De rentefactor (vooral de langetermijnrente) is een ander risico, maar dat zeggen we al jaren en lijkt voor de volgende maanden alvast geen probleem op te leveren.

Gert De Measure

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