



Bolero

TOPIC



Vastgoed in 2019

Trends en favoriete aandelen van KBC Securities

28 maart 2019

RESEARCH: JAN OPDECAM & ALEXANDER MAKAR (KBC SECURITIES): "BELGIAN REAL ESTATE CONFERENCE BOOK 2019" (18/03/2019)

VOOR U SAMENGEVAT DOOR HET BOLERO-TEAM



In de TOPIC gaat **Bolero** dieper in op een specifiek onderwerp zoals een beursintroductie, de olieprijs, maar we kunnen ook een specifieke beurs of aandeel onder de loep nemen.

Naar aanleiding van de jaarlijkse **vastgoedconferentie** van KBC Securities maakten experts Jan Opdecam en Alexander Makar opnieuw een grondige **analyse van de Belgische vastgoedsector**.

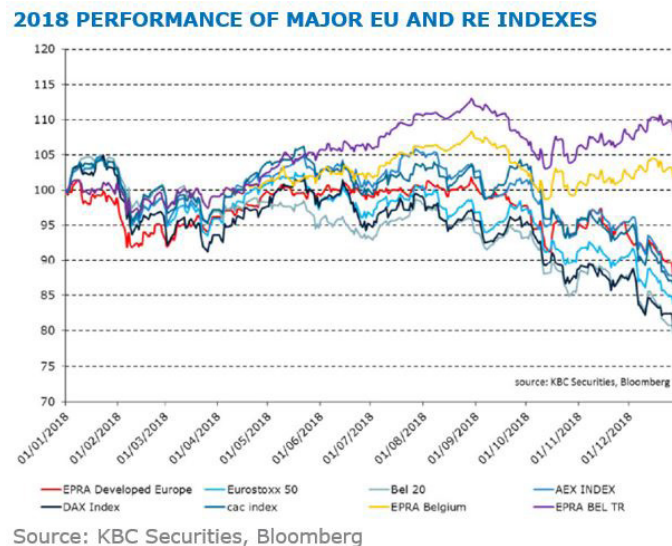
In deze topic ontdekt u hoe de bedrijven in 2018 presteerden, hoe de kaarten voor het komende jaar liggen en **welke trends de toekomst zullen bepalen**. Dat doen we voor vijf segmenten: logistiek, kantoren, zorgvastgoed, winkelvastgoed en residentieel vastgoed. U krijgt bovendien ook inzicht in **hoe CEO's van verschillende beursgenoteerde vastgoedbedrijven de sector zien evolueren**.

Tot slot stellen onze analisten hun **favoriete vastgoedaandelen van eigen bodem** voor, vergezeld van een goed gefundeerde investment case.

1. Terugblik op prestaties van de vastgoedsector

In 2018 sloten de belangrijkste aandelenindexen hun slechtste jaar sinds de financiële crisis af in een klimaat van **toenemende volatiliteit**. De turbulentie op de markten was een samenloop van verschillende factoren, waaronder zorgen over de wereldwijde groei en de kwantitatieve verstrakking (cf. monetair beleid van de centrale banken, nvdr.), maar ook politieke risico's. Terwijl de belangrijkste Europese indexen het slechtste beleggersklimaat van het afgelopen decennium kenden (met rendementen van -11% tot -20%), waren de **rendementen in de vastgoedsector geruststellender**, ondanks enkele uitschieters.

Zo zette de **EPRA BEL/LUX Index in 2018 een totaalrendement van 8,7%** neer, dankzij een zwaartepunt in logistiek vastgoed. Ter vergelijking: de BEL20 boekte in die periode een verlies van 19,4%.

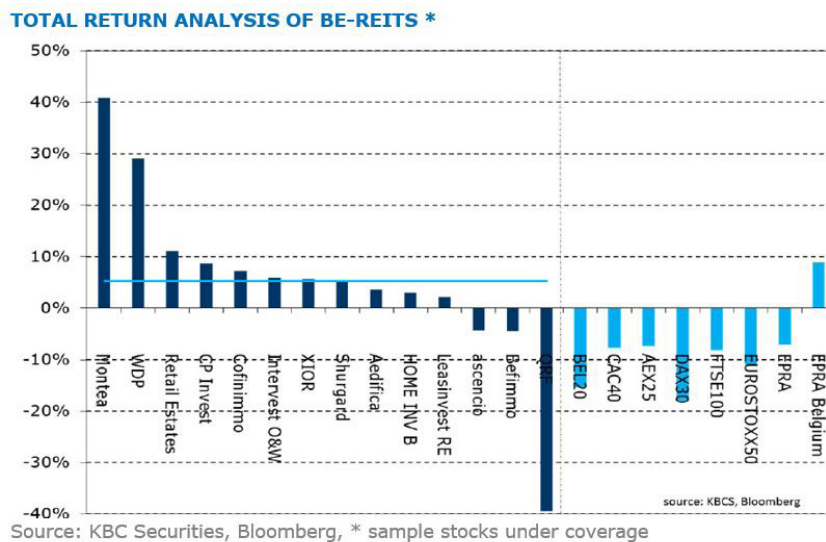


Hoewel de REIT's (Real Estate Investment Trusts of vastgoedbeleggingsfondsen) duidelijk werden geïmpacteerd door algemenere bezorgdheid, stellen stabiele kasstromen, zichtbaarheid op lange termijn en een sterke organische groei deze bedrijven in staat om zich te onderscheiden van andere activaklassen.

Hoe deden de Belgische gereguleerde vastgoedvennootschappen (GVV's) het in 2018?

Logistieke spelers Montea en WDP zijn de beste van de klas met een totaalrendement van resp. 40% en 29%. Zij blijven sterk profiteren van het marktmomentum. KBCS herinnert eraan dat Montea in september 2018 werd **opgenomen in de EPRA Index** en WDP recent een grote stap zette met zijn **intrede in de BEL20** op 18 maart 2019.

Hoewel rapporten over de retailsector niets dan kommer en kwel zijn, behaalde **Retail Estates** een totaalrendement van meer dan 10% en heeft het bij een kapitaalverhoging 123 miljoen euro opgehaald. Aan de andere kant van het retailspectrum was **QRF City Retail** duidelijk de underdog in 2018. Dat had te maken met het moeilijke klimaat voor retail, het juridische geschil met huurder H&M en een onvermijdelijke dividendverlaging.



In 2018 hebben de meeste GW's een **sterke portefeuille en goede operationele resultaten** neergezet, met een hogere verwachte winst per aandeel (volgens EPRA-normen), een verdere groei van de netto-inventariswaarde, een sterke bezettingsgraad en gezonde gewogen gemiddelde leasetermijnen.

De vastgoedsector heeft altijd het **belang van locatie** benadrukt, maar locatie is ook steeds belangrijker geworden in het retaillandschap, waar de leegstand hoog is op minder goede locaties. De retailsector kampt met vele uitdagingen, in het bijzonder disruptie door **e-commerce**. Een ander belangrijk thema is **mobiliteit**: hoe goed bereikbaar is het stadscentrum of de winkelstraat? Bovendien kopen millennials steeds meer **online**. Al die factoren zetten de **huurprijzen onder druk**, vooral op zogenaamde B-locaties. Een belangrijke vraag voor 2019 is of sommige retail vastgoedbedrijven te goedkoop zijn geworden. Of zijn hun kortingen slechts zogenaamde 'value traps'?

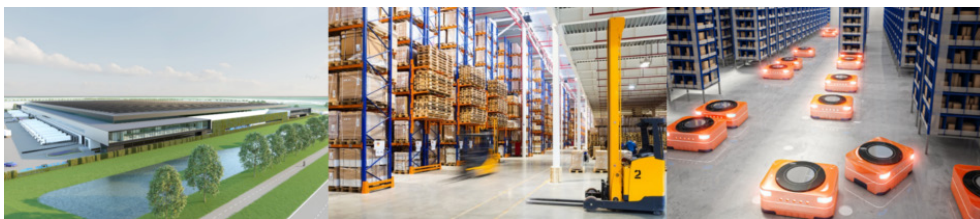
2. Trends per segment en visie topmanagement

In wat volgt brengen onze analisten de trends in de vastgoedmarkt voor elk afzonderlijk segment in kaart, nl. logistiek vastgoed, kantoren, zorgvastgoed, winkelvastgoed en tot slot residentieel vastgoed. Ze laten ook enkele CEO's en CFO's van vastgoedbedrijven aan het woord, die hun persoonlijke visie op de ontwikkelingen binnen de sector uit de doeken doen.

2.1. Logistiek vastgoed

In industrieel en logistiek vastgoed zagen we vorig jaar een **aanhoudend sterke vraag van huurders naar semi-industriële sites**. De markt richt zich echter op kleinere transacties, omdat stedelijke logistiek belangrijker wordt. Aangezien de **opleving in logistiek vastgoed** in heel Europa aanhoudt, weerspiegelt het ontoereikende aanbod zich nog steeds in **stijgende huurprijzen** en een steeds **gezonder rendement**.

In de **toeleveringsketen** (supply chain) zorgen technologische vernieuwingen en veranderend consumentengedrag voor een aanhoudende **golf van innovatie**. Globalisering, automatisering op basis van data en transportinnovaties hebben een impact op modern logistiek vastgoed en e-commerce doet de supply chain verschuiven in de richting van de consument. KBCS gelooft dat de **opkomst van e-commerce**, die in veel Europese landen nog steeds een opkomende trend is, de **vraag naar logistiek vastgoed zal blijven stimuleren**, bijvoorbeeld door de behoefte aan nieuwe distributiecentra en regionale faciliteiten in de buurt van grote bevolkingscentra.



Hoe zien CEO's de sector evolueren?

Volgens Jo de Wolf, CEO van **Montea**, zullen de komende jaren twee belangrijke trends de sector beïnvloeden. “De **doorlooptijd** tussen bestelling en levering aan de klant zal steeds korter worden, waardoor er meer opslag in de buurt van de consument nodig is en **gedecentraliseerde, kleinere logistieke hubs** belangrijker worden. De combinatie van meer op maat gemaakte producten, toenemende automatisering en de impact van het feit dat China steeds meer voor de binnenlandse markt produceert, zal leiden tot meer ‘**nearshoring**’, waardoor de vraag naar logistiek en industriële ruimte in Centraal-Europa zal toenemen”.

Jan Van Geet, CEO van **VGP** benadrukt dat er sprake is van een **aanzienlijk aanbodtekort en vraagoverschot**, wat tot uiting komt in stijgende huurprijzen. Hij merkt ook op dat **e-commerce een belangrijke motor** van deze groei blijft.

Joost Uwents, CEO van **WDP**, bevestigt dit. WDP is een duidelijk voorbeeld van een logistiek bedrijf dat een sterke groei doormaakt, waardoor het in maart 2019 werd **opgenomen in de BEL20 index**. “Het **logistieke proces is een strategisch element** geworden in de bedrijfsvoering, wat betekent dat er meer wordt geïnvesteerd, en daar plukken we vandaag de dag de vruchten van”. Hij is er ook van overtuigd dat

digitalisering, o.a. het 'Internet of Things', mettertijd 'denkende gebouwen' zal opleveren en dat **big data** WDP zal helpen om de dienstverlening te verbeteren en duurzamer te maken.

2.2. Kantoren

Voor kantoorvastgoed in Brussel was 2018 een **gematigd jaar**, waarbij vooral in de centrale Brusselse kantoorwijk nieuwe contracten werd afgesloten, gevolgd door de perifere gebieden en de randgebieden. Uitbaters van **flex- en co-workingplekken** geraakten in het laatste kwartaal van 2018 in een stroomversnelling met een nieuw **record aan transacties**.

De **pijplijn voor 2019 oogt veelbelovend** met tal van transacties die nog moeten worden afgerond, onder impuls van de vraag van overheidsinstellingen (bv. Vlaamse regering, Europese Commissie), een aantal grote bedrijven (bpost) en een aanhoudende vraag naar co-workingruimte. In de centrale Brusselse kantoorwijk bereikte de leegstand met 3,6% een historisch dieptepunt.

De vraag is of co-working en werkplekdelen in 2019 zullen domineren. Zal de '**verborgen' leegstand**, die inherent is aan co-working, geen vertekend beeld geven van de werkelijke leegstand of zal de leegstand afnemen door grote transacties?



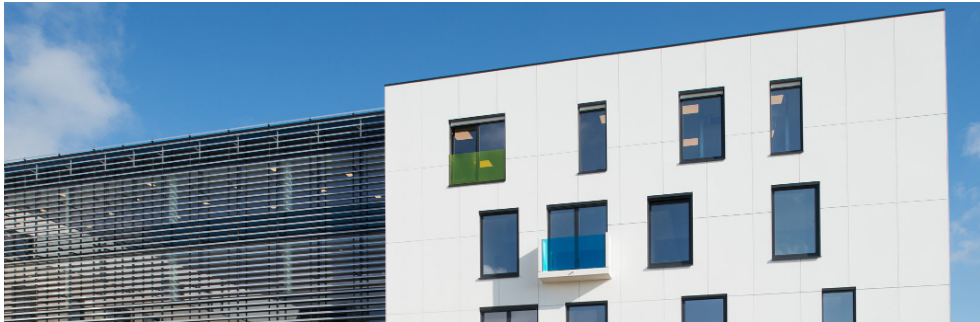
Hoe zien CEO's de sector evolueren?

Volgens Philippe Opsomer, CFO van **Banimmo**, blijft de **behoefte aan nieuwbouwkantoren groot, maar niet op de traditionele manier**. Hij spreekt van "diensten, een gemoedelijke en dynamische sfeer, een mix van verwante jobs in dezelfde gebouwen waar activiteiten worden gedeeld". Ook het vervoer en de pendelafstand zijn belangrijke elementen. Tot slot merkt Opsomer op dat er in de sector te veel partijen zijn die grootschalige projecten doen, waardoor de **concurrentie toeneemt** en de **marges kleiner** worden.

2.3. Zorgvastgoed

Het aantal rusthuisbedden in België is gestaag toegenomen tot een capaciteit van 146.000 eenheden. De verdeling ervan over de verschillende soorten uitbaters blijft stabiel. Op dit moment heeft de top 3 van particuliere rusthuisuitbaters - **Armonea**, **Orpea** en **Senior Living Group** - meer dan 23.000 bedden in beheer, zo'n 17% van het totaal.

In 2017 en 2018 werd naar schatting voor 200 miljoen euro geïnvesteerd in Belgische gezondheidszorgactiva. Aangezien dat soort investeringen zo aantrekkelijk was, is het brutohuurrendement echter sterk gedaald, van ca. 6% in 2012 naar minder dan 5% nu.



Hoe zien CEO's de sector evolueren?

Volgens Filip van Zeebroeck, CEO van **Care Property Invest**, is en blijft de **groeiende en vergrijzende bevolking** in Europa de belangrijkste motor van expansie en groei in de sector, al is er wel sprake van een **vertraging in België**, waar de overheid licenties voor nieuwe bedden beperkt. Het is echter duidelijk dat de **behoefte aan zorg voor 80-plussers de komende 30 jaar zal toenemen**, wat zal resulteren in nieuwe ontwikkelingen en investeringen.

2.4. Winkelvastgoed (retail)

Tot eind juni 2018 bleef de bezettingsgraad in het retailsegment op een normaal niveau, maar het marktsentiment was niet positief. De **huur staat op veel plaatsen onder druk**; na de tweederangs steden duiken stilaan ook in de belangrijkste winkelstraten de eerste signalen op.

E-commerce blijft een disruptieve factor. KBCS ziet **consolidatie** in fysieke winkels (Blokker, Bel&Bo, enz.) en nieuwe kanalen die opduiken, zoals het concept waarbij de consument in de winkel producten komt bekijken/ervaren en ze vervolgens online bestelt. Een belangrijke vraag is wat de **effectieve kost van gratis levering** is. Zullen dergelijke bedrijfsstrategieën de komende jaren overleefd blijven en hoe sterk zal dat wegen op de marges van e-retailers? Anderzijds zien we ook nieuwe spelers in de markt, zoals foodretailer **Jumbo**, die later dit jaar de Belgische markt zal betreden, en **Amazon**, dat West-Europa hard treft.



Hoe zien CEO's de sector evolueren?

Wat betreft trends in het buitenstedelijke vastgoed ziet Jan De Nys, CEO van **Retail Estates**, zo goed als geen nieuwe ontwikkelingen, behalve in de context van gemengd gebruik (privaat-publiek, bijv. het project Be-Mine in Beringen), en een groeiende mix van retailers in betaalbare alledaagse producten (genre Action). Disruptieve of stimulerende technologieën zoals smartphone-gedreven retailmarkten zullen de beschikbaarheid van informatie voor klanten verhogen.

2.5. Residentieel vastgoed

In 2017 waren er in België 4,9 miljoen gezinnen en dat zou tegen 2030 naar schatting met 7,8% moeten stijgen, tot 5,28 miljoen. **Het aantal single-/eenoudergezinnen neemt snel toe** en vertegenwoordigt momenteel een marktaandeel van 46%; in Brussel is dat zelfs 61%.

Van 2009 tot 2017 stegen de **huizenprijzen** in Brussel met 29% (reële waardeinstijging 11,5%). In het Vlaamse en Waalse Gewest waren de lokale woningmarkten gematigder, met een stijging van de prijzen met resp. slechts 27% (reëel 9%) en 19% (reëel 2%).

Het aantal **woningaankopen** steeg in de eerste drie kwartalen van 2018 met 3,7% op jaarbasis, net als het aantal transacties met **appartementen**. **De woningbouw zit momenteel in de lift**. In de eerste negen maanden van 2018 steeg het aantal vergunningen met bijna 35% op jaarbasis. De **huurwoningmarkt** is goed voor ongeveer 30% van het woningenbestand, maar dat aandeel neemt af. Toch zijn 60% van de gezinnen in Brussel huurders; in Vlaanderen is dat 30%.



Hoe zien CEO's de sector evolueren?

Sven Janssens, CEO van Home Invest Belgium ziet twee trends in het residentiële vastgoedlandschap: "Enerzijds zal de aanhoudende beschikbaarheid van **goedkoop geld** de **prijzen blijven opdrijven** en het voor starters moeilijker maken om te investeren. Anderzijds wordt het bezit van een woning steeds meer **gereguleerd** en **gecompliceerd**, en zal het aanpassen van bestaande woningen om de **milieuprestaties** te verbeteren grote uitdagingen met zich meebrengen. Die factoren zullen de ontwikkeling van een huurdersmarkt bevorderen en de institutionalisering van de residentiële markt ondersteunen.

3. Vooruitzichten en favoriete aandelen

3.1. Vooruitzichten KBCS voor 2019

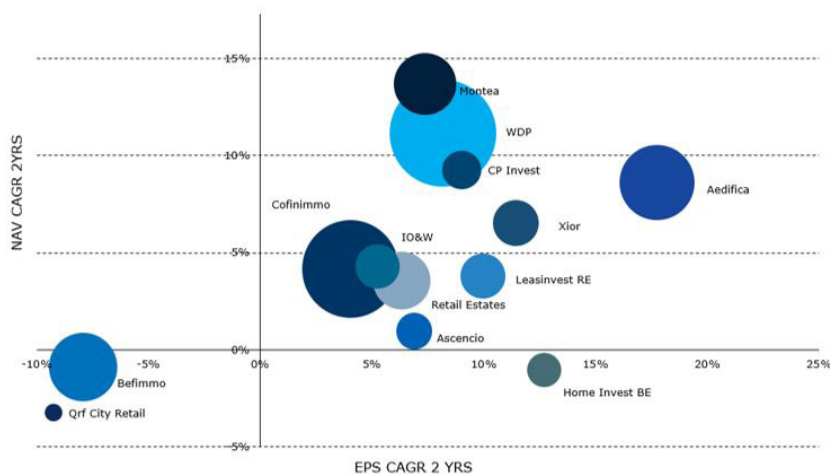
Vooruitkijkend **behoudt KBCS het vertrouwen in de prestaties van Belgisch beursgenoteerd vastgoed**, omwille van de sterke fundamentals.

De Belgische GVV's die door KBCS worden opgevolgd, leverden in **2018 een totaalrendement van 7%** op (vs. EPRA BEL/LUX TR 8,7%), wat slechts 90 basispunten lager is dan de schattingen van KBCS bij de jaarstart.

Voor 2019 stellen onze analisten een **totaalrendement van 11,5%** voorop, bestaande uit 7,5% NAW-groei en 4,5% dividendgroei (of 16,1% gewogen naar marktkapitalisatie), dankzij een **verwachte stijging van het dividend per aandeel met 24% voor Aedifica en 18% voor Retail Estates**. De verwachtingen voor logistieke spelers zoals WDP, Montea en logistieke ontwikkelaar VGP zijn hooggespannen, terwijl onze analisten ervan uitgaan dat ook minder cyclische investeerders zoals Aedifica, Xior en Care Property Invest de verwachtingen zullen waarmaken. Niet zo goed gepositioneerd zijn Befimmo en Qrf, zowel door de uitdagingen voor de sector als door de lagere groeiverwachtingen op korte termijn.

Onderstaande grafiek geeft een overzicht van de door KBCS **vooropgestelde winst per aandeel over de periode 2018-2020** en de **samengestelde groei van de netto inventariswaarde** van de opgevolgde GVV's. Zoals eerder vermeld, zijn er hoge verwachtingen voor Montea en WDP vanwege hun voortdurende rendementscompressie, aanzienlijke portefeuillegroei en positieve like-for-like huurontwikkeling. Hetzelfde geldt voor Aedifica, CP Invest en Xior, hoewel KBCS zich vooral richt op uitbreiding door middel van acquisities en in-house ontwikkelingen.

FORWARD EPS & NAV CAGR 2 YEARS (2018-2020E) – MARKET CAP BUBBLE SIZE



Source: KBC Securities Estimates

3.2. De favoriete vastgoedaandelen van KBCS

Binnen hun Benelux-universum selecteerden de vastgoedanalisten van KBC Securities vier namen die zij als 'Top Pick' naar voren schuiven. Binnen het logistieke vastgoedsegment gaat om WDP, Montea en VGP, in zorgvastgoed is Aedifica de favoriet.



- **De logistieke sector blijft volgens KBCS aantrekkelijk**, omdat de vraag van huurders het aanbod sterk overtreft. Door de huidige e-commerce trend zal de duurzame vraag naar nieuw te bouwen logistieke activa waarschijnlijk aanhouden, terwijl hogere huurprijzen en waardeinstijging hebben geleid tot een aanzienlijke groei. De agressieve prijsstelling van activa op de beleggingsmarkt heeft WDP en Montea er echter toe aangezet om over te schakelen op landbanking en in-house ontwikkeling.
- KBCS is van mening dat **WDP** goed gepositioneerd is om te profiteren van de groei in Nederland en Roemenië, terwijl de evenwichtige kapitaalstructuur, gedisciplineerde kapitaalallocatie en operationele uitmuntendheid goede vooruitzichten bieden. Dankzij interne expertise is WDP in staat om strategisch te groeien en het huidige groeiplan 2016-2020 werd uitgebreid met een veelbelovend plan voor 2019-2023.



- Ook **Montea** wist zijn eigen verwachtingen qua portefeuille- en winstgroei te overtreffen. Begin 2018 werd uitgegaan van een groei van de winst per aandeel van 5%, een groei van het dividend per aandeel met 3% en een portefeuille van meer dan 800 miljoen euro, maar eind 2018 klokte het bedrijf af op een 14% hogere winst per aandeel, een groei van het dividend per aandeel met 4% en een stijging van de portefeuille met ca. 30% tot 912 miljoen euro. Montea heeft momenteel ook zeer sterke fundamentals (bezettingsgraad van ca. 99%, gemiddelde leaseperiode van 8,5 jaar, 6,6% rendement) en het arbitragebeleid zorgt ervoor dat de kwaliteit van de portefeuille hoog blijft.



- Ook **VGP**, de ontwikkelaar, beheerder en eigenaar van hoogwaardige logistieke vastgoedparken in heel Europa, is bij KBCS een Top Pick voor 2019. Met een gearing (i.e. verhouding tussen de schulden op lange termijn en het eigen vermogen, nvdr.) van 34,6%, een uitstekende bezettingsgraad van 99,2%, een gemiddelde leaseperiode van 7,2 jaar en geen schulden die vóór 2023 komen te vervallen, biedt VGP een geweldige opportuniteit om te profiteren van de verbeterde macro-economische fundamenten van Centraal- en Oost-Europa en de groei van e-commerce. De 50/50 joint venture met Allianz RE laat toe om het geïnvesteerde kapitaal te recyclen, de opgebouwde waarderingswinsten te kristalliseren en het tempo van de ontwikkelingsactiviteiten te versnellen. Het formele dividendbeleid resulteert in een rendement van 3,2%, met een uitbetalingsratio van 30%, ruim onder de verplichte 80% voor GVW's. Maar wat VGP écht tot een



verborgen pareltje onder de logistieke spelers maakt, is de onderliggende groei van de winst per aandeel en het vermogen om kapitaal te recyclen via zijn joint venture. KBCS ziet een duidelijk parcours voor de winst, de intrinsieke waarde en de dividendgroei, wat, in combinatie met een winstrendement van 10%, wijst op een groot opwaarts potentieel. Onze analisten wijzen ook op de hoge Loan-to-Value (LTV) van de joint venture en de beperkte liquiditeit van de aandelen.

- In het zorgvastgoedsegment geeft KBCS de voorkeur aan **Aedifica** vanwege het sterke vermogen om te groeien door een mix van eigen ontwikkelingen, fusies en overnames. De winstvooruitzichten zijn uitstekend en de verkoop van de niet-strategische appartementenportefeuille transformeert het bedrijf in een pure zorgvastgoedspeler met solide fundamenten in een minder cyclische markt. Het bedrijf heeft onlangs een belangrijke stap gezet naar het Verenigd Koninkrijk, met de overname van een portefeuille van ca. 500 miljoen. De huidige pijplijn moet Aedifica ook in de komende jaren kunnen doen groeien met meer dan 460 miljoen euro.

4. Favoriete vastgoedaandelen onder de loop

4.1. WDP

WDP	Advies	OPBOUWEN	Huidige koers	141,8 EUR
	Naam analist	Alexander Makar	Koersdoel	140 EUR
	ISIN code	BE0003763779	Opwaarts potentieel	-1,3%
	2018A	2019E	2020E	2021E
Winst per aandeel (EUR)	6,00	6,54	7,03	7,56
% groei i/j	7,2%	9,0%	7,3%	7,7%
Koerswinst ratio	23,6x	21,7x	20,2x	18,7x
Bruto dividend (EUR)	4,80	5,24	5,62	6,05
% groei i/j	6,7%	9,0%	7,3%	7,7%
Dividendrendement (%)	3,4%	3,7%	4,0%	4,3%

Warehouses De Pauw (WDP) is een **puur logistieke en semi-industriële vastgoedinvesteerder** met een **portefeuille van ca. 3,5 miljard euro**. Het bedrijf biedt ca. 4,5 miljoen m² logistieke ruimte aan, verspreid over Nederland (47%), België (35%), Roemenië (13%), Frankrijk (4%) en Luxemburg (1%).

De dominantie van WDP in semi-industrieel en logistiek vastgoed vergemakkelijkt een goede portefeuillegroei en ondersteunt de **hoge bezettingsgraad** van meer dan 97%, terwijl de flexibiliteit van de balans het **hoogste aandeelhoudersrendement** in de Belgische GVV-sector oplevert.

Terwijl de **'boom' in magazijnen** vastgoedwaarden doet stijgen en de intrinsieke waarde van vergelijkbare bedrijven in heel Europa opdrijft, loopt de portefeuille van WDP achter op de markt. De stormloop op magazijnen, onder meer gevoed door de **groei van e-commerce**, zou de NAW van WDP de komende jaren dan ook een boost moeten geven. Op basis van die indrukwekkende marktgroei kondigde WDP een

nieuw groeiplan voor 2019-23 aan, dat gericht is op een groei van de portefeuille met 1,5 miljard euro, tot **5 miljard euro**. Het bedrijf mikt op een **samengestelde groei van de winst per aandeel van 33%** tot 8,00 euro (of 6% per jaar). **Roemenië** – dat volgens het management klaar is om de volgende groeimotor te worden – is de belangrijkste kracht achter het nieuwe groeiplan.

- **Nieuwste BEL20-lid.** Dankzij een sterke vraag – die deels verband houdt met de opkomst van e-commerce in de afgelopen tien jaar – is de logistieke sector van lelijk eendje naar mooie zwaan geëvolueerd, een trend die WDP heeft geholpen om in zowat alle statistieken de **best presterende Belgische GVV** te worden. Door die succesvolle groei werd het bedrijf op 18 maart 2019 in de BEL20 opgenomen.
- **Duurzame fundamentals.** WDP profiteert van de groei in Nederland en Roemenië en heeft een zeer sterke, maar verwaterende positie in België. In de Roemeense markt is WDP in volle expansie.
- **Klaar om te groeien.** De **evenwichtige kapitaalstructuur** van WDP, de **gedisciplineerde kapitaalallocatie** en de **uitmuntende bedrijfsvoering** bieden volgens KBCS goede vooruitzichten. Uit de solide resultaten van het boekjaar 2018, het nieuwe groeiplan 2019-2023 en een diepgaande analyse van de flexibiliteit van de balans, concluderen onze analisten dat WDP perfect in staat is om zijn groei doelstellingen te realiseren, zonder de huidige balansstructuur te verzwakken.

Het advies van KBC Securities voor de aandelen van WDP is “**Opbouwen**”, bij een **koersdoel van 140 euro** per aandeel.

4.2. Montea

Montea	Advies	HOUDEN		Huidige koers	72 EUR
	Naam analist	Alexander Makar		Koersdoel	67 EUR
	ISIN code	BE0003853703		Opwaarts potentieel	-6,9%
	2018A	2019E	2020E	2021E	
Winst per aandeel (EUR)	2,95	3,10	3,40	3,69	
% groei i/j	14,6%	5,0%	9,8%	8,5%	
Koerswinst ratio	24,4x	23,2x	21,1x	19,5x	
Bruto dividend (EUR)	2,26	2,37	2,56	2,95	
% groei i/j	4,1%	5,0%	8,0%	15,3%	
Dividendrendement (%)	3,1%	3,3%	3,6%	4,1%	

Montea is een **puur logistieke speler** met een **portefeuille van 912 miljoen euro**, verdeeld over België (49%), Frankrijk (16%) en Nederland (35%). De meeste groei komt momenteel uit België en Nederland, maar dankzij de samenwerking met JIMO zal Montea ook zijn aanwezigheid in Frankrijk kunnen versterken. Met een **bezettingsgraad van 99,1%** is er amper leegstand in de portefeuille. Het bedrijf profiteert van een brede basis van **referentieaandeelhouders** die samen 42% van de aandelen bezitten.

Voor 2019 mikt het bedrijf op een **uitbreiding van de portefeuille tot 1.089 miljoen euro**. Montea bevestigt zijn vooruitzichten van **5% jaarlijkse groei van de winst per aandeel** op basis van een jaarlijkse portefeuillegroei van ongeveer 180 miljoen euro.

Met het oog op de toekomst gelooft KBCS dat het bedrijf een **sterk netwerk** van groei genererende **partnerships** heeft opgebouwd en daarnaast beschikt het over **1,5 miljoen m² gronden**. Bovendien staat de Benelux bekend als een **logistieke draaischijf in Europa**: de regio heeft welvarende consumenten en vormt de toegangspoort voor de Europese import- en exportmarkt.

KBCS gelooft dat Montea een **hoge portefeuillekwaliteit, sterke groeivoorzichten** en **zichtbaarheid van de winst** biedt. Met een portefeuille die de drempel van 1 miljard euro bereikt, een versterkte balans en ruimte voor verbetering van de gemiddelde kosten van schulden, geloven onze analisten dat Montea's verhaal van **duurzame groei nog maar net van start is gegaan**.

- **Goede voorspelbaarheid van de winst.** Na de succesvolle kapitaalverhoging van 160 miljoen euro zal de schuldgraad aanzienlijk dalen tot ca. 45% en beschikt het bedrijf over nog eens 90 miljoen euro aan niet-opgenomen kredietlijnen. De EPRA NAW steeg met 17% tot 34,6 euro en zal tegen eind 2019 naar verwachting groeien tot 41,6 euro (schatting van KBCS).
- **Vooruitzichten.** Montea gaat uit van een groei van de winst per aandeel en het dividend per aandeel met 5%, wat de uitbetalingsratio terugbrengt tot 80%. Het management streeft daarom naar een portefeuillegroei tot ca. 1.100 miljoen euro, een bezettingsgraad van meer dan 97,5% en een gemiddelde resthuur van ruim 8,5 jaar.
- **Hoogwaardige klantenportefeuille.** De verschuiving van derden-huurders naar meer eindgebruikers biedt grote voordelen, waaronder een beter zicht op de inkomsten. Een van de redenen hiervoor zijn volgens KBCS de hogere initiële investeringen van sommige huurders, die dan meer bereid zijn om langere huurcontracten te tekenen. Bovendien is het niet eenvoudig om technische en dus complexe magazijnen te verplaatsen.

Het advies van KBC Securities voor de aandelen van Montea is "**Houden**". Op 18 maart 2019 werd het **koersdoel verhoogd** van 57 euro naar **67 euro** per aandeel.

4.3. VGP

VGP	Advies	KOPEN	Huidige koers	70,2 EUR
	Naam analist	Alexander Makar	Koersdoel	81 EUR
	ISIN code	BE0003878957	Opwaarts potentieel	15,4%
	2018A	2019E	2020E	2021E
Winst per aandeel (EUR)	6,52	7,44	8,43	8,86
% groei j/j	26,2%	14,1%	13,3%	5,1%
Koerswinst ratio	10,8x	9,4x	8,3x	7,9x
Bruto dividend (EUR)	2,10	2,60	2,95	3,10
% groei j/j	10,5%	23,9%	13,3%	5,1%
Dividendrendement (%)	3,0%	3,7%	4,2%	4,4%

VGP is een **verticaal geïntegreerde ontwikkelaar, beheerder en eigenaar van hoogwaardige logistieke vastgoedparken** in 12 Europese landen. De **portefeuille van 1.936 miljoen euro** bevat 1.982.000m² (635.000 eigen/1.347.000 via joint venture met Allianz RE) bruto verhuurbare oppervlakte, verdeeld over 51 verhuurde bedrijventerreinen met een gewogen gemiddelde huurtermijn van 7,8 jaar. De bezettingsgraad bedraagt 99,3%. In 2016 ging VGP een **50/50 joint venture** aan met **Allianz RE**, die de groep toelaat om het geïnvesteerde kapitaal direct te recyclen bij oplevering, de opgebouwde waarderingswinsten te kristalliseren en het tempo van de ontwikkelingsactiviteiten te versnellen.

Door de **unieke positie** van VGP als **pan-Europese ontwikkelaar** heeft het bedrijf zich kunnen toeleggen op **groei op lange termijn** van o.a. e-commerce, wat resulteerde in een recordaantal nieuwe huurovereenkomsten, de uitbreiding van zijn geografische aanwezigheid in vier nieuwe markten en een pijplijn van een 500.000 m² bruto verhuurbare oppervlakte. VGP is percelen blijven aankopen op **strategisch gunstige locaties** en heeft daarmee zijn pan-Europese netwerk van semi-industriële parken versterkt. 2019 wordt een jaar waarin het zijn **geografische voetafdruk vergroot**, met **bovengemiddelde ontwikkelingsactiviteiten en huurgroei** als gevolg.

- **Beschikbare gronden en zichtbaarheid ondersteunen pijplijn.** Niet alleen zijn de resultaten uitstekend, VGP is er ook in geslaagd zijn grondbestand uit te breiden, waardoor de **groei voor nog eens 5 jaar is verzekerd**. Cruciaal voor de ontwikkelingsmarges van VGP zijn de goed gelegen gronden in combinatie met de kennis in eigen huis.
- **Uniek bedrijfsmodel werpt vruchten af.** VGP bevestigt de kracht van zijn businessmodel met een robuuste pijplijn, ondersteund door sterke commerciële en ontwikkelingsactiviteiten, terwijl de huidige projecten in een recordtempo worden afgerond, waardoor de **winst t.o.v. een jaar geleden met 26% gestegen** is. Dat succes werd gedeeld met de aandeelhouders door een **stijging van het dividend** per aandeel met 16%, wat overeenkomt met een **bescheiden uitbetalingsratio** van 33%, wat KBCS toejuicht omdat de cashrecycling van VGP meer waarde op lange termijn creëert.
- **Vooruitzichten.** Het management gaat uit van een **vijfde overname** door

de joint venture (maart 2019) voor een totale investeringswaarde van meer dan 170 miljoen euro, terwijl eind juni 2019 een **nieuwe joint venture** met Allianz wordt opgezet, waardoor het bedrijf kan doorgaan met het recyclen van cash.

Het advies van KBC Securities voor de aandelen van VGP is "**Kopen**", bij een **koersdoel van 81 euro** per aandeel. VGP is op dit moment bovendien het enige vastgoedaandeel in de Bolero Benelux Selectie, de inspiratielijst met favoriete Benelux-aandelen die door de analisten van KBC Securities wordt samengesteld. U kunt deze lijst steeds raadplegen in het Idea Center op het Bolero-platform.

4.4. Aedifica

Aedifica	Advies	KOPEN	Huidige koers	84,6 EUR
	Naam analist	Jan Opdecam	Koersdoel	94 EUR
	ISIN code	BE0003851681	Opwaarts potentieel	11,1%
	2018A	2019E	2020E	2021E
Winst per aandeel (EUR)	3,25	3,88	4,50	5,13
% groei j/j	3,1%	19,4%	16,1%	14,0%
Koerswinst ratio	26,1x	21,8x	18,8x	16,5x
Bruto dividend (EUR)	2,50	3,10	3,60	3,80
% groei j/j	11,1%	24,0%	16,1%	5,6%
Dividendrendement (%)	3,0%	3,7%	4,3%	4,5%

Aedifica is een GWV met een **portefeuille van 1,9 miljard euro** die bijna uitsluitend is gefocust op **zorgvastgoed**, nl. seniorenhuisvesting en andere soorten activa, waardoor het een graantje meepikt van de toenemende vergrijzing. De groep is actief in België, Duitsland, Nederland en sinds kort ook in het VK. Daarnaast heeft Aedifica ook **appartementen en hotels** in portefeuille, maar die activa worden als **niet-strategisch** beschouwd en staan bijgevolg te koop.

De kasstroomgeneratie op lange termijn, de groeimogelijkheden en de geografische spreiding (waarbij toetreding tot een vijfde land nog steeds op de agenda staat) zorgen ervoor dat de portefeuille van Aedifica een **beperkt risico** inhoudt, met een gemiddelde huurtermijn van 20 jaar en een **bezettingsgraad van 99%**. Door het groeitempo zal de **schuldgraad** volgens KBC Securities echter **verder toenemen** (tot ca. 58% in het derde kwartaal van het gebroken boekjaar 2018-2019), waardoor een **kapitaalverhoging** onvermijdelijk is (prognose KBCS 350 miljoen).

De **groeidoelstelling** is om de kasstromen op lange termijn in zorgvastgoed te verbeteren, niet alleen in de huidige vier regio's, maar ook in nieuwe landen (KBCS ziet Zuid-Europa als een mogelijkheid), waardoor Aedifica kan profiteren van risicogewogen rendementen. De groei zal ook komen van **nieuwe segmenten** in zorgvastgoed, bijv. gemengd zelfstandig wonen en voorzieningen en/of zorg voor gehandicapten.

Volgens KBCS **moet het beste voor Aedifica nog komen**, dankzij de **enorme pijnlijn aan overnames en ontwikkelingen** die de **winst en het dividend per aandeel**

hoger moeten stuwten. Rekening houdend met de opleveringen van alle lopende ontwikkelingen, wordt verwacht dat de winst per aandeel de komende 2 jaar met gemiddeld ca. 12% zal blijven stijgen. Onze analisten waarderen Aedifica omwille van het **sterke vermogen om te groeien** door een mix van eigen ontwikkelingen en overnames. Het zicht op de winstgevendheid is uitmuntend, terwijl de verkoop van niet-strategische activa (appartementen en hotels) het bedrijf transformeert in een pure zorgvastgoedspeler met solide fundamenten in een minder cyclische markt.

Het advies van KBC Securities voor de aandelen van Aedifica is “**Kopen**”, bij een **koersdoel van 94 euro** per aandeel.

Bijlage

Hieronder vindt u een overzichtstabel met alle vastgoedaandelen die door KBC Securities worden opgevolgd.

Deze tabel vermeldt onder meer het dividendrendement, het vastgoedsegment waarin het bedrijf actief is, de geografische spreiding, de slotkoers van 17/03/2019, en het koersdoel en advies van KBC Securities.

OVERVIEW REAL ESTATE									
Company	Premium P/NAV*	Div. yield	Type	Segment	Geographic spread	CP	TP	Up(down)side	Rating
Cofinimmo	126.6%	4.9%	REIT	Offices/Healthcare/Other	BE - FR - NL - GER	€ 114.8	€ 120.0	4.5%	Buy
WDP	197.9%	3.9%	REIT	Logistics	BE - NL - FR - LUX - RO	€ 135.6	€ 140.0	3.2%	Accumulate
Befimmo	89.9%	6.8%	REIT	Offices	BE - LUX	€ 50.7	€ 49.5	-2.4%	Hold
Aedifica	158.1%	3.8%	REIT	Care property	BE - UK - GER - NL	€ 81.8	€ 94.0	14.9%	Buy
Retail Estates	136.4%	5.2%	REIT	Retail	BE - NL	€ 81.7	€ 83.0	1.6%	Accumulate
Lessinvest RE	117.3%	5.6%	REIT	Retail/Offices/Logistics	BE - LUX - AUS	€ 94.2	€ 97.0	3.0%	Hold
Montea	199.2%	3.5%	REIT	Logistics	BE - NL - FR	€ 67.4	€ 67.0	-0.6%	Hold
IO&W	112.4%	6.8%	REIT	Logistics/Offices	BE - NL	€ 22.1	€ 25.0	13.4%	Buy
CP Invest	180.8%	3.5%	REIT	Care property	BE - NL	€ 21.4	€ 22.0	2.8%	Accumulate
Qrf City Retail	66.4%	5.9%	REIT	Retail	BE - NL	€ 15.2	€ 19.5	28.7%	Accumulate
Home Invest BE	114.5%	5.2%	REIT	Residential	BE - NL	€ 97.0	€ 86.0	-11.3%	Reduce
Xior	139.4%	3.1%	REIT	Student Housing	BE - NL - ES - PT	€ 41.5	€ 38.0	-8.4%	Hold
Ascendio	99.3%	6.6%	REIT	Retail	BE - FR - ES	€ 54.8	€ 51.0	-6.9%	Hold
Atenor	204.9%	3.7%	DEV	Offices/residential	BE - LUX - HUN - RO - Other	€ 58.8	€ 54.0	-8.2%	Hold
Banimmo	76.6%	0.0%	DEV	Offices	BE - FR	€ 3.4	€ 4.1	19.5%	Buy
Immobel	134.4%	4.2%	DEV	Offices/residential	BE - LUX - PL - FR	€ 54.6	€ 63.0	15.4%	Accumulate
VGP	235.3%	3.8%	DEV	Logistics	GER - CR - ES - Other	€ 68.8	€ 81.0	17.7%	Buy

Source: KBC Securities

*31/12 NAV (IFRS)

Disclaimer

Bolero is het execution-only beleggingsplatform van KBC Bank NV en staat los van alle andere beleggingsdiensten die geleverd kunnen worden door KBC Bank NV.

Copyright © KBC Bank NV/Bolero. Alle rechten voorbehouden. Deze informatie mag op geen enkele manier gepubliceerd, herschreven of heruitgegeven worden in eender welke vorm. De intellectuele eigendomsrechten op deze publicatie komen toe aan hetzij KBC Bank NV, hetzij aan met hen verbonden entiteiten of aan derden. U moet zich onthouden van elke inbreuk daarop. Behoudens de uitdrukkelijke voorafgaande en schriftelijke toestemming van de auteur of zijn rechthebbenden, is elke overdracht, verkoop, verspreiding of reproductie, ongeacht de vorm of de middelen, van de publicatie verboden.

Dit is een publicatie van KBC Bank N.V. (Bolero). De bevoegde controleautoriteit voor deze activiteit is de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA).

Deze publicatie valt niet onder de noemer 'onderzoek op beleggingsgebied' zoals bedoeld in het koninklijk besluit van 3 juni 2007 tot bepaling van nadere regels tot omzetting van de richtlijn betreffende markten voor financiële instrumenten. Het zijn publicitaire mededelingen, zodat de wettelijke voorschriften ter bevordering van de onafhankelijkheid van onderzoek op beleggingsgebieden niet van toepassing zijn. Bolero garandeert geenszins dat enige van de behandelde financiële instrumenten voor u geschikt is. Bolero geeft hiermee geen specifiek en persoonlijk beleggingsadvies. U draagt bijgevolg de volledige verantwoordelijkheid voor het gebruik dat u maakt van deze publicatie.

De fondsbeheerders van KBC AM kunnen vóór de verspreiding van deze aanbevelingen handelen in het financieel instrument. De verloning van de medewerkers of aangestelden die voor KBC Securities werkzaam zijn en die bij het opstellen van de aanbevelingen betrokken waren, is niet gekoppeld aan zakenbanktransacties van KBC Securities. De rendementen van de in deze publicatie besproken financiële instrumenten, financiële indices of andere activa zijn rendementen behaald in het verleden en vormen als zodanig geen betrouwbare indicator voor toekomstige rendementen. Er wordt niet gewaarborgd dat de voorgestelde scenario's, risico's en prognoses de marktverwachtingen weerspiegelen of dat ze in de realiteit zullen uitkomen. De prognoses zijn louter indicatief. De gegevens in deze publicatie zijn algemeen, louter informatief en aan veranderingen onderhevig.

Als de resultaten van de besproken financiële activa uitgedrukt zijn in een andere valuta dan EUR, kan het rendement door valutaschommelingen hoger of lager uitvallen. Ze geven de analyse weer van de auteur op de daarin vermelde datum. Hoewel de informatie gebaseerd is op volgens de auteur betrouwbare bronnen, kan Bolero niet garanderen dat de informatie accuraat, volledig en up to date is; de informatie kan onvolledig zijn of ingekort. De auteur kan zich beroepen op andere publicaties binnen KBC Groep (vb. van KBC AM of Market Research) of van derde partijen. KBC Bank NV kan nooit aansprakelijk gesteld worden voor de eventuele onjuistheid of onvolledigheid van bepaalde gegevens in deze publicaties. De disclaimers vervat in de publicaties van KBC AM of andere publicaties naar dewelke wordt verwezen, zijn hier eveneens van toepassing.

Niets in deze publicatie mag gereproduceerd worden zonder de voorafgaande uitdrukkelijke en schriftelijke toestemming van KBC Bank NV (center Bolero). Deze publicatie is onderworpen aan het Belgisch recht en aan de uitsluitende rechtsmacht van de Belgische rechtbanken. Voor een aantal essentiële elementen van de beleggingsaanbevelingen (waaronder de belangenconflictenregeling) kunt u de "Algemene richtlijnen m.b.t. de beleggingsaanbevelingen van KBC Asset Management" op www.kbcam.be/aandelen en de "Disclosures" op www.kbcsecurities.com/disclosures raadplegen. Met betrekking tot voormelde aanbevelingen wordt verwezen naar www.kbcsecurities.be/disclosures voor specifieke informatie inzake belangenconflicten.

Beleggen in aandelen houdt substantiële risico's en onzekerheden in. Beleggers moeten in staat zijn om het economische risico van een belegging te dragen en het belegde kapitaal geheel of gedeeltelijk te verliezen.