



**Vopak is een zeer stabiel dividendaandeel met veilige en voorspelbare kasstromen. Het bedrijf laat sterke dividendgroei zien met een zeer veilige payout ratio. Met een gedisciplineerd management aan het roer en voldoende groeiprojecten in haar eindmarkten verwachten wij dat de winst per aandeel gaat stijgen de komende jaren. Het bedrijf handelt tegen aantrekkelijk waardering en voldoet volledig aan de karakteristieken die we zoeken.**

## **Inhoudsopgave**

In tien stappen naar de kern van dividendaandelen

Stap 1 – Bedrijfsmodel: wat doet het bedrijf en hoe verdient het geld

Stap 2 – Dividendgeschiedenis en beleid

Stap 3 – Houdbaarheid dividend

Stap 4 – Financiële gezondheid

Stap 5 – Concurrentiepositie

Stap 6 – Groei en vooruitzichten

Stap 7 – Waardering

Stap 8 – Risico's

Stap 9 – Kapitaalintensiteit en allocatie

Stap 10 – Dividend scorekaart Vopak

Conclusie

## **In tien stappen naar de kern van dividendaandelen**

Deze analyse van Vopak is opgebouwd volgens een gestructureerde 10-stappenbenadering. Elk onderdeel behandelt een specifiek thema zoals dividend, financiële gezondheid, concurrentiepositie, groei en waardering.

Bij elke stap is gekeken naar zowel kwantitatieve maatstaven (ROIC, payout ratio, schuldgraad, marges) als kwalitatieve factoren (marktpositie, risicoprofiel, kapitaalallocatie). Per onderdeel is een score van 0 tot 10 toegekend. Uiteindelijk vatten we dit samen in een scorekaart, waarmee in één oogopslag de sterkte- en zwaktepunten zichtbaar worden. Daarnaast wordt de scorekaart ook visueel gepresenteerd in een radar chart.

Het doel van deze methodiek is niet enkel cijfers verzamelen, maar beoordelen of een onderneming duurzaam waarde kan creëren voor aandeelhouders door middel van stabiele dividendgroei en solide kapitaalallocatie.

## **Stap 1 Bedrijfsmodel: wat doet het bedrijf en hoe verdient het bedrijf geld**

Doel: Investeer alleen in bedrijven die je begrijpt. In deze stap beschrijven we de producten en diensten, de geografische spreiding en de manier waarop de onderneming omzet en winst boekt.

### Producten

Vopak opereert wereldwijd als de grootste onafhankelijke tankterminal-operator, gespecialiseerd in de opslag en overslag van vloeibare en gasvormige chemie- en olieproducten. Het bedrijf vormt een cruciale schakel in de wereldwijde logistieke keten en faciliteert de weg van producent naar eindgebruiker door infrastructuur te bieden op strategische havenlocaties.

De kernactiviteiten zijn onderverdeeld in vier categorieën:

- Olie Terminals: Opslag van ruwe olie en brandstoffen. Hoewel Vopak het kapitaalbeslag in deze sector bewust afbouwt, blijft het een belangrijke bron van kasstroomgeneratie.
- Chemie Terminals: Opslag van industriële vloeistoffen en specialistische chemicaliën voor de maakindustrie.
- Gas Terminals: Infrastructuur voor LNG (vloeibaar aardgas) en LPG, essentieel voor de energiezekerheid van veel landen.
- Industriële Terminals: Toegewijde logistieke ondersteuning binnen grote petrochemische clusters.
- Nieuwe Energie (groeisegment): Vopak investeert in infrastructuur voor de energietransitie, waaronder ammoniak, waterstof, CO<sub>2</sub>-opslag en batterijopslag.

### Landen

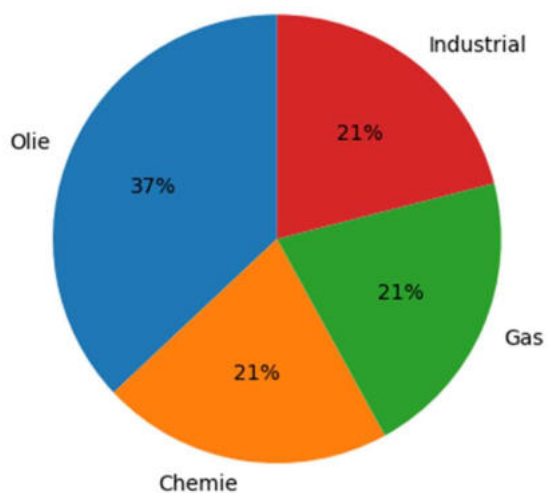
Vopak beschikt over een netwerk van 78 terminals verdeeld over 23 landen, met een totale opslagcapaciteit van 35,8 miljoen m<sup>3</sup> (ultimo 2025). Het bedrijf is sterk vertegenwoordigd in grote logistieke hubs zoals Rotterdam, Singapore en de Amerikaanse Golfkust. Een belangrijke recente ontwikkeling is de beursgang van de joint venture Aegis Vopak Terminals (AVTL) in India, waarmee Vopak een dominante positie heeft verworven in deze snelgroeiende markt. Hiermee kan Vopak een grote hoeveelheid kapitaal vrijspelen wat terug kan vloeien naar aandeelhouders.

## Omzetverdeling

Vopak verdient zijn geld hoofdzakelijk met de verhuur van opslagcapaciteit en het leveren van aanvullende logistieke diensten. De inkomsten liggen relatief stabiel vanwege langlopende contracten en een hoge bezettingsgraad (historisch rond de 90-92%).

De operationele winstbijdrage (EBITDA) per segment is anno 2025 als volgt verdeeld:

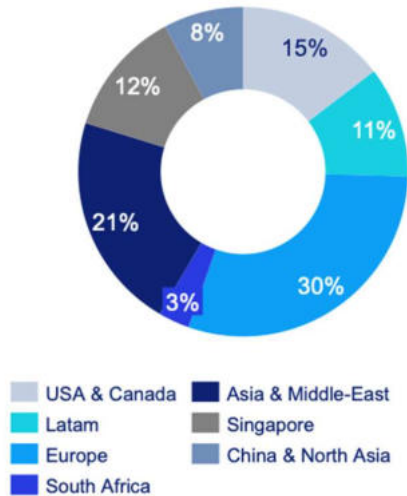
EBITDA-verdeling per segment (2025)



De operationele winsten van Vopak lijken goed gespreid over de verschillende bedrijfssegmenten. De onderstaande figuur illustreert daarnaast ook een sterke spreiding van de operationele winst op geografisch gebied.

## Geographical diversification

In proportional EBITDA

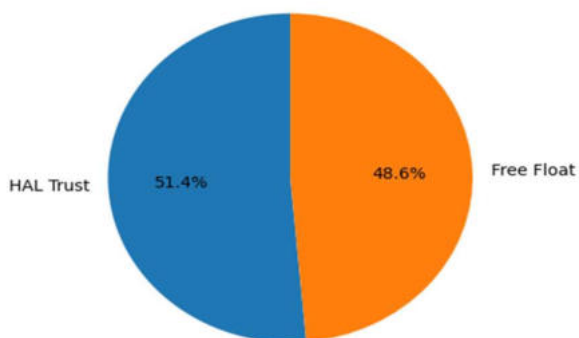


Met 30% van de EBITDA vormt Europa de grootste regio, gevolgd door Azië & het Midden-Oosten (21%). Opvallend is de positie van Singapore (12%) als afzonderlijke hub. Deze stadstaat fungeert als een cruciaal mondiaal knooppunt voor olie en chemie. Deze brede geografische spreiding over verschillende continenten en economische zones vermindert de afhankelijkheid van regionale marktfluctuaties en biedt een stabiel fundament voor de kasstromen.

## Aandeelhouders

De aandeelhoudersstructuur van Vopak kenmerkt zich door de aanwezigheid van een dominante grootaandeelhouder. HAL Trust (de investeringsmaatschappij van de familie Van der Vorm) breidde eind 2024 haar belang uit naar 51,4%, waarmee zij de feitelijke controle over de onderneming bezit. De overige aandelen zijn in handen van institutionele beleggers en particulieren, waarbij de free float op de Amsterdamse beurs (AMX-index) rond de 48% ligt. De aanwezigheid van HAL zorgt voor een sterke focus op langetermijnwaardecreatie en kapitaaldiscipline.

Aandeelhoudersstructuur Vopak



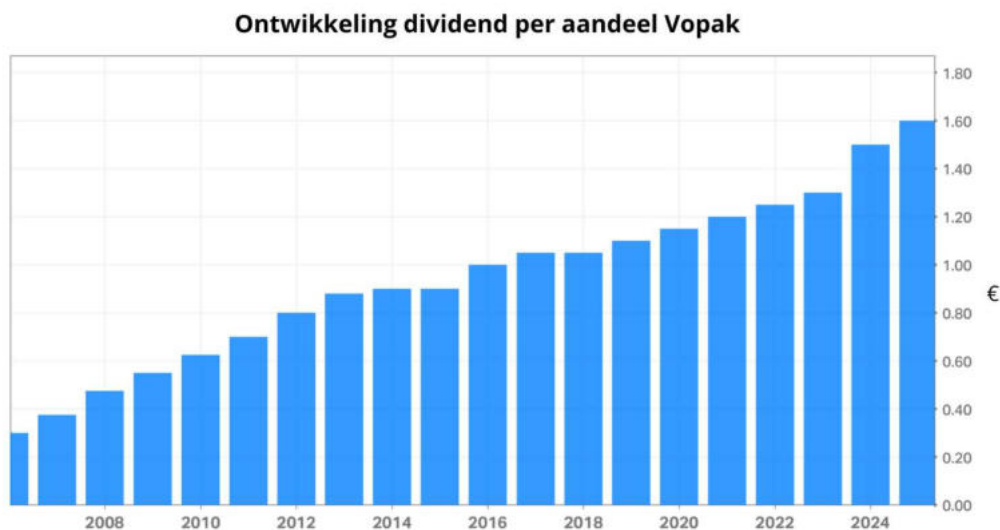
## Stap 2 - Dividendgeschiedenis en beleid

Doel: Zekerheid over stabiele en betrouwbare uitkeringen. Na het bedrijfsmodel onderzoeken we de dividendgeschiedenis en het strategisch beleid van Vopak. Een consistent trackrecord vormt voor beleggers een cruciaal bewijs van financiële discipline en voorspelbaarheid.

### Geschiedenis

Vopak ontstond in 1999 uit de fusie tussen Pakhoed en Van Ommeren, wiens wortels teruggaan tot 1616. Sinds de eeuwwisseling bouwde de onderneming een reputatie op als een uiterst betrouwbare dividendbetaler. De onderneming verhoogt of handhaaft het dividend al decennialang, waarbij het management zelfs tijdens de volatiele olieprijsfluctuaties en de coronapandemie vasthield aan de uitkeringen.

De onderstaande figuur toont de sterke trend van het dividend per aandeel sinds 2006:



In 2008 bedroeg het dividend nog circa €0,30 per aandeel, terwijl de uitkering over het boekjaar 2024 steeg naar €1,50 per aandeel. Voor 2025 wordt een verdere stijging naar €1,80 voorzien. De gemiddelde jaarlijkse groei over de afgelopen vijftien jaar onderstreept de stabiele kasstroomgeneratie van het bedrijf. Vopak verlaagde het dividend in deze periode geen enkele keer en liet het dividend groeien met een gemiddelde CAGR van meer dan 9%.

## Beleid

Een dividend CAGR van boven de 9% duidt op een progressief beleid, Vopak hanteert dan ook een dividendbeleid dat zich richt op stabiliteit maar zeker ook groei, waarbij het management streeft naar een payout ratio van 25% tot 75% van de nettowinst. Dit ruime bereik biedt de onderneming de nodige financiële flexibiliteit om de dividenden structureel te laten groeien, terwijl er tegelijkertijd voldoende kapitaal beschikbaar blijft voor cruciale investeringen in de energietransitie.

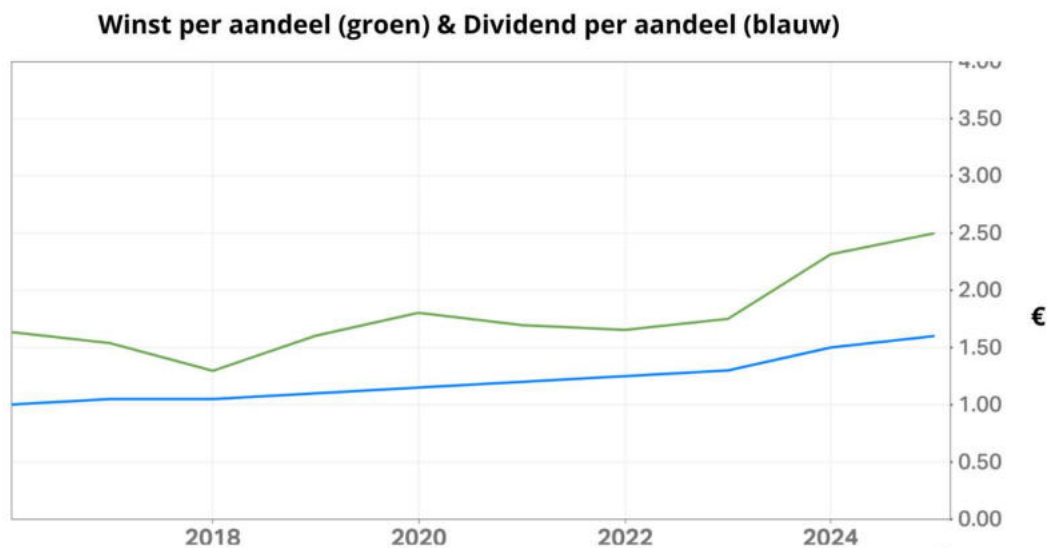
Vopak zet in op een actieve portefeuille-optimalisatie door minder renderende olie-terminals af te stoten en dit kapitaal te herinvesteren in groeiende markten en het resterende deel terug te geven aan aandeelhouder middels dividendverhogingen of inkoop van eigen aandelen.

### Stap 3 Houdbaarheid dividend

Doel: Bepalen of de winsten en kasstromen de dividenduitkeringen op lange termijn ondersteunen. Een gezond dividendaandeel keert niet meer uit dan het verdient en houdt voldoende kapitaal over voor herinvesteringen en onvoorziene omstandigheden.

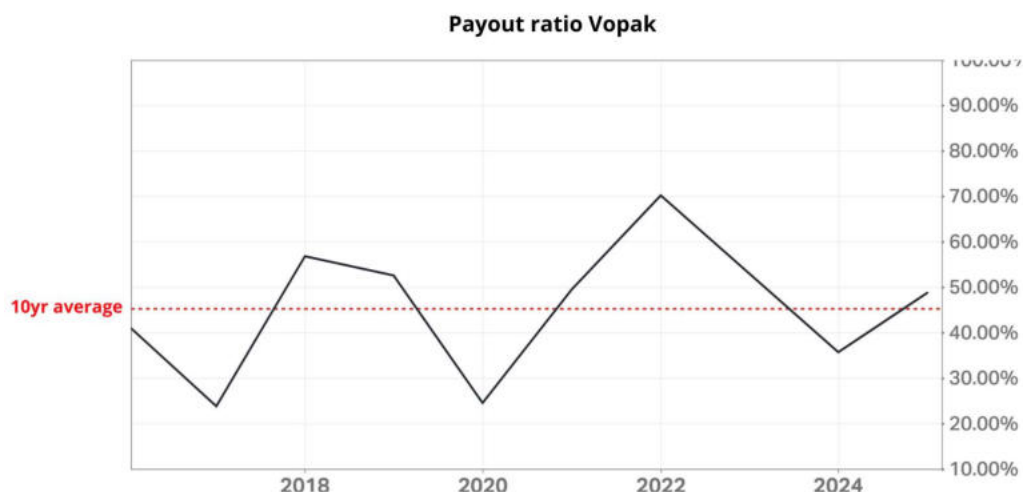
#### Payout ratio

Voor een duurzaam dividendbeleid is het essentieel dat de winst per aandeel (EPS) structureel hoger ligt dan de dividenduitkering. In onderstaande grafiek valt direct op dat Vopak deze discipline strikt handhaaft. De blauwe lijn (dividend) bevindt zich over de gehele getoonde periode onder de groene lijn (winst).



Het feit dat Vopak een ruime marge aanhoudt tussen de winst en het dividend, getuigt van een behoudend financieel beleid. Dit biedt een buffer als de winst tijdelijk stagneert, zodat de onderneming het dividend niet direct hoeft te verlagen.

Wanneer we bovenstaande grafiek vertalen naar de payout ratio, zien we een gemiddelde over de afgelopen tien jaar van circa 47%. Dit ligt keurig binnen de door het management gestelde bandbreedte van 25% tot 75% en laat voldoende ruimte voor verhogingen.

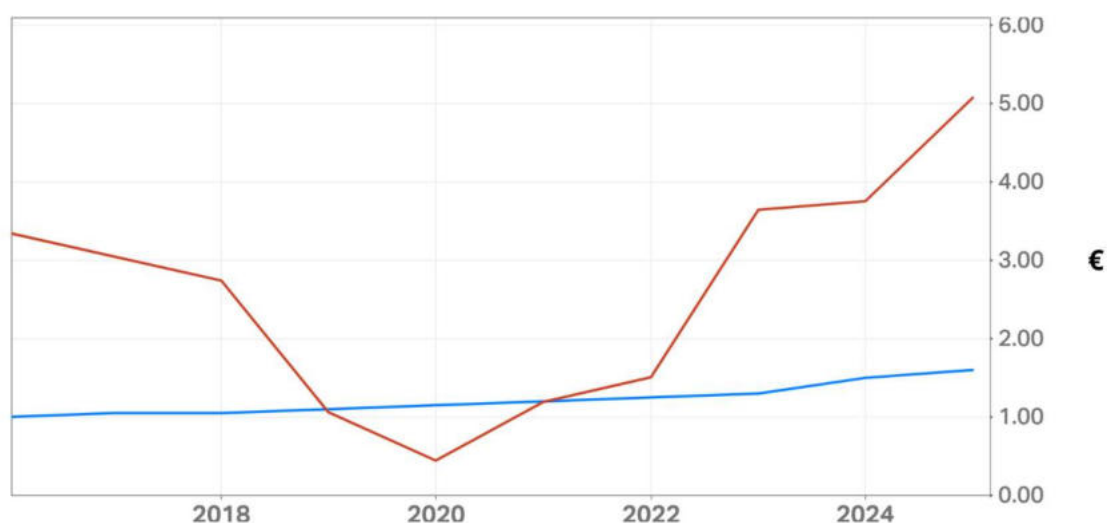


De schommelingen in deze ratio kennen duidelijke oorzaken. In 2022 steeg de payout ratio richting de 70%, hoofdzakelijk door eenmalige afschrijvingen en een lager nettoresultaat door de verkoop van activa. In 2024 daalde de ratio echter fors. De onderliggende winstgevendheid verbeterde aanzienlijk, terwijl het management vasthield aan een gecontroleerde groei van het dividend. Hierdoor groeide de veiligheidsmarge voor de belegger.

### Vrije kasstroom dekking

Hoewel winst een belangrijke indicator vormt, betaalt Vopak het dividend uiteindelijk uit de beschikbare liquiditeit. In een kapitaalintensieve sector als de tankopslag is de vrije kasstroom (Free Cash Flow) daarom de ultieme graadmeter voor houdbaarheid.

### **Vrije kasstroom per aandeel (rood) & Dividend per aandeel (blauw)**



In de grafiek valt op dat de vrije kasstroom rond 2020 een dieptepunt bereikte en zelfs onder het dividendniveau dook. Deze daling vloeide voort uit een samenloop van omstandigheden, waarbij de onzekerheid in de oliemarkten door de coronapandemie samenviel met een uiterst ambitieuze investeringsagenda. De onderneming alloceerde in die periode massaal kapitaal aan de bouw van nieuwe gas- en industriële terminals, wat de vrije kasstroom tijdelijk onderdrukte.

Sinds 2022 volgde echter een krachtig herstel en een explosieve stijging van de beschikbare middelen dankzij de succesvolle strategische transitie. De terminals in cruciale hubs zoals Rotterdam en Singapore bereikten bezettingsgraden van boven de 90%, terwijl Vopak de inflatiedruk effectief pareerde via strikte prijsindexatie in de huurcontracten. Daarnaast wierp de bewuste verschuiving van olieopslag naar LNG- en industriële terminals in joint ventures in China en India haar vruchten af door de generatie van structureel hogere en stabielere kasstromen. Anno 2025 dekt de vrije kasstroom het dividend dan ook ruimschoots met een payout ratio op FCF-basis van circa 35-40%, wat bevestigt dat Vopak momenteel een zeer ruime marge hanteert voor de aandeelhoudersbeloningen.

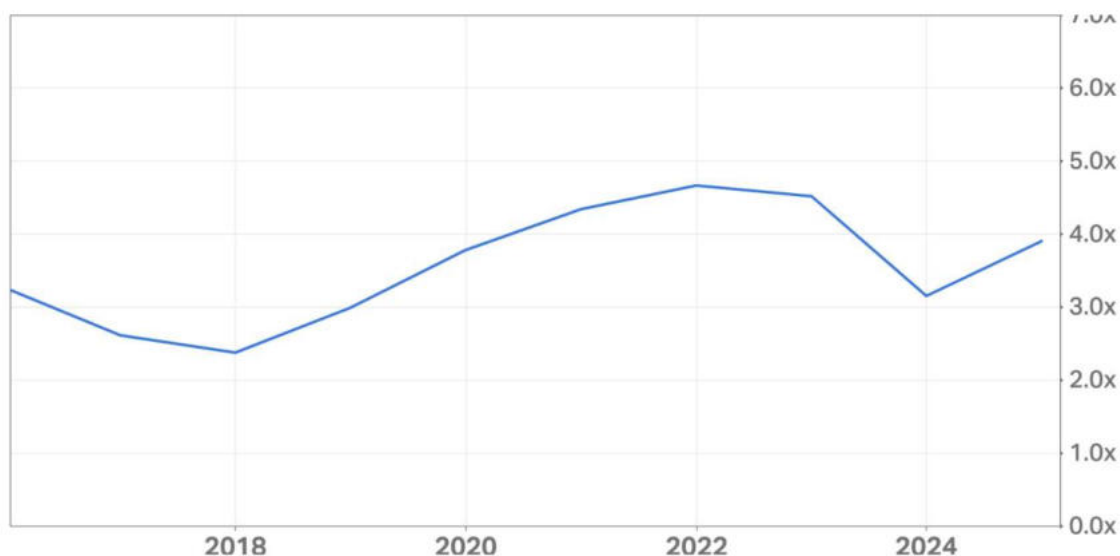
## Stap 4 - Financiële gezondheid

Doel: Is de balans en de winstgevendheid sterk genoeg om in de toekomst dividend te betalen? Deze stap zoomt in op de schuldpositie en de renteverplichtingen. Voor een kapitaalintensief bedrijf als Vopak vormt een solide financieringsstructuur het fundament onder de dividendbelofte.

### Schuldniveau

Vopak opereert in een sector die enorme investeringen in infrastructuur vereist, wat zich vertaalt in een substantiële schuldenlast op de balans. Wanneer we kijken naar de Net Debt/EBITDA-ratio, zien we een beweeglijk beeld dat nauw samenhangt met de investeringscycli van de onderneming.

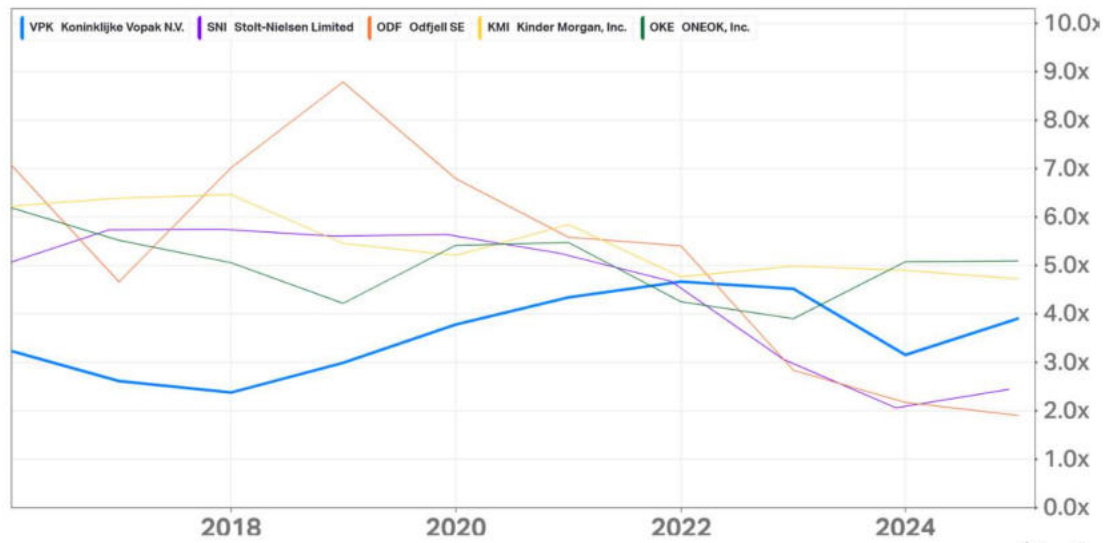
**Net Debt/EBITDA Vopak**



De schuldgraad schommelt historisch tussen de 2.5x en 4.5x. Anno 2025 loopt de ratio weer op richting de 4.0x, na een tijdelijke daling in 2024 naar circa 3.2x. Hoewel een ratio van 4.0x in veel sectoren als riskant geldt, rechtvaardigt het bedrijfsmodel van Vopak een hogere leverage. De onderneming steunt op langdurige contracten met een gemiddelde looptijd van vele jaren, vaak met inflatie-indexatie en vaste huurverplichtingen van kredietwaardige klanten. Deze voorspelbare kasstromen verlagen het effectieve risico van de hoge schuld aanzienlijk.

In vergelijking met sectorgenoten handhaaft Vopak een relatief gedisciplineerd profiel:

**Net Debt/EBITDA Sectorgenoten**

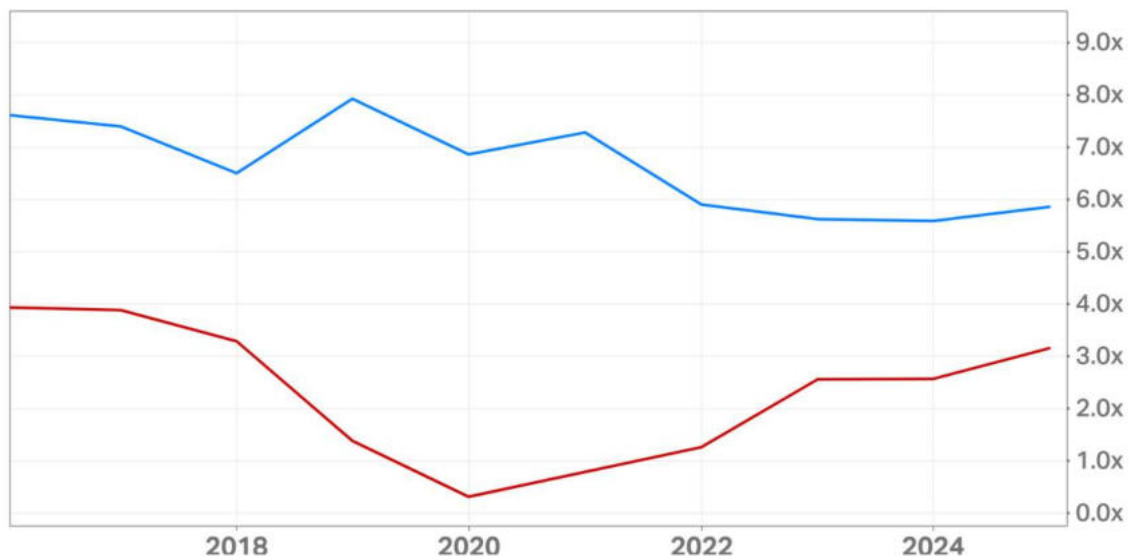


Terwijl Amerikaanse infrastructuurspelers zoals Kinder Morgan (geel) en ONEOK (groen) vaak met hogere ratio's opereren, bevindt Vopak (blauwe lijn) zich doorgaans in de middenmoot. De schuldgraad van Vopak oogt gezond en management lijkt voldoende gebruik te maken van schuld zonder dat het excessief wordt.

### Dekking rentelasten

Om te bepalen of Vopak de kosten van deze schulden kan dragen, analyseren we de dekking van de rentelasten. Hierbij maken we onderscheid tussen de standaard operationele dekking en de dekking na aftrek van investeringen.

**EBITDA/Interest Expense (blauw) & (EBITDA - Capex)/Interest Expense (rood)**



De EBITDA/Interest Expense (blauwe lijn) oogt stabiel en beweegt al jaren tussen de 6.0x en 8.0x. Dit betekent dat Vopak zijn rentelasten ruimschoots kan betalen uit de operationele winst.

Een kritischer beeld ontstaat echter bij de (EBITDA - Capex)/Interest Expense (rode lijn). Wat direct opvalt, is de forse daling rond 2020, waarbij deze ratio bijna het nulpunt raakte. In die periode voerde Vopak een massaal investeringsprogramma uit voor nieuwe LNG-terminals en industriële infrastructuur. Omdat de reguliere EBITDA-ratio geen rekening houdt met deze kapitaaluitgaven (Capex), bleef de blauwe lijn stabiel, terwijl de rode lijn de werkelijke druk op de vrije kasstroom door investeringen blootlegde.

Sinds 2022 herstelt deze ratio zich krachtig richting de 3.0x, wat aantoont dat de gedane investeringen nu beginnen bij te dragen aan de winstgevendheid en dat de druk op de balans afneemt. Vopak bewijst hiermee dat het grote investeringsgolven kan opvangen zonder de rentebetalingen of het dividend in gevaar te brengen.

## Stap 5 Concurrentiepositie

Doel: Beoordelen van de concurrentiepositie van de onderneming.

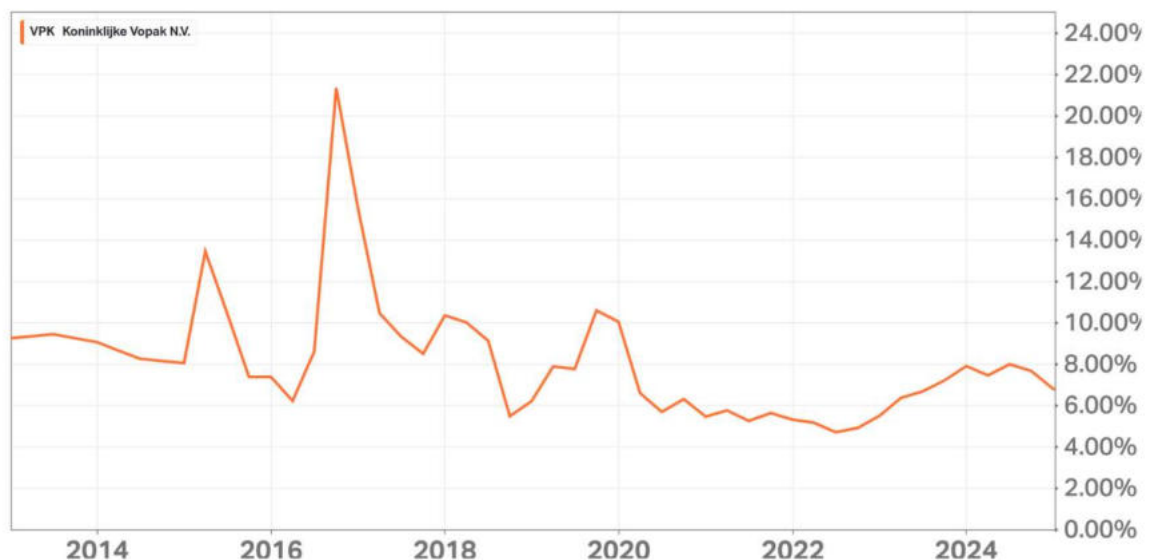
In stap 5 onderzoeken we de concurrentiepositie van Vopak. Het doel is om te bepalen of het bedrijf beschikt over een duurzaam concurrentievoordeel – een zogenaamde moat – die de winstgevendheid en marktpositie langdurig kan beschermen. We kijken hiervoor naar het rendement op het geïnvesteerde kapitaal en de behaalde marges.

### ROIC

Het rendement op geïnvesteerd kapitaal (ROIC) vormt voor een kapitaalintensief infrastructuurbedrijf als Vopak een cruciale graadmeter voor waardecreatie.

Wanneer we de historische ontwikkeling bekijken, valt op dat de ROIC een grillig verloop kent en momenteel rond de 7% à 8% fluctueert.

**Return on Invested Capital Vopak**



Hoewel een ROIC van 8% op het eerste gezicht bescheiden oogt voor een marktleider, schuilt hier een belangrijke nuance achter, aangezien het gerapporteerde cijfer in screeners vaak artificieel wordt onderdrukt door de specifieke boekhoudkundige verwerking van de balans.

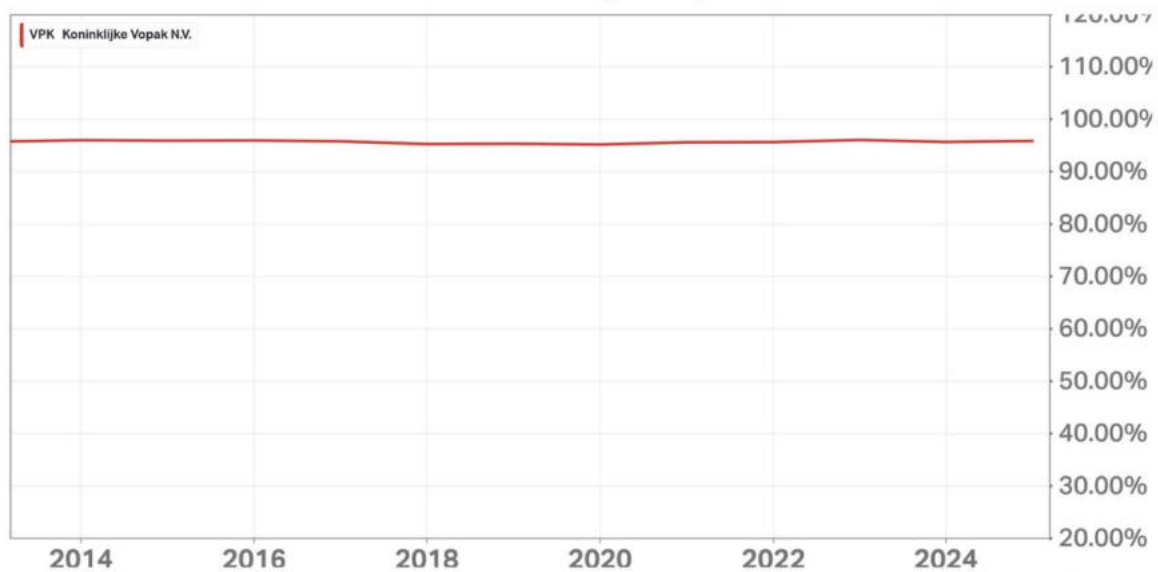
Eenzijds verplicht de IFRS 16-regelgeving Vopak om alle terminal-leases op de balans te zetten, wat het geïnvesteerd kapitaal aanzienlijk vergroot zonder dat de operationele winst in dezelfde verhouding meestijgt, waardoor het rendement optisch lager uitvalt. Ook vertroebelt de boekhoudkundige verwerking van niet-geconsolideerde deelnemingen in joint ventures, zoals in China en India, de berekening van de ROIC.

Ondanks deze gecombineerde drukfactoren slaagt Vopak erin de ROIC structureel rond of net boven de kapitaalkosten (WACC) te houden, wat duidt op een reële, zij het marginale, waardecreatie voor de aandeelhouder. Als gecorrigeerd wordt voor de IFRS-16 regelgeving en de joint ventures ligt de ROIC ruim boven de WACC.

### Brutomarge en operationele winstmarge

Waar de ROIC wordt gedrukt door de zware balans, laten de marges de werkelijke kracht van het bedrijfsmodel zien. De brutomarge van Vopak springt direct in het oog met een niveau van nagenoeg 100%.

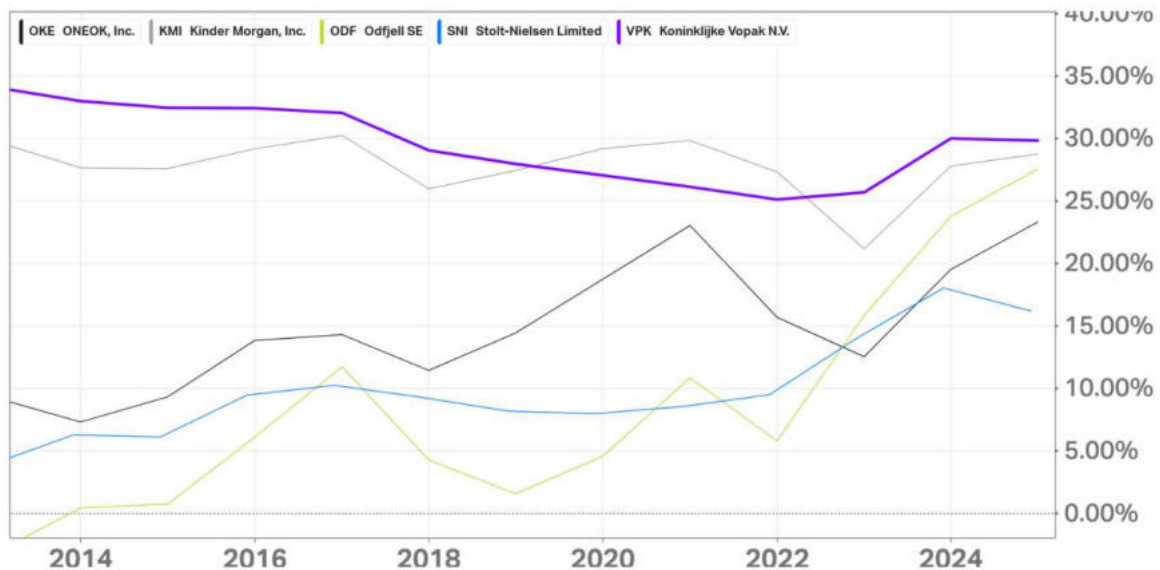
### Bruto winst marge Vopak



Deze uitzonderlijk hoge brutomarge vloeit voort uit de aard van de dienstverlening. Vopak verkoopt geen fysiek product, maar verhuurt infrastructuur. Omdat er geen sprake is van inkoopkosten van grondstoffen of productiekosten, valt de bruto omzet vrijwel volledig samen met de bruto winst. Dit biedt de onderneming een mooie operationele hefboom: iedere euro aan extra huurinkomsten vloeit, na aftrek van de operationele kosten, vrijwel direct door naar het resultaat.

Wanneer we vervolgens kijken naar de operationele winstmarges (EBIT-marges), versterkt Vopak haar positie als sectorleider:

### Operationele winstmarges Vopak & sectorgenoten



Vopak (paarse lijn) voert al jaren de ranglijst aan met een operationele marge van circa 30%. Hiermee presteert de onderneming significant beter dan sectorgenoten en van de geselecteerde sectorgenoten komt Vopak zelfs als beste naar voren.

Deze superieure marge bewijst de strategische waarde van de locaties (hubs). In havens als Rotterdam en Singapore beschikt Vopak over een 'natuurlijke' moat. Vanwege de schaarste aan beschikbare grond op die locaties en de hoge toetredingsdrempels kan de onderneming hoge tarieven vragen. Dit vertaalt zich in een winstgevendheid die de cyclische schommelingen in de scheepvaart en oliemarkten ruimschoots overstijgt.

## Stap 6 Groei en vooruitzichten

Doel: Toekomstig potentieel om dividend te laten groeien.

Stap 6 richt zich op de groei en de vooruitzichten van Vopak. We analyseren in hoeverre de onderneming in staat is de winstgevendheid te vergroten, aangezien winstgroei de noodzakelijke brandstof vormt voor toekomstige dividendverhogingen.

### Winstgroei per aandeel (EPS)

De afgelopen jaren realiseerde Vopak een opmerkelijke versnelling in de winstgevendheid per aandeel. Waar veel infrastructuurbedrijven kampen met marginale groei, slaagde Vopak erin de winst per aandeel (EPS), gecorrigeerd voor eenmalige posten, aanzienlijk te laten toenemen. Tussen 2021 en 2025 steeg dit cijfer van €2,38 naar €3,56. Met de groeiprojecten die gaan bijdragen kan dit doorlopen naar €4,60 in 2028.

Deze krachtige toename reflecteert de geslaagde transformatie van de terminalportefeuille. De focus op industriële en gasterminals, die vaak gepaard gaan met hogere marges en langere contractduur, wierp duidelijk vruchten af.

### Sectorontwikkelingen en gasmarkt

Vopak anticipeert op een blijvend hoge vraag naar gasinfrastructuur, gedreven door de transitie naar minder vervuilende brandstoffen en de behoefte aan gediversifieerde aanvoerlijnen.



Zoals de bovenstaande figuur illustreert, voorziet Vopak een robuuste seculaire groei in haar kernsegmenten. Voor de mondiale LPG-markt rekt de onderneming op een samengestelde jaarlijkse groei (CAGR) van 4% tot aan 2040. Het perspectief voor de LNG-markt oogt met een verwachte CAGR van 8% over dezelfde periode nog lucratiever.

Vopak benut haar wereldwijde netwerk en sterke trackrecord in greenfield projecten om van deze groeimogelijkheden te profiteren. Vooral in Azië en het Midden-Oosten ziet de onderneming volop ruimte voor netwerkuitbreiding. Door tijdig kapitaal te heralloceren van traditionele olie-opslag naar deze structurele groeimarkten, verzekert Vopak zich van een relevante marktpositie in een veranderend energielandschap. De combinatie van de verwachte operationele winstgroei en de seculaire wind in de rug bij gas garandeert een voorspelbaar pad voor verdere dividendgroei.

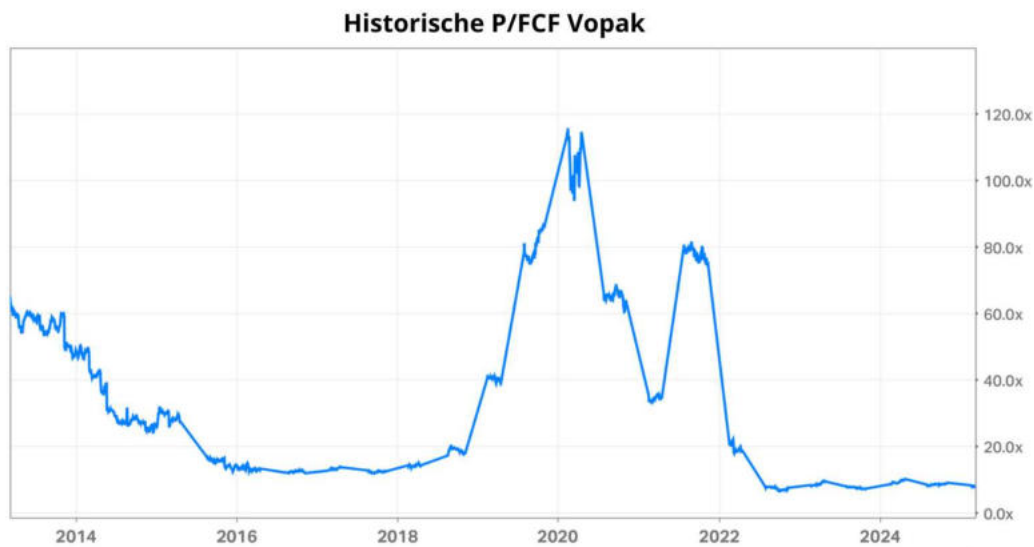
## Stap 7 Waardering

Doel: Beoordelen of we het aandeel tegen een faire prijs kunnen kopen.

In deze stap analyseren we de koers in verhouding tot de fundamentele prestaties. We kijken hierbij kritisch naar historische multiples en vergelijken Vopak met haar directe concurrenten om te bepalen of de huidige waardering een aantrekkelijk instapmoment biedt.

### Prijs ten opzichte van de vrije kasstroom (P/FCF)

Wanneer we de koers afzetten tegen de vrije kasstroom (P/FCF), toont de historie een extreem volatiel beeld. Zoals zichtbaar in onderstaande figuur, schoot deze ratio rond 2020 omhoog naar een zeer hoog niveau van ruim 110x.



Deze uitzonderlijk hoge waarde suggereert op het eerste gezicht een extreme overwaardering, maar de werkelijkheid ligt genuanceerder. Zoals reeds geanalyseerd in Stap 3, viel de vrije kasstroom in die periode nagenoeg weg door de massale investeringen in nieuwe groei-infrastructuur. Omdat de teller (de koers) stabiel bleef terwijl de noemer (vrije kasstroom) tijdelijk minimaliseerde, vertekende de ratio volledig. Deze historische uitschieters maken een zuivere vergelijking op basis van P/FCF-gemiddelden onmogelijk; de ratio weerspiegelt hier eerder de investeringscyclus dan de werkelijke marktwaarde van de onderneming.

Momenteel handelt Vopak op een P/FCF van 9x. Voor een onderneming met zeer stabiele en voorspelbare kasstromen oogt dit aan de goedkope kant. Om hier een beter beeld van te krijgen, kijken we naar de EV/EBIT.

## Operationele winst versus ondernemingswaarde (EV/EBIT)

Vanwege de bovengenoemde vertekening bij de kasstroom-multiples, hanteren we voor Vopak de EV/EBIT-ratio als primaire waarderingsmaatstaf. Deze methode geniet de voorkeur omdat zij rekening houdt met de aanzienlijke schuldenlast op de balans (Enterprise Value) en de operationele winst (EBIT) bekijkt vóórdat tijdelijke schommelingen in investeringsuitgaven het beeld vertroebelen.

**EV/EBIT Vopak & sectorgenoten**



Vopak (de blauwe lijn in de grafiek) noteert momenteel op een EV/EBIT-multiple van circa 20x. Wanneer we dit vergelijken met de bredere sector, zien we dat Vopak zich stabiel in de middenmoot begeeft. Terwijl sommige sectorgenoten op aanzienlijk lagere multiples handelen (rond de 10x-12x), rechtvaardigen de strategische locaties en de transitie naar gas en nieuwe energie een premie ten opzichte van de meer cyclische maritieme spelers.

Opvallend is dat de koers van Vopak de afgelopen jaren relatief stabiel bleef, terwijl de onderliggende winstgevendheid en kasstroomgeneratie juist krachtig verbeterden. Hoewel de EV/EBIT-ratio historisch gezien rond een fair niveau schommelt, oogt het aandeel vanuit een actueel kasstroomperspectief juist goedkoop. Nu de grote investeringsgolf over zijn piek is en de vrije kasstroom hard stijgt, kan er een stuk meer geld naar de aandeelhouder vloeien dan eerst.

## **Stap 8 Risico's**

Doel: Beoordeel risico's die het dividend kunnen bedreigen.

In stap 8 analyseren we de belangrijkste risico's die de stabiliteit en groei van het dividend kunnen bedreigen. Hierbij kijken we zowel naar geopolitieke en operationele factoren als naar sector- en marktrisico's

### Energietransitie en activa-veroudering

Vopak bevindt zich midden in een globale transformatie. Het grootste sector-specifieke risico schuilt in de afnemende relevantie van traditionele olie-infrastructuur. Hoewel de opslag van ruwe olie en brandstoffen momenteel nog aanzienlijke kasstromen genereert, dreigen deze activa op de lange termijn hun waarde te verliezen. De vraag is hoe snel dit gebeurt.

Vopak neutraliseert dit risico door een actieve "portefeuille-rotatie". De onderneming verkoopt minder renderende olie-terminals en herinvesteert de opbrengsten in gas-infrastructuur (LNG/LPG) en nieuwe energieën zoals ammoniak en waterstof. Het executierisico van deze transitie blijft echter aanwezig: de nieuwe markten voor duurzame brandstoffen moeten nog volwassen worden en de marges in deze segmenten zijn nog niet zo bewezen als in de traditionele olieopslag.

### Geopolitiek en mondiale handelsstromen

Vanwege de afhankelijkheid van de wereldhandel is Vopak gevoelig voor geopolitieke spanningen. Conflicten in het Midden-Oosten, handelsbeperkingen tussen de VS en China, of sancties tegen Rusland verstoren de gevestigde handelsroutes.

Hoewel Vopak profiteert van geografische spreiding, kunnen regionale instabiliteiten de bezettingsgraad in cruciale hubs zoals Singapore of Fujairah direct raken. Een vertraging in de mondiale economische groei vertaalt zich doorgaans in lagere volumes in de chemiesector, wat de vraag naar specialistische opslag onder druk zet. Vopak vangt dit deels op met langlopende contracten waarbij klanten betalen voor gereserveerde capaciteit ongeacht het werkelijke gebruik, maar bij structurele marktafwijkingen komt de prijsstelling bij contractverlengingen in gevaar.

### Macro-economische factoren: Rente en Inflatie

De kapitaalintensieve aard van de onderneming maakt de balans gevoelig voor de rentestand. Zoals geanalyseerd in Stap 4, hanteert Vopak een substantiële schuldenlast om haar terminals te financieren. Een langdurig hoge rente verhoogt de financieringslasten bij het herfinancieren van obligaties en leningen, wat direct ten koste gaat van de vrije kasstroom die beschikbaar is voor dividend.

Inflatie vormt een tweesnijdend zwaard. Enerzijds stijgen de operationele kosten (personeel, energie en onderhoud). Anderzijds bevatten de meeste contracten van Vopak indexatieclausules, waardoor de onderneming de inflatie effectief doorberekent aan haar klanten. Dit biedt een natuurlijke bescherming, mits de bezettingsgraad hoog blijft.

### Concurrentie en Operationele Veiligheid

De markt voor tankopslag kent hoge toetredingsdrempels door de enorme kapitaalinvesteringen en de schaarste aan strategische locaties. Toch ondervindt Vopak concurrentie van gespecialiseerde spelers en nationale oliebedrijven die eigen terminals bouwen. In opkomende markten zoals India en China moet Vopak vaak opereren via joint ventures, wat de operationele controle kan beperken.

Tot slot vormt de operationele veiligheid een permanent risico. Incidenten zoals lekken, branden of explosies leiden niet alleen tot directe financiële schade en boetes, maar beschadigen ook de reputatie. Vopak hanteert daarom de strengste veiligheidsnormen, maar het residuele risico in de omgang met gevaarlijke stoffen blijft inherent aan het bedrijfsmodel.

### Oorlog Iran

Vopak heeft significante blootstelling aan geopolitieke risico's in de Straat van Hormuz, een van 's werelds drukste en strategisch meest kritieke scheepvaartroutes. Door deze straat passeert ongeveer 20% van het mondiale olievervoer, en Vopak opereert terminals in de regio — onder meer in de Emiraten (Fujairah) en heeft klanten die sterk afhankelijk zijn van Perzische Golfstromen.

Vanwege de lange termijncontracten zal dit op korte termijn beperkte impact hebben op de resultaten. Op de lange termijn zijn er minder producten in de markt. Dus rust in de regio op termijn is gewenst door Vopak.

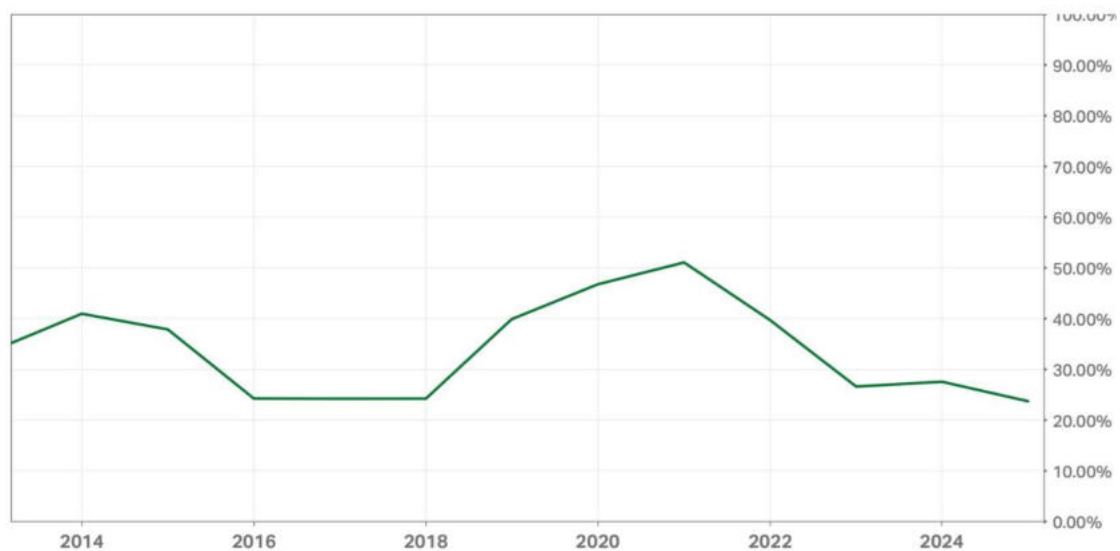
## Stap 9 Kapitaalallocatie en kapitaalintensiteit

Doel: Inzicht krijgen in de kapitaalbenodigdheden van Vopak en de wijze waarop het management de beschikbare middelen besteedt om waarde te creëren voor aandeelhouders.

### Kapitaalintensiteit

Het bedrijfsmodel van Vopak vereist significante en periodieke investeringen in fysieke infrastructuur. Het bouwen van tanks en pijpleidingen op strategische locaties brengt hoge kapitaallasten met zich mee. Om deze lasten in kaart te brengen, analyseren we de kapitaalintensiteit (investeringen in verhouding tot de omzet).

**Kapitaalintensiteit Vopak**



De bovenstaande figuur illustreert de investeringscyclus van Vopak. Wat direct opvalt, is de enorme piek in de kapitaalintensiteit tussen 2019 en 2021, waarbij de ratio opliep tot boven de 50%. Deze periode markeerde een agressieve groeifase waarin Vopak zwaar investeerde in nieuwe gasinfrastructuur en industriële terminals (onder andere in de joint venture met Aegis in India).

Sinds 2022 bevindt de kapitaalintensiteit zich in een dalende trend, richting een niveau van 25% in 2025. Dit duidt op een verschuiving van een investeringsfase naar een oogstfase. De terminals die tijdens de piek zijn gebouwd, genereren nu kasstromen, terwijl de noodzaak voor nieuwe grootschalige projecten momenteel iets lager ligt. Dit is een positief signaal voor dividendbeleggers: hoe minder kapitaal er in nieuwe beton- en staalprojecten vloeit, hoe meer vrije kasstroom er resteert voor uitkeringen.

## Kapitaalallocatie

Het management hanteert een strikte hiërarchie voor de besteding van de operationele kasstroom. Onder invloed van grootaandeelhouder HAL Trust ligt de nadruk op discipline en langetermijnrendement.

*Investerings:* Vopak reserveert tot 2030 circa €1 miljard voor investeringen in 'Nieuwe Energie' (waterstof, ammoniak, CO<sub>2</sub>-opslag). De onderneming streeft hierbij naar een rendement op geïnvesteerd kapitaal (ROIC) dat ruim boven de kapitaalkosten ligt.

*Dividend:* Zoals besproken in Stap 2 en 3, vormt een stabiel tot groeiend dividend de kern van de belofte aan de aandeelhouder. Vopak keert doorgaans 25% tot 75% van de nettowinst uit.

*Inkoop eigen aandelen:* Op 25 februari 2026 kondigde Vopak een meerjarig aandeleninkoopprogramma aan van maximaal 500 miljoen euro, te voltooien in meerdere tranches vóór eind 2030. De eerste tranche bedraagt maximaal 100 miljoen euro en loopt van 26 februari 2026 tot uiterlijk 26 februari 2027. Het programma maakt deel uit van een breder aandeelhoudersuitkeringsprogramma van circa 1,7 miljard euro tot en met 2030, aangevuld met een versterkt progressief dividendbeleid waarbij Vopak streeft naar een jaarlijkse dividendverhoging van 5% of meer per aandeel. De ingekochte aandelen zullen worden ingetrokken, onder voorbehoud van goedkeuring door bestuur en aandeelhouders.

*Schuldafbouw:* In periodes van hogere rentes gebruikt Vopak vrije kasstroom om de leverage (Net Debt/EBITDA) binnen de bandbreedte te houden (zie stap 4).

## M&A en Portefeuille-rotatie

Vopak voert een actieve strategie van "portefeuille-rotatie". De onderneming verkoopt structureel activa die niet langer passen bij de langetermijnvisie of die een te laag rendement bieden. Een recent voorbeeld is de verkoop van terminals in Rotterdam en deels in Azië die specifiek gericht waren op olie-opslag. De opbrengsten van deze desinvesteringen worden direct geheralloceerd naar groeiende markten zoals LNG-infrastructuur en chemie-hubs, of naar inkoop van eigen aandelen. Deze gedisciplineerde aanpak voorkomt dat kapitaal vast blijft zitten in verouderde sectoren en verbetert de algehele kwaliteit van de balans.

## Stap 10: Dividend scorekaart Vopak

Onderstaand de dividend scorekaart voor Vopak. Deze kwantitatieve en kwalitatieve samenvatting geeft in één oogopslag de sterke en zwakke punten van de investeringscase weer.

Stap	Onderdeel	Score	Beschrijving
1	Bedrijfsmodel	9	Simpel bedrijfsmodel. Vaste en voorspelbare kasstromen en bezettingsgraad.
2	Dividendgeschiedenis & beleid	9	Sterke historie op gebied van dividend, 9.8% CAGR vanaf 2006.
3	Houdbaarheid dividend	9	Onderbouwd door extreem stabiele kasstromen. Ondanks investeringen gemiddeld lage payout ratio (<50%).
4	Financiële gezondheid	7	Hoge schuldratio. Dit is echter inherent aan de sector en het bedrijfsmodel dus niet zeer schrikbarend.
5	Concurrentiepositie	8	Aanzienlijke moat dankzij terminals op strategische locaties. Hoge bruto- en operationele marges.
6	Groei & vooruitzichten	6	Gematigde maar stabiele groei.
7	Waardering	7	Niet duur maar ook niet zeer goedkoop. Redelijk hoge cashflow yield van 12%.
8	Risico's	8	Lange termijn dalende trend van olie en gas gebruik. Hoge schulden waardoor rentelasten hoog kunnen uitvallen.
9	Kapitaal	7	Hoge kapitaalintensiteit. Veel vrije kasstromen naar aandeelhouder via dividend & recentelijk ook substantiële inkoop eigen aandelen.
10	Eindscore	7.8	Zeer stabiele kasstromen met sterk dividend

## **Conclusie**

Vopak toont zich als een kwalitatieve infrastructuurspeler van topklasse. Met een superieur dividend-trackrecord (CAGR 9,2% sinds 2006) biedt de onderneming beleggers een zeldzame mate van zekerheid. Dankzij dominante marktposities in mondiale logistieke hubs kent het bedrijf hoge marges en sterke kasstromen. Een payout ratio op basis van vrije kasstroom van slechts 35-40% laat bovendien volop ruimte voor toekomstige groei en waarborgt de dividendveiligheid op de lange termijn.

Hiertegenover staan de structurele risico's van de energietransitie en een relatief hoge schuldenlast (Net Debt/EBITDA van 4.0x). De aanwezigheid van grootaandeelhouder HAL Trust dwingt echter kapitaaldiscipline en een langetermijnvisie af, wat het risicoprofiel aanzienlijk verzacht. Gezien de eerlijke waardering in relatie tot de stijgende vrije kasstromen, vormt Vopak een stabiel fonds. Voor de kwaliteitsbelegger fungeert het aandeel als een solide haven met een groeiend rendement.

We nemen het op in de portefeuille.