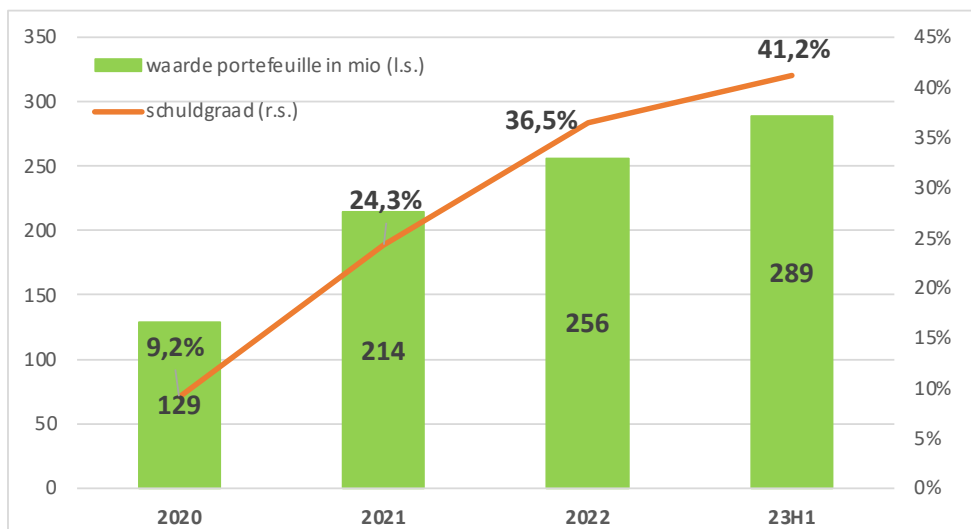




Inclusio: verslag resultaten eerste helft 2023 (4 september 2023)

Inleiding

Om deze halfjaarcijfers goed te kunnen begrijpen, moeten we terug naar de beursintroductie van Inclusio die eind 2020 plaatsvond. De stap naar de beurs werd gezet middels een kapitaalverhoging van 60 miljoen euro, waardoor de schuldgraad eind 2020 op een lage 9,2% uitkwam. De bedoeling was natuurlijk dat de schuldgraad niet lang zo laag zou blijven, maar aangewend zou worden om te groeien. En dat illustreren we in de eerste grafiek, die enerzijds de evolutie van de waarde van de portefeuille toont, anderzijds de evolutie van de schuldgraad. In deze jaarhelft verrichtte Inclusio 7 transacties, met name 3 in sociale huurwoningen (75) en 2 in infrastructuur voor de opvang van asielzoekers (314). Daarnaast werd een grond verworven voor de bouw van een nieuw project en richtte het een vennootschap (belang 51%) op die in Oost-België zal investeren in sociale woningen. En die groei van de portefeuille stroomt ook naar de halfjaarcijfers.



Halfjaarcijfers

Die tonen een groei van de huurinkomsten van 26,8% tot 6,4 miljoen euro. Door de schaalvoordelen (vaste kosten worden over een grotere basis gespreid, wat leidt tot een hogere marge) nam het bedrijfsresultaat 37,3% toe om uit te komen op 4,3 miljoen euro.

Door een stijging van de financiële schulden daalde het financieel resultaat met 0,7 miljoen euro. De financiële kost steeg van 1,52% in de eerste helft van 2022 naar 2,37% in deze jaarhelft. Nuttig om weten is dat 70% van de financiële schulden voor 4,5 jaar ingedekt zijn tegen rentestijgingen. Het courant resultaat bedroeg 3,2 miljoen euro, een stijging van 19,1%. Per aandeel is dat 0,43 euro.

Gert De Mesure, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De auteur 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 fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van Gert De Mesure.



GERT DE MEASURE FINANCIAL INFO

(in miljoen euro)	22H1	23H1	Δ 22/23
Huurinkomsten	5,053	6,409	26,8%
Bedrijfsresultaat	3,097	4,252	37,3%
Marge in %	61,3%	66,3%	n.r.
Financieel resultaat	-0,384	-1,048	n.r.
Courant resultaat	2,659	3,166	19,1%
Idem per aandeel	0,358	0,427	19,2%
Herwaardering vastgoed	6,727	5,017	n.r.
Herwaardering fin. instrumenten	3,086	-0,174	n.r.
Netto resultaat	12,543	7,947	-36,6%
Intrinsieke waarde p/a	23,77	25,46	7,1%

Ondanks een stijging van het bruto marktrendement van 4,47% eind juni 2022 naar 4,72% eind juni 2023 was de herwaardering van het vastgoed positief ten bedrage van 5 miljoen euro, dit door de toepassing van hogere huren in de waardering (-> huurindexeringen) en door herwaarderingen op nieuwe projecten. Die 4,72% is het gemiddelde van 4,43% voor de sociale woningen (was 4,33%), van 4,79% voor infrastructuur voor personen (was 4,65%) en van 6,49% voor sociale infrastructuur (was 5,24%).

De herwaardering van de financiële indekkingen was licht negatief door een beperkte daling van de langetermijnrente op datum van eind juni 2023. Ondertussen is de langetermijnrente wel verder gestegen, waardoor de herwaardering in de volgende kwartalen wel opnieuw positief zal zijn. Door de lagere herwaarderingen daalde het netto resultaat 36,6% tot 7,9 miljoen euro. De intrinsieke waarde eind juni 2023 bedroeg 25,46 euro, eind 2022 was dat 25,08 euro.

Momenteel heeft Inclusio 6 projecten in ontwikkeling betreffende hebbend op 158 woningen/wooneenheden met een totale investeringskost van 35 miljoen euro, waarvan al 10,5 miljoen euro besteed is. Deze projecten zullen in de periode 2023/26 opgeleverd worden en zijn goed voor 1,4 miljoen euro huuropbrengsten, iets meer dan 10% van het huidige niveau nu op jaarbasis.

Voor 2023 stelt het management huurinkomsten ten bedrage van minstens 13 miljoen euro voorop (de schatting begin maart 2023 bedroeg 12 miljoen euro, in 2022 was dat 10,4 miljoen euro). Een kleine simulatie leert dat dit een courant resultaat per aandeel van 0,84 euro kan opleveren, of hetzelfde cijfer als over 2022. De hogere rente laat zich duidelijk gevoelen, de volledige schuld is immers niet ingedekt. M.a.w. de positieve impact van de hogere huren wordt dus volledig tenietgedaan door de hogere rentekost.

Voor 2023 wordt een bruto dividend van minstens 0,75 eur voorzien (was 0,70 euro in 2022). Netto is dat 0,525 euro, goed voor een netto dividendrendement van 3,95%.

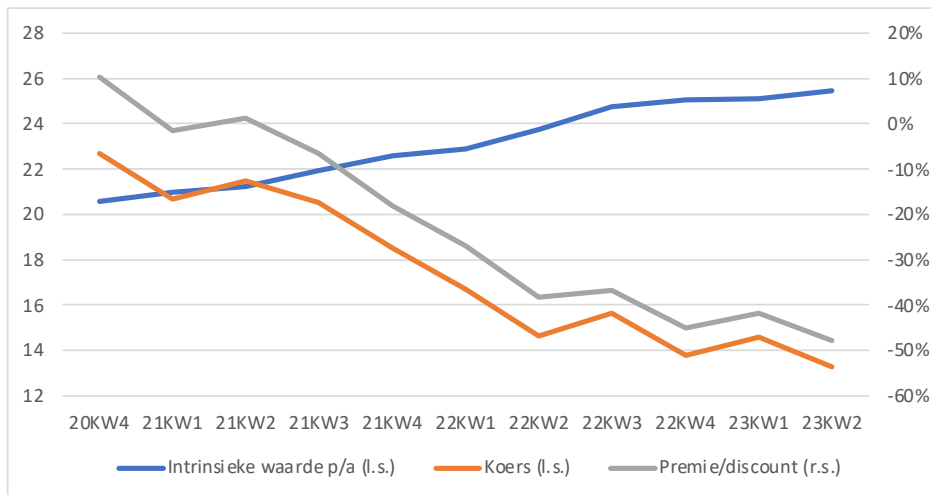
Gert De Measure, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De auteur 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 Gert De Measure.



Koers versus intrinsieke waarde

De grootste vraag die hoogstwaarschijnlijk bij beleggers leeft, is hoe de grote discount van 48% verklaard kan worden. Het antwoord is relatief eenvoudig, de beurs kijkt immers niet naar die intrinsieke waarde, maar focust zich op wat die intrinsieke waarde opbrengt. Zo bedraagt het rendement op eigen vermogen (in dit geval courant resultaat op de intrinsieke waarde) 3,9% en aangezien deze 3,9% sterk onder de kapitaalkost van 8% à 9% ligt, noteert het aandeel met een discount. Ter vergelijking, bij Aedifica schatten we het rendement op eigen vermogen op 6%, de discount komt momenteel uit op 22%. Bij Montea is dat 6,4%, deze GVV noteert met een kleine premie van 3%. Zoals we vroeger al aangaven, is er een correlatie tussen de hoogte van het rendement op eigen vermogen en de discount/premie waartegen de GVV noteert. Die relatie is natuurlijk niet rechtlijnig, zo gaan we er van uit dat GVV's met winkelvestgoed een grotere discount hebben dan hun rendement op eigen vermogen rechtvaardigt, GVV's met logistiek vastgoed zijn dan weer hoger gewaardeerd dan de hoogte van het rendement op eigen vermogen zou verrechtvaardigen.



Conclusie

Met een netto dividendrendement van 3,95% en een koers/courant resultaat van 15,8 is Inclusio niet de meest aantrekkelijke Belgische GVV. De hoge discount van 48% tegenover de intrinsieke waarde beschouwen we niet omwille van de hoger aangehaalde reden.

Een ander minpunt is het feit dat 30% van de financiële schuld niet ingedekt is, wat al zwaar weegt op de resultaten van 2023 en wat ook het resultaat van 2024 zal beletten om te groeien. Beleggers die echt sociaal bewogen zijn, mogen natuurlijk het aandeel opnemen in hun portefeuille.

Gert De Measure, redactie 3 september 2023, koers Inclusio 13,30 euro.

Gert De Measure, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De auteur 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 fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van Gert De Measure.