

Vastgoed, met focus op de vergrijzing

Ondanks de duidelijke positieve langetermijntrends (vergrijzing) kenden de GVV's binnen het zorgvastgoedsegment een forse koersduik. Een opportuniteit?

Op 18-19 februari 2020 bereikten de drie GVV's belegd in zorgvastgoed een 'all time high'. Recordkoersen, dubbel zo hoog als vandaag (zie tabel). Sindsdien stapelde zich heel wat slecht nieuws op.

De rente steeg sindsdien met ca. 3 procentpunt (de 5-jarige OLO steeg van -0,52% tot 2,55%).

In maart 2020 sloeg Covid toe, met negatieve persartikelen inzake 'oversterfte' in rusthuizen.

Rusthuizenuitbater *Orpea* kreeg het hard te verduren (koersduik van 83,3% in 2022) na zware beschuldigingen (ontoereikende diensten uit winstbejag). Dit, samen met Covid, bracht de sector in een slecht daglicht. Inmiddels noteren Cofinimmo, Aedifica, beiden Bel20-leden, en Care Property Invest (CPI) met een korting tegenover de intrinsieke waarde.

HOGERE RENTE DOET TWEE KEER PIJN

De voorbije jaren kenden de GVV's een

30% OF 15% RV?

GVV's hoofdzakelijk belegd in zorgvastgoed zijn fiscaal aantrekkelijk. Het dividend ondergaat slechts 15% roerende voorheffing. Hiervoor moet de portefeuille voor minstens 80% (tot vorig jaar 60%) belegd zijn in zorgvastgoed in de EU. **CPI** voldoet hieraan, zowel inzake type vastgoed als regionale spreiding. **Aedifica** daarentegen kan dit voordelige statuut verliezen. Eind juni was immers 18% van de portefeuille belegd in het VK (niet in de EU). Bij **Cofinimmo** bedraagt het percentage slechts 68%, maar mocht de kantoordivisie (vorig jaar verzelfstandigd) verkocht worden, dan wordt die 80% vlot overschreden. Een verkoop is niet ondenkbaar. Kantoor-GVV *Befimmo* verdwijnt begin 2023 van de beurs na een geslaagd bod van Brookfield.



uitzonderlijke groei, vooral dankzij de steeds lagere rente, die voor **uiterst voordelige financieringstarieven zorgde**. Het trio ontleent aan minder dan 1,6%; Cofinimmo zelfs aan 1,2% (zie tabel 2). **Het gevaar bij GVV's is wel dat ze opteren voor relatief korte financieringstermijnen**. Veelal slechts gemiddeld 5 jaar. Geen 'hypothecaire' leningen dus van '20 of 30 jaar vast'. Een rentestijging wordt door de sector dan ook sneller gevoeld. Gelukkig dekken de GVV's zich in tegen een hogere rente. **In de drie gevallen zal het effect van een hogere rente dus niet meteen voelbaar zijn**. Bij Cofinimmo is circa 90% van de schulden overigens ingedekt tot 2025. Bij Aedifica is 83% van de schulden ingedekt per 30 juni 2022. Bij CPI is dat meer dan 70%.

Het is af te wachten hoe hoog de rente effectief zal staan als de GVV's hun schulden geleidelijk aan moeten herfinancieren. In de veronderstelling dat **de rente maal 3 gaat** (Cofinimmo zou dan ontfen aan 3,6% in plaats van de huidige 1,2%), maar dat anderszijds de lonen en vaste kosten met zowat 10% worden geïndexeerd alsook de huren, dan zou de winst van Cofinimmo met 15% dalen tot 6,07 EUR p.a. (zie kader 1). Maar een dergelijke daling zien we dus pas bij een verdrievoudiging van de gemiddelde interestlast, wat nog niet het geval is de komende jaren. De GVV's zullen wel onmiddellijk profiteren van de geïndexeerde huren. De resul-

KADER 1: COFINIMMO 2

	p.a. '21	Later	
Huurinkomsten	9,91	10,90	+10%
Kosten (o.a. lonen)	-1,77	-1,95	+10%
Operationele winst	8,14	8,95	
Fin. inkomsten	0,39	0,39	0%
Fin. lasten	-0,92	-2,76	x3
Taksen	-0,35	-0,35	0%
Resultaat	7,31	6,23	
Minderheidsbel.	-0,16	-0,16	0%
Uitkeerbaar winst	7,15	6,07	

taten kunnen dankzij de huurindexering dus eerst nog de hoogte in gaan. Gezien de eerder lage pay-out ratio (uitkeringspercentage) van minder dan 90% lijkt een minstens stabiel dividend haalbaar.

Naast de hogere financieringskosten **zorgt een hogere rente overigens ook voor steeds meer alternatieven voor beleggers**. Overheidspapier is voorlopig nog geen echt valabel alternatief. Met het huidige dividendrendement krijgt u van Aedifica nog steeds 1,9% (bruto) meer dan een 10-jarige OLO. Voor Cofinimmo is dat 4,6%. Sommige bedrijfsobligaties bieden wel iets meer rendement, maar het is vaak moeilijk om deze weinig liquide stukken op te pikken. De drie GVV's bieden wel degelijk een mooi alternatief voor vastrentend papier.

TRAGERE WINSTGROEI VERWACHT

De voorbije jaren profiteerden deze GVV's van hun hoge waarderingen om regelmatig

LANGETERMIJNBELEGGINGEN

Het analistenheir blijft positief, getuige de - weliswaar wellicht onrealistische - koersdoelen voor deze drie spelers. **Maar ook wij vinden de koersdalingen stilaan overdreven.** De winst van de drie spelers zal in 2023 hoger uitkomen dan over boekjaar 2022. De eerder lage 'pay-out' (bij Aedifica bedraagt die zelfs maar 80% voor 2022) zorgt ervoor dat de winst al gevoelig moet terugvallen alvorens het dividend verlaagd moet worden. **De grote onbekende uiteraard is de verdere evolutie van de rente. Gaat die nog veel hoger?** Het huidige verschil tussen het dividendrendement en het rendement op

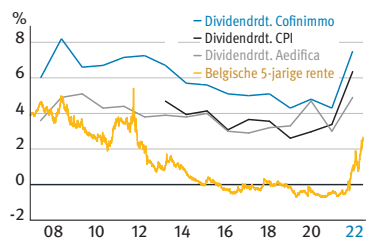
overheidspapier is voldoende groot en spreekt in het voordeel van deze drie GVV's. **Mocht Cofinimmo de kantoorportefeuille van de hand doen, dan zien we de grootste koersstijging weggelegd voor deze voorlopig nog gemengde GVV. Voor CPI verlagen we het advies naar H+, omdat we hier toch rekenen op een kapitaalverhoging, gezien de schuldgraad van ruim 50%. Maar CPI biedt een mooi, duurzaam dividendrendement. Aedifica, dat het dichtst tegen de intrinsieke waarde noteert, heeft de gezondste balans, maar het dividendrendement is eerder laag.**

lijker hebben (marges onder druk en hogere schulden) en veel rusthuizen in eigen bezit hebben, gedwongen worden eigen panden te verkopen. Gezien hun verzwakte onderhandelingspositie kan dit mogelijk tot koopjes leiden, doch ook lagere waarderingen voor dergelijke panden. Weet dat Orpea een eigen portefeuille rusthuizen bezit van 8,2 mld. EUR, terwijl dit voor de drie besproken GVV's samen 10,4 mld EUR is.

GEEN VREES OP KORTE TERMIJN

GVV's belegd in rustvastgoed hebben het voordeel te profiteren van een **zeer hoge huurvisibiliteit**. Bij CPI is er zelfs sprake van een resterende looptijd van de huurcontracten van 21 jaar (zie tabel). In andere vastgoedsegmenten is dat veelal minder dan 10 jaar (voor WDP bijvoorbeeld 5,4 jaar). De komende twee weken, bij de kwartaalupdate, zullen we wellicht vernemen in welke mate deze GVV's de huren kunnen indexeren. Wellicht niet de volledige inflatie, maar toch een groot deel ervan. Hogere huurinkomsten dus, terwijl de impact van de hogere rente zich pas later zal laten gevoelen. **Hun uitkeerbare winst zou in 2023 en wellicht ook in 2024 dan ook hoger moeten uitkomen dan in 2022.** Balansmatig is de situatie bij CPI het minst positief en valt een kapitaalverhoging niet uit te sluiten.

HOGERE RENTE VEREIST HOGER DIVIDENDRDT.



vers kapitaal op te halen met dure aandelen (ze noteerden immers met premies tegenover de intrinsieke waarde). Vandaag moet verhoudingsgewijs voor hetzelfde opgehaalde bedrag een pak meer aandelen worden uitgegeven. Zo zou Cofinimmo bij een kapitaalverhoging 46% meer aandelen moeten uitgeven dan begin 2021, toen het bij een laatste private plaatsing 180 mln. EUR ophaalde tegen... 121 EUR p.a.. Momenteel zijn kapitaaloperaties, gezien de korting

ETEN OF GEGETEN WORDEN

Een gemeenschappelijk kenmerk van deze drie GVV's: ze zijn quasi 100% vrij verhandelbaar. **Geen enkele aandeelhouder die een vijandig bod kan afblokken.** Dit kan bij overdreven koersdalingen een koerskatalysator worden. Groter worden is de enige manier om een bod van een kandidaat-koper te pareren...

waartegen ze koersen, minder interessant. En dus niet echt aangewezen. Dat zal de komende jaren wel wegen op de winstgroei per aandeel.

WAARDE PANDEN: NU NEERWAARTS?

Voor de **aandeelhouder is vooral de uitkeerbare winst van belang** (zie kader 1). Van die winst moet wettelijk 80% worden uitgekeerd in dividendvorm. Die 'uitkeerbare winst' komt grosso modo overeen met de huurinkomsten minus de vastgoedkosten en de rentelasten. Het **nettoresultaat van deze GVV's lag de voorbije jaren hoger** dankzij de regelmatige heropwaarderingen van de panden in portefeuille. Bij de drie GVV's bedraagt het brutohuurrendement (huur/waarde panden) 5,3 à 5,4%. Vraag is of die cijfers nog kunnen verbeteren, of dat die rendementen door de hogere rente, een zwakker klimaat... de verkeerde kant uitgaan. **Voor rusthuizen-uitbaters (de Orpea's en Korian's van deze wereld), die huurders zijn van GVV's, is de situatie de voorbije maanden verslechterd**, met hogere personeelskosten, duurdere voeding en energiekosten. Het valt niet uit te sluiten dat o.a. Orpea en Korian, die het financieel moei-

KADER 2: GEGEVENS GVV'S IN ZORGVASTGOED

Naam	CPI	Cofinimmo	Aedifica
Koers	15,60	81,15	75,65
All time high	35,10	159,0	136,18
Koersdoel gemiddeld	32,20	117,98	123,63
Beurskap. (mln. EUR)	422,8	2617,2	3015,0
EPRA NTA (EUR p.a.)	19,51	105,01	78,44
Korting	20,0%	22,7%	3,6%
Portef. (mln. EUR)¹	1066,1	6006,0	5277,0
Portef. (mln. EUR) '17	434,0	3507,8	1661,0
Bezettingsgraad	100%	98%	100%
Huur looptijd³	21	13	20
Dividend 2022e	1,00	6,2	3,7
Dividend 2017	0,68	5,5	2,5 ²
Pay-out 2022e	84%	89,9%	80%
Rendement (bruto)	6,4%	7,6%	4,9%
Spread met rente 10 j	3,39%	4,62%	1,87%
Spread met rente 5 j	3,86%	5,09%	2,34%
Schuldgraad (KB)¹	51,9%	46,2%	41,0
Rentelast¹	1,59%	1,20%	1,40%
Advies	H+2 ▼	H+2	H+1

¹ eind juni ² toen nog gebroken boekjaar 2017/18

³ gemiddelde resterende looptijd huurcontracten

Tijd om te shoppen?

Een aangroei van de portefeuille zat er de laatste jaren niet in voor GVV's in het winkelsegment. Hun verwachte dividendrendement van gemiddeld ruim 7% oogt anderzijds best mooi. Nu al wat van deze aandelen inslaan?

Tegenover 2018 zijn de vastgoedportefeuilles van de **GVV's** (gereguleerde vastgoedvennootschappen) in het winkelsegment nauwelijks gegroeid. Alle 6 besproken bedrijven samen beheren een portefeuille van 4,3 mld. EUR. Ter vergelijking: de Franse vastgoedreus *Unibail-Rodamco-Westfield* bezit op zijn eentje 47,8 mld. EUR aan winkelpanden (82 shoppingcentra). Dat de groei de voorbije jaren stokte in dit segment heeft verschillende verklaringen:

▶ de **opkomst van e-commerce**, die vooral de omzet van fashionwinkels (kledij...) onder druk zet. De dalende koersen van GVV's in het winkelsegment zijn sinds 2016-17 zichtbaar, ook in het buitenland.

▶ **Covid** zorgde ervoor dat 'niet-essentiële' winkels vele maanden gesloten bleven.

▶ het **Oekraïne-conflict** heeft dan weer tot gevolg dat **investeerders (kopers van vastgoed) een afwachter houding aannemen**. De vrijwel zeker nakende recessie is alvast niet bevorderlijk voor het consumentenvertrouwen. Winkelbezoekers zouden hun uitgaven kunnen verminderen...

SMALLCAPS: LIMITEER UW ORDER!

Buiten *Retail Estates*, dat door een handvol brokers wordt gevolgd, krijgen de winkel-GVV's nagenoeg geen aandacht. Dat ligt aan hun beperkte beursgewicht. De zes besproken GVV's wegen samen net geen 2 mld. EUR op de beurs. Sluiten we echter het deel van het kapitaal in vaste handen uit, dan blijft er nog slechts 1,16 mrd. EUR over. Bij vier GVV's bedraagt de tegenwaarde van de dagelijkse verhandelde volumes 100.000 EUR of minder (voor drie ervan zelfs minder dan 35.000 EUR). **Het plaatsen van limietorders is dan ook aangewezen bij eventuele aan- en verkopen.**



VERSCHILLENDE WINKELSEGMENTEN

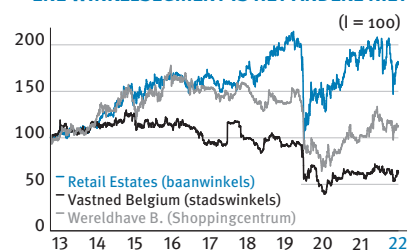
Deze winkel-GVV's kan men onderverdelen in **drie subsegmenten**. Buiten 2 kantoorpanden is **Wereldhave Belgium** vooral belegd in **5 winkelcentra** (goed voor ruim 70% van de totale portefeuille), maar telt het ook drie retailparken. Kenmerkend aan shoppingcentra is het grote gewicht aan 'fashion', goed voor ruim 40% van alle huurinkomsten, een segment dat sterk beconcurrereerd wordt door e-commerce. Wereldhave Belgium heeft een gespreid huurdersbestand. De top-3 wordt vertegenwoordigd door *Carrefour* (5%), *Ahold Delhaize* (3%) en *C&A* (3%). Bij Wereldhave Belgium verwachten we de komende tijd geen grote portefeuilliestijgingen, maar renovatiewerken om de panden aantrekkelijker te maken.

De GVV's belegd in **retailparken** (en baanwinkels) zagen de voorbije jaren wel een aanwas van de portefeuille (zie tabel). Tijdens Covid werden deze GVV's minder getroffen omdat een groot deel van hun huurders distributeurs zijn, zogenaamde 'essentiële winkels'. Maar ook de doe-het-zelf-winkels (*Brico...*) gingen na de lockdowns sneller weer open. Binnen dit segment kan **Retail Estates**, een referentie in Nederland-België, al langer pronken met een bezettingsgraad van gemiddeld 98%. Bijna 58% van de huurders zit in het segment 'home improvement'. Bij **Ascencio** is voeding en decoratie/doe-het-zelf goed voor bijna

60% van de huurgelden. Bij het gemengde **WEB** (naast de bijna 70% winkelpanden ook logistiek vastgoed) komt ca. 60% op conto van doe-het-zelfers en consumptiegoederen. Enkel bij Ascencio blijven we alert voor mogelijke negatieve berichtgeving van grote huurders als *Casino* (10% van de huur), *Mestdagh* (9,4%) en *Grand Frais* (9,1%).

Bij **Vastned Belgium** en **Qrf**, beiden met **panden in binnensteden**, daalde de portefeuille de voorbije vier jaar met 15% (!), door verkopen maar ook door neerwaartse bijstellingen van de waarde van die panden door onafhankelijke vastgoedexperten, die driemaandelijks een waarde plakken op deze panden. Bij deze twee is het ook opletten geblazen omdat ze enkele grote huurders tellen. *Galeria Inno* en *Kruidvat* zijn goed voor respectievelijk 13,7% en 6,3% van de huurgelden van Qrf. Bij Vastned zijn *H&M* (18%!) en *Inditex* (*Zara*, *Bershka*, *Massimo Dutii*, 10%) grote namen. Het grote belang van fashion maakt hen ook kwetsbaarder voor concurrentie van e-commerce.

ENE WINKELSEGMENT IS HET ANDERE NIET



RENDEMENTSWAARDEN: WELKE KIEZEN?

Het feit dat GVV's in winkelvastgoed al jaren nauwelijks op zoek gaan naar nieuwe overnames, wijst er op dat **ook zij voorzichtig zijn naar de toekomst toe**. De huurders van winkel-GVV's gaan bovendien moeilijkere maanden tegemoet. Een recessie zorgt voor lagere consumenten-uitgaven, terwijl winkels hun huur (deels) zien geïndexeerd en met hogere energie- en salariskosten worden geconfronteerd. **De voornaamste taak voor deze GVV's wordt het huurdersbestand op peil te houden**. Gezien de huurindexering die op korte termijn wordt uitgevoerd, terwijl de

hogere rente pas 'later' wordt gevoeld, **zien we de winst in 2023 nog toenemen... en dus ook de dividenden, tenzij we een zware faillissementsgolf zouden zien (een scenario dat we onwaarschijnlijk achten)**. We hebben een veiliger gevoel met de GVV's belegd in baanwinkels, ook omwille van het type huurder (dit verklaart ook de lagere décote waaraan deze spelers noteren). **Retail Estates, wiens advies we optrekken naar H+ 2**, is onze favoriet in dit segment. Het gespreide huurdersbestand, weg uit het fashion-segment, en het mooie trackre-

cord (de voorbije 17 jaar werd het dividend telkens verhoogd) zijn koopargumenten voor de langere termijn. Bij de twee andere segmenten, waar de kwetsbaardere 'fashion'-huurders het meest vertegenwoordigd zijn, zouden we kiezen voor de twee GVV's met de gezondste balansen: **Wereldhave Belgium** en **Vastned Belgium**. Met laatstgenoemde kan eventueel gespeculeerd worden op een overname door het moederbedrijf, iets wat al twee keer ter sprake kwam. Hier werkt u gezien het illiquide karakter best met limietorders.

BALANSMATIG GROTE VERSCHILLEN

Binnen dit segment zien we inzake schuldgraad grote verschillen. **Vastned Belgium en Wereldhave Belgium zijn met een schuldgraad van minder dan 30% de gezondste**. Bij Wereldhave heeft dit echter een technische verklaring. Al lang vertegenwoordigt het Luikse shoppingcentrum *Belle-Ile* meer dan 20% van de vastgoedportefeuille. Wettelijk mag dat niet, waardoor de schuldgraad van de GVV 'tijdelijk' niet meer dan 30% mag bedragen. Bij de anderen gaat de schuldgraad stilaan richting 50%. Om zijn eigen vermogen te versterken zal Qrf dan ook een keuzedividend voorstellen over 2022, wat de schuldgraad ietwat kan reduceren. Momenteel ontlenen alle GVV's aan minder dan 2%, maar we merken op dat de looptijd van de resterende kredieten vrij kort is. Minder dan 4 jaar bijvoorbeeld voor Retail Estates en Ascencio. De impact van de hogere rente is nog niet voor meteen, maar het wordt wel een aandachtspunt de komende jaren.

MOOIE DIVIDENDRENDEMENTEN

Portefeuillegroei is dus niet meteen het argument om te beleggen in dit segment. **Anderzijds zijn de dividenden best hoog. Voor alle betrokken aandelen is dat ruim 7% bruto**, toch een stuk hoger dan de Belgische OLO-rente op 5 (2,23%) en 10 jaar (2,55%). Bij alle

zes spelers zal dit over het huidige boekjaar een minstens stabiel cijfer zijn. En deze dividenden lijken best duurzaam, gezien de verwachte pay-out of uitkeringsratio van minder dan 90%. Van Ascencio zouden we dit jaar de grootste stijging kunnen kennen, gezien het management rekt op een 'aanzienlijk hogere winst dan vorig jaar'. We trekken onze winstraming op tot 4,05 EUR p.a. (3,7 EUR een jaar eerder). Slechts de helft van deze GVV's gaf al een dividendprognose. Ascencio en Retail Estates zijn de twee enige spelers die we als betrouwbare duurzame dividendbetalers beschouwen.

HUURINDEXERING?

Bij de jaarcijfers (of eind december voor de GVV's met een gebroken boekjaar) kijken we uit naar **de mate waarin de GVV's hun huren kunnen optrekken**. Zo moest Qrf deze zomer nog een fikse huurkorting toekennen aan *Inno Hasselt* om een contractverlenging te bekomen. In dit segment wordt het haast onmogelijk om de volledige gezondheidsindex door te rekenen aan de huurders, die bovendien af te rekenen hebben met o.a. hogere verwarmings- en personeelskosten.

STANDAARDGEGEVENS VAN GVV'S IN HET WINKELSEGMENT

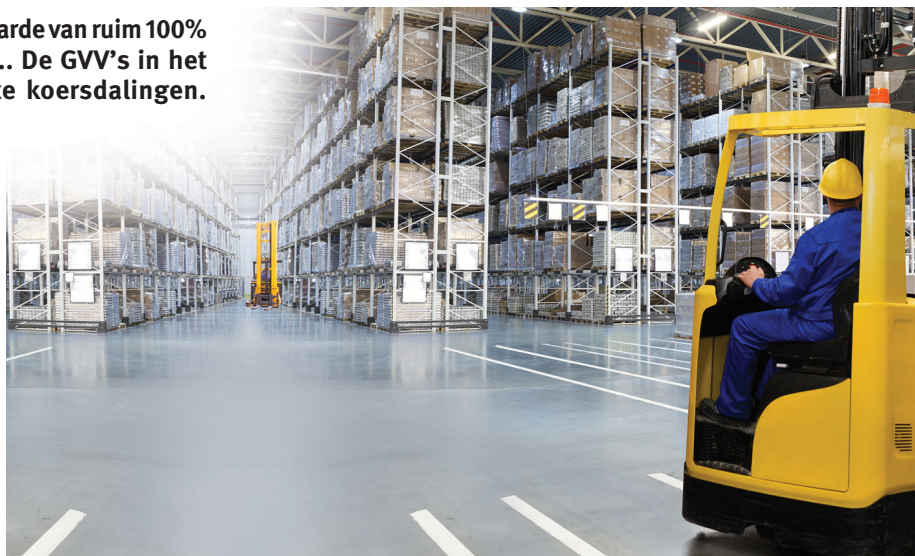
	WERELDH.	RETAIL EST.	ASCENCIO	W-E-B	VASTB	QRF
Koers	50,0	61,7	50,6	38,0	31,2	9,2
Sinds januari	+1,4%	-13,7%	-5,8%	-9,5%	+4,2%	-16,2%
Sinds recordkoers	-59,2%	-30,9%	-22,2%	-44,9%	-52,3%	-68,1%
Beurswaarde (mln. EUR)	439,9	867,7	333,8	120,3	152,4	69,9
Free float BW (mln. EUR)	150,0	602,2	265,9	51,4	52,6	31,3
Verhandelde waarde	102150	662385	200072	17632	24930	25281
Portefeuille (mln. EUR)	939,1	1781	736,0	303,4	313,5	230,95
Toename sinds eind 2018	-1,9%	+14,9%	+15,2%	+11,9%	-18,8%	-17,7%
Bezettingsgraad (in %)	97,2% ⁽¹⁾	97,6%	96,4%	96,17%	99,0%	98,91%
Dividend '22(e)	4,2 ⁽²⁾	4,7	4,05 ⁽²⁾	2,9	2,25 ⁽²⁾	0,8
Pay-out	86,8%	<85%	<85%	n.r.	87,4%	<90%
Dividendrendement	8,4%	7,6%	8,0%	7,6%	7,5%	8,7%
Schuldgraad	28,5%	45,4%	45,7%	46,02%	27,2%	49,9%
Gemiddelde rentelast	1,56%	1,96%	1,80%	1,60%	1,84%	1,90%
Intrinsieke waarde	77,87	66,19	60,63	52,21	45,20	15,06
Onderwaardering	35,8%	6,9%	16,5%	27,2%	33,6%	38,8%
Advies	H+ 2	H+ 2 ▲	H+ 2	H+ 2	H+ 2	H 3

⁽¹⁾ enkel de shoppingcentra (82,4% voor de kantoren) ⁽²⁾ een raming

Logistiek vastgoed

Van een premie tegenover de intrinsieke waarde van ruim 100% tot een korting, en dat op één jaar tijd... De GVV's in het logistieke segment kenden de grootste koersdalingen. Overdreven?

Bij 'De Belegger' vallen de GVV's allen onder de pijler 'dividendwaarden', gewoon al omdat een GVV wettelijk verplicht is om minstens 80% van de winst aan de aandeelhouders uit te keren. De spelers binnen het segment 'logistiek vastgoed' - dit zijn de twee 'pure players' **WDP** en **Montea** en het gemengde **Intervest Offices & Warehouses** (74% opslagplaatsen) - konden we de voorbije jaren evengoed opnemen in de pijler 'duurzame groeiers'. **Hun portefeuille** (samen bezitten ze voor 10,4 mld. EUR aan panden) **verdubbelde immers sinds 2018**. Dat is het grote verschil met het winkelsegment (zie DB 47), waar de portefeuilles nauwelijks groeiden. Die **forse portefeuilliegroei is te danken aan de vele kapitaaloperaties** (publieke kapitaalverhogingen met voorkeurrecht, versnelde private plaatsingen en inbrengen in natura) die deze spelers doorvoerden. De voorbije jaren noteerden



de zuivere logistieke bedrijven WDP en Montea met stevige premies tegenover de intrinsieke waarde (= waarde vastgoedportefeuille minus schulden). Eind 2021 was dat zelfs ca. 100%. Bij dergelijke kapitaaloperaties gaven ze in feite hoog gewaardeerde aandelen uit. Gezien de snelle portefeuilliegroei, de steeds grotere beurswaarde

(= steeds groter gewicht in de EPRA-vastgoedindeks) en de snel stijgende dividenden werden ze opgepikt door een steeds grotere groep (institutionele) beleggers.

HOGERE RENTE: DUBBELE PECH

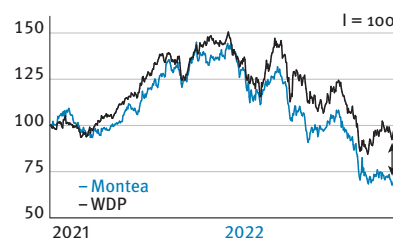
Dat GVV's getroffen worden door de hogere rente is logisch. **De rentelasten zijn de zwaarste kostenpost.** Het effect van die hogere rente is echter niet voor meteen, omdat ze beschikken over indekkingsinstrumenten. Alle drie ontlenden ze momenteel aan minder dan 2% (zie tabel). Montea gaf al mee dat de gemiddelde rentelast zowel in 2023 als in 2024 minder dan 2,5% zal bedragen. De hogere geïndexeerde huren zullen die extra rente compenseren, waardoor men zicht heeft op een hogere uitkeerbare winst en dus ook op een hoger

LOGISTIEK VASTGOED: GROTE VRAAG

Het is vrijwel onmogelijk om de gigantische portefeuilles van de drie spelers onder de loep te nemen. Wat we zeker vaststellen is dat er **inzake bezettingsgraad** (nagenoeg 100% bij alle drie spelers) op zich **geen vuiltje aan de lucht is**. Quasi alle panden zijn verhuurd. De problemen met de toeleveringsketen of 'supply chain' wereldwijd hebben aangetoond hoe belangrijk het is voor grote bedrijven om over voldoende stockageruimte te beschikken. Alle drie GVV's beschikken overigens over een **zeer uitgebreid huurdersbestand, met de nadruk op huurders uit het 3PL-segment** ('Third Party Logistics'). Het gaat om bedrijven die de logistiek van andere bedrijven voor hun rekening nemen, evenals de taken op het gebied van opslag, ordervoorbereiding en goederenvervoer.

Dat deze drie bedrijven **voornamelijk actief zijn in België en Nederland** hoeft niet te verbazen gezien de centrale ligging in Europa en de aanwezigheid van belangrijke havens. Uiteraard kondigt 2023 zich economisch minder goed aan, maar we gaan er voorlopig niet van uit dat die bezettingsgraad volgend jaar plots fors zal verslechteren. **We rekenen er zelfs op dat het trio de komende tijd het grootste deel van de index (inflatie) kan doorrekenen aan hun huurders.** WDP en Montea spreken zelfs van ca. 80% van de inflatie. M.a.w. de huurinkomsten of de bovenste lijn van de resultatenrekening zal blijven groeien. Uiteraard vindt de indexatie van huurgelden slechts plaats op de 'verjaardag' van elk contract, waardoor ieder jaar slechts een deel van de totale huurinkomsten geïndexeerd wordt.

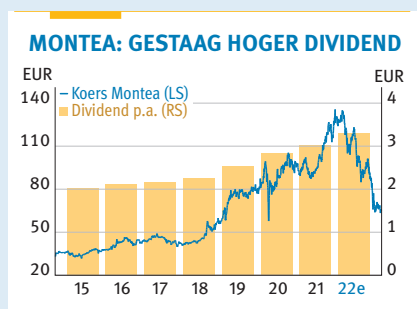
WDP HIELD BETERE STAND SINDS OKTOBER



ONZE KEUZE

Dit segment staat nog steeds aan de vooravond van een periode van groei, zowel inzake portefeuille als winst en dividend. De winstgroei per aandeel zal door de regelmatige kapitaaloperaties wellicht minder uitgesproken zijn. Maar we verwachten wel dat de dividenden de komende jaren minstens stabiel kunnen blijven. Gezien de huidige lage pay-out-ratio van slechts 80% (het absolute minimum) moet de winst de komende jaren al aanzienlijk terugvallen om een dividendknip te zien. WDP zou de sterkste groei moeten kennen van deze drie logistieke vastgoedspelers, maar noteert om die reden ook duurder op de beurs.

Onze voorkeur gaat naar Montea (het advies gaat naar H+ 2), dat er balansmatig goed voor staat, een hoger dividendrendement biedt dan 'grote broer' WDP en aan een korting noteert tegenover de intrinsieke waarde.



dividend. Voor 2025 en later zal het afhangen van de rente op dat moment.

De **hogere (markt)rente zorgde de voorbije maanden alvast voor meer beleggingsalternatieven**, o.a. op de obligatiemarkten. Voor de GVV's binnen het logistieke segment geldt dit laatste nog meer. Door hun fenomenale koersstijging was het dividendrendement van Montea en WDP eind 2021 immers gedaald tot minder dan 2,5% bruto. Dergelijke percentages vindt men zonder al te veel moeite op de markt van de 'investment grade'-bedrijfsobligaties, m.a.w. degelijke kwaliteit. Na hun forse koersdaling is het dividendrendement van Montea en WDP uiteraard opnieuw opgelopen. WDP, dat de voorbije weken beter standhield dan Montea (zie grafiek), biedt momenteel het laagste dividendrendement (minder dan 4% bruto), terwijl dit bij **Montea toch al 5,1% bruto is. Een dergelijk dividendrendement wekt opnieuw onze interesse voor logistiek vastgoed**, te meer daar dit duurzaam lijkt. Het dividend dat Montea belooft over 2022 komt immers overeen met slechts 80% van de uitkeerbare winst, een veilige 'pay-out'. Intervest Offices & Warehouses, dat een portefeuille bezit die steeds meer opschuift richting logistiek vastgoed, heeft veruit het hoogste dividendrendement. Het verschil met de twee pure players is dat het brutodividend bij Intervest de voorbije drie jaar onveranderd bleef en de GVV hiervoor 90%

van de winst moet uitkeren. Gezien de hogere huurinkomsten door de indexering van de huren moet in 2023 voor het eerst sinds lang een hoger dividend haalbaar zijn.

OPERATIE SCHONE BALANS

Waar we wel vragen over hebben, is de winstgroei per aandeel de komende jaren. De drie spelers hebben allen een stevige ontwikkelingsportefeuille (zie tabel), die uiteraard gefinancierd moet worden. De voorbije twee maanden haalden ze allen

vers kapitaal op via private plaatsingen. Bij zo'n versnelde ophaaloperatie (bij instituties) kan men maximaal 10% extra aandelen uitgegeven. Gezien de eerder lage schuldgraad eind september was dit voor WDP en Montea niet echt nodig, maar gezien de onzekere periode die hen te wachten staat (recessie, hoe gaat de rente evolueren?) is het uiteraard beter om nu al het eigen vermogen te versterken. De opgehaalde middelen zijn uiteraard onvoldoende om die omvangrijke groei te financieren, waardoor er de komende maanden (of toch zeker in de eerste jaarhelft van 2023) een volgende kapitaaloperatie zal plaatsvinden, wat tijdelijk op de koers drukt. Bij Intervest O & W was de nood aan nieuwe kapitalen het hoogst gezien de schuldgraad van 50%. Maar het is duidelijk dat Intervest Offices & Warehouses met het opgehaalde geld (49,2 mln. EUR) die volledige ontwikkelingsportefeuille - 280 mln. EUR tegen 2025 - niet kan financieren. Uiteraard was de timing voor Intervest O&W om nieuwe aandelen uit te geven allesbehalve ideaal. De uitgiftekoers van 18,5 EUR betekende immers een korting van 27,8% op de jongste intrinsieke waarde. Dit maakt een kapitaalverhoging minder interessant, ook al omdat men relatief meer aandelen moet uitgeven. De winst moet de komende tijd dan ook over meer aandelen verdeeld worden, wat de winstgroei per aandeel doet dalen. Voor WDP, dat met een premie noteert van 22%, zal een dergelijke kapitaaloperatie al sneller waardecreërend zijn.

	WDP	MONTEA	INTERVEST
Koers (in EUR)	26,78	65,0	19,86
Sinds januari 2022	-36,5%	-50,8%	-29,4%
Beurswaarde (in mln. EUR)	5462,6	1171,6	580,6
Vrij verhandelbare beurswaarde (mln. €)	4264,1	795,7	438,1
Portefeuille per 30/09 (in mln. EUR)	6887,2	2134,2	1359
Ontwikkelingsportefeuille (mln. EUR)	+/- 1200	450	280
Stijging portefeuille sinds 2018	99,7%	145,2%	56,7%
Gemiddelde looptijd huurcontracten	5,4	7,5	5,5
Bezettinggraad (in %)	99,0%	99,2%	100%
Dividend 2022 (e)	1,00	3,3	1,53
Payout-ratio	80%	80,5%	89,5%
Dividendrendement (bruto)	3,7%	5,1%	7,7%
Schuldgraad per 30/09 (in %)	40,8%	44,1%	50%
Gemiddelde rentelast (in %)	1,9	1,8%	1,8
Looptijd kredietvervaldagen (in jaren)	5,4	6,7	4,1
Intrinsieke waarde (EPRA NTA)	22,0	72,9	25,64
Premie (+)/Onderwaardering(-)	21,7%	-10,8%	-22,5%
Advies	H2	H+ 2 ▲	H+ 2

GVV's: het residentiële segment

Binnen ons universum van de Gereguleerde VastgoedVennootschappen (GVV's) zijn er aandelen die men niet kan onderbrengen onder één specifiek subsegment. Het gaat om de 'bijna bigcap' **Xior** (de Europese referentie inzake studentenkoten), 'midcap' **Home Invest Belgium** (voornamelijk appartementen) en 'smallcap' **Inclusio** (sociale woningen). Hoewel ze allen actief zijn in het **ruime residentiële segment**, hebben ze weinig gemeenschappelijk, ook al inzake omvang (zie tabel).

Belangrijk is wel dat het om **vastgoedbedrijven gaat die panden verhuren, waarmee de Belgische 'baksteenbelegger' het meest vertrouwd is**. Veel mensen halen inkomsten uit de verhuur van een huis, appartement of studentenkot. Daar komt soms heel wat administratieve rompslomp bij kijken, en er is bovendien het risico op niet-betaling van de huurder. Dat laatste is pijnlijk als u slechts één pand verhuurt. Diversificatie... De drie GVV's hebben specialisten in huis om deze taak op zich te nemen. **Inzake bezettingsgraad valt er weinig op aan te merken**.

Bij iedere vastgoedbelegging is uiteraard het bruto huurrendement (jaarlijkse huurgeden/waarde van het pand) **van belang**. In de tabel ziet u dat de zogenaamde 'yield' 4,5% (Inclusio) à 5,5% (Xior) bedraagt. Home Invest Belgium (HIB) zit daar perfect tussenin met een yield van 5%. Ter illustratie komt dit overeen met een maandelijks huur van 1.000 EUR voor een appartement ter waarde van 240.000 EUR. Indien u (veel) minder haalt uit uw eigen 'bakstenen vastgoedbeleggingen', dan is een belegging in één van die drie spelers alvast een goed alternatief.

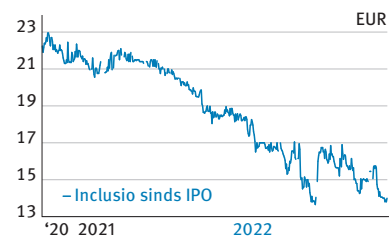
In tegenstelling tot privé-beleggers die vastgoed kopen met gespaard geld (of een erfenis), **maken de drie GVV's gebruik van allerhande kredieten (obligaties, leningen...) om dat vastgoed te financieren**. Hoewel de schuldgraad van een GVV wettelijk maximum 65% mag bedragen, trachten de GVV's dit percentage veelal onder de 50% te houden. **Dat is momenteel een aandachtspunt voor Xior en HIB, waar de schuldgraad aanleunt tegen de 50%-grens (zie tabel)**. Meerdere GVV's (Montea, WDP en Intervest O&W) haalden de voorbije maanden kapitaal op via een 'private plaatsing' (een versnelde kapitaaloperatie bij institutionele beleggers). Aangezien GVV's bij hun kredieten allemaal opteren voor korte looptijden, profiteerden ze de voorbije jaren van bodemtarieven. Voor alle drie GVV's in het residentiële segment is dat momenteel nog minder dan 1,8%. Dat zal de komende twee jaar wellicht niet fors stijgen, omdat deze vastgoedgroepen over rente-indekkingsinstrumenten beschikken. Maar dit wordt uiteraard een aandachtspunt voor de komende jaren. Laten we deze verschillende residentiële vastgoedgroepen even op hun 'eigen merites' beoordelen.

punt voor Xior en HIB, waar de schuldgraad aanleunt tegen de 50%-grens (zie tabel). Meerdere GVV's (Montea, WDP en Intervest O&W) haalden de voorbije maanden kapitaal op via een 'private plaatsing' (een versnelde kapitaaloperatie bij institutionele beleggers). Aangezien GVV's bij hun kredieten allemaal opteren voor korte looptijden, profiteerden ze de voorbije jaren van bodemtarieven. Voor alle drie GVV's in het residentiële segment is dat momenteel nog minder dan 1,8%. Dat zal de komende twee jaar wellicht niet fors stijgen, omdat deze vastgoedgroepen over rente-indekkingsinstrumenten beschikken. Maar dit wordt uiteraard een aandachtspunt voor de komende jaren. Laten we deze verschillende residentiële vastgoedgroepen even op hun 'eigen merites' beoordelen.

VAN KLEIN NAAR GROOT...

➤ In februari 2022 publiceerden we nog een interview met de CEO van **Inclusio**. De titel luidde: 'Beleggen met een hart'. Bij deze GVV, waarbij de nadruk gelegd wordt op sociale woningen, is **huurmaximalisatie - en in het verlengde daarvan een zo hoog mogelijke winst - niet het hoofddoel**. Wat niet wegneemt dat het brutohuurrendement niet slecht is. Het gaat om woningen die hoofdzakelijk aan sociale verhuurkantoren worden verhuurd. Het voordeel is dat dit visibiliteit biedt inzake huur. Voorts gaf Inclusio bij de jongste derdekwartaalupdate mee dat meer dan 85% van de huurcontracten volledig wordt geïndexeerd. De huurinkomsten blijven dus stijgen. Inclusio werd in november 2020 te duur naar de beurs gebracht, maar het doet wel wat in het

INCLUSIO: OP 'SOCIAAL' BODEMNIVEAU?



prospectus werd beloofd. Het groeit mooi, met dank aan de nog steeds lage schuldgraad (minder dan 30%). Het eerste jaardiidend (0,5 EUR p.a.), dat in het voorjaar 2022 werd geknipt, was niet aan de hoge kant (maar wel hoger dan verwacht). Voor boekjaar 2022 is dit 'minstens 0,65 EUR p.a.', of een stijging met minstens 30% (dat zou aanvankelijk slechts 0,6 EUR p.a. zijn). Die stijging is logisch gezien de uitkeerbare winst van reeds 0,63 EUR p.a. in de eerste negen maanden. Hiermee biedt Inclusio een dividendrendement van 4,9% bruto, een cijfer dat ons duurzaam lijkt. Een 'sociale' belegging waarvoor u 3,5% netto krijgt, is niet onaantrekkelijk. **Een aankoop waard voor de lange termijn**.

➤ Vorige week knipte **Home Invest Belgium** (HIB) een interimdividend van 0,85 EUR per aandeel. Hiermee werd het gros van het jaardiidend over boekjaar 2022 wel

	XIOR	HIB	INCLUSIO
Koers (in EUR)	27,7	22,23	14,00
Beurswaarde (mln. €)	962,6	395,4	104,0
FF ⁽⁴⁾ -beurskap. (mln. €)	694,6	202,0	71,5
Volumes/dag (in EUR)	1487185	356325	19950
Portef. (mln. EUR)	2943,8	754,5	229
Huurrendement (in %)	5,51% ⁽³⁾	5,0%	4,52%
Bezettingsgraad (in %)	98%	98,0%	99,8%
Groei sinds 2018	261,2%	38,8%	n.r. ⁽¹⁾
Dividend (in EUR)	1,66	1,1	0,68 ⁽²⁾
Dividendrendement	6,0%	4,9%	4,9%
Pay-outratio (in %)	80,2%	105,8%	79,1%
Schuldgraad (in %)	49,95%	50,33%	29,80%
Gemidd. rentelast	1,79%	1,71%	1,55%
Intrinsieke waarde	44,03	21,74	24,74
Premie (+)/korting (-)	-37,1%	2,3%	-43,4%
Advies	H+2	H+2 ▲	H+1

⁽¹⁾ IPO eind 2020 ⁽²⁾ min. 0,65 EUR ⁽³⁾ eind 2021 ⁽⁴⁾ FF = freefloat

SLOTBESCHOUWING GVV'S: ONZE EERSTE KEUZE

De voorbije weken gingen we dieper in op de verschillende vastgoedsegmenten bij de GVV's. Dat deden we in DB 43 (zorgvastgoed), DB 47 (winkelvastgoed) en in het huidige nummer 50 (logistiek vastgoed en residentieel vastgoed). Maar welk aandeel verdient nu het meest om in uw portefeuille te huizen? Veel hangt af van de potentiële portefeuillegroei, de duurzaamheid én grootte van het dividend, alsook de balans. Binnen het zorgvastgoedsegment verkiezen we **Cofinimmo**, en hopen we stiekem dat deze gemengde GVV zijn kantoorportefeuille, die verzelfstandigd werd, verkoopt. **Wereldhave Belgium** krijgt dan weer onze voorkeur in

het winkelsegment, vooral omwille van de gezonde balans en de toch wel grote onderwaardering tegenover de intrinsieke waarde. Binnen het residentieel segment, waarvoor we voorlopig voorzichtig blijven, zouden we kiezen voor **Home Invest Belgium**.

Onze kooptip binnen het GVV-segment (hoewel we geen duidelijk 'K'-advies geven) gaat naar Montea. De groep groeit gestaag, de schuldgraad daalde richting 39% door de recente kapitaalverhoging in november, het aandeel noteert onder de intrinsieke waarde en gezien de lage pay-outratio van ca. 80% lijkt het dividend ons duurzaam.

MONTEA

- ✓ **Vooruitzichten:** mooie portefeuillegroei (door het 'Track '24'-plan)
- ✓ **Waardering:** noteert onder de intrinsieke waarde van 72,9 EUR p.a. per eind september; de portefeuille is conservatief gewaardeerd
- ✓ **Balans:** Haalde ca. 100 mln. EUR op waardoor de schuldgraad daalde tot 39%
- ✗ **Koerstriggers:** geen specifieke katalysatoren

onthecht. Het verwachte dividend is nog niet bekend, maar het vorige bedroeg omgerekend 1,061 EUR per aandeel. Officieel bedroeg het vorige dividend 5,31 EUR p.a. (voor de aandelensplit in 5). **Dit was het 22^{de} jaar op rij dat HIB het dividend verhoogde.** Inzake dividendpolitiek rekent het management erop dat het dividend minstens met de inflatie stijgt. De duurzaamheid ervan kan soms in vraag worden gesteld, want voor heel 2022 mikt HIB op een EPRA-winst van 1,04 EUR per aandeel. Op zich dus niet voldoende om een hoger dividend - van wellicht 1,1 EUR p.a. - uit te keren. Bij HIB is het wel een traditie om regelmatig mature panden te verkopen (HIB telt immers 2400 'units'). De hierbij gereaaliseerde meerwaarde wordt bij het uitkeerbare resultaat gevoegd. Vorig jaar was een deel van het dividend deels onbelast (een gedeelte van het dividend betrof een taks-vrije kapitaalvermindering). Hoewel HIB

geen 'fenomenale' portefeuillegroei kent (de portefeuille groeide wel met zowat 40% sinds eind 2018), zorgt de huidige eerder hoge schuldgraad ervoor dat HIB wellicht een van de volgende GVV's is die kapitaal zal ophalen. Op zich spijtig dat HIB in september jongstleden geen gebruik maakte van de kortstondige koerssprong richting 30 EUR om verse middelen op te halen. HIB genoot immers veel koopinteresse toen het in de belangrijke EPRA-vastgoedindex werd opgenomen.

Aan de huidige koersen, na de dividendknip, trekken we ons advies opnieuw op tot H+. Zeker een investering waard voor de langere termijn. We zetten de risicograad wel op '2', omdat de kans op een kapitaaloperatie groot is. Beperk voorlopig dus de posities. Later kan u die eventueel uitbreiden bij een (eventuele) kapitaalverhoging.

➤ De grootste vastgoedtransactie in het GVV-segment komt ongetwijfeld op conto van **Xior**. De Europese referentie in studentkoten - inmiddels actief in 8 Europese landen - zag zijn portefeuille stijgen van 2,2 mld. EUR eind juni 2022 tot 2,944 mld EUR eind september, dit door de overname van **Basecamp**. Daarmee betreedt de groep de Duitse, de Deense en de Zweedse markt en versterkt het zich in Polen. Rekenen we er de voorziene ontwikkelingsprojecten bij, dan heeft Xior op termijn zicht op een vast-

goedportefeuille van 3,8 mld. EUR, goed voor ruim 27.000 koten. In november 2015 kwam het naar de beurs met een portefeuille van 196 mln. EUR... **Dit is veruit de snelste groeier binnen ons GVV-universum.** De integratie van een dergelijke overname en vooral de belangrijke ontwikkelingen die men nog kan verwachten, **brengen duidelijk enkele kopzorgen met zich mee.** Uiteraard ligt bij Xior de nadruk op het maximaliseren van de synergieën, wat veel aandacht zal vereisen. Bedoeling is tevens om de schuldgraad onder de 50% te houden, terwijl die per 30 september 49,95% bedroeg.

Hoewel Xior de vooruitzichten voor 2022 en 2023 bevestigde, zal de groep nog regelmatig op de markten beroep moeten doen om de groei verder te zetten. We gaan voorlopig niet verder dan een 'stevig te behouden'-advies gezien de mogelijke nieuwe kapitaaloperaties. Het noteert wel mooi onder de intrinsieke waarde.

HOME INVEST: DUURZAAM DIVIDEND

