

Atenor: winst in stijgende lijn

Dankzij steeds meer projecten die tot de winst bijdragen kennen de jaarcijfers van deze vastgoedontwikkelaar een groeiend verloop. Kan de hogere rente roet in het eten gooien?

De cijfers van vastgoedontwikkelaars kennen in tegenstelling tot GVV's een volatiel verloop. Dit door de timing van oplevering van grote projecten. Daar wil Atenor van af. Een gesprek met Sidney D. Bens (CFO).



Sidney D. Bens
(CFO)

Atenor mikt op een jaarwinst ‘minstens gelijk aan dat van 2016’ (20,4 mln. EUR of 3,62 EUR p.a.). Een voorzichtige uitspraak na een sterk eerste halfjaar (16,75 mln. EUR)? Begin 2017 voorspelden we een stabiel resultaat. Bij de halfjaarcijfers werd deze prognose opwaarts bijgesteld. We blijven liever voorzichtig. Het doel is om de komende jaren een jaarwinst te genereren van 25 à 30 mln. EUR. Dat laat ons toe om

het dividend jaarlijks op te trekken met 2%. Over boekjaar 2016 bedroeg het dividend 2,04 EUR p.a. (pay-outratio van slechts 56,3%).

Eind 2012 telde Atenor 12 projecten, goed voor 650.000 m². Nu zijn het er 18 (> 750.000 m²). De internationale diversificatie en het steeds grotere aantal dossiers zorgen voor meer recurrente cijfers. 2007/08 werden recordjaren (41,3 mln. EUR in 2008), dankzij het omvangrijke Luxemburgse project *President*. Een jaar later bedroeg de winst 7,3 mln. EUR. Van dergelijke schommelingen willen we af.

De situatie in Centraal- Europa, goed voor een kwart van jullie projecten, is aan de beterhand. Onze eerste investering in Centraal-Europa gebeurde aan de voor-

Atenor (47,6 EUR) is actief in vijf regio's (Brussel-Wallonië, Luxemburg, Parijs, Boedapest en Boekarest) en legt vooral de nadruk op de ontwikkeling van kantoren en appartementen. Atenor weegt 266,9 mln. EUR op de beurs. De helft (49,9%) van de aandelen is in handen van het brede publiek. De afgelopen 12 maanden werden gemiddeld 1.840 aandelen/dag verhandeld.

avond van de bankencrisis: Boedapest in maart 2008 en Boekarest in juli 2008. Vandaag groeit de Hongaarse economie met ruim 4% en de kantoormarkt kent een sterke dynamiek. De Hongaarse hoofdstad trekt veel internationale bedrijven (GE, Xerox, Unilever, AON,...) aan, op zoek naar goed opgeleide mensen tegen aantrekkelijke loonsvoorwaarden. Allemaal oerdegelijke bedrijven, terwijl Brussel het vooral moet hebben van 'Europa'.

Op anderhalf jaar verkocht Atenor 4 kantoorpanden in Boedapest. U breidt er zelfs uit. Institutionele beleggers, die de dure West-Europese kantoorpanden de rug toekeren, hebben interesse in Centraal-Europese panden met brutohuurrendementen van 6,75% tegen minder dan 4% in West-Europa (3,5% in Parijs). Ons 'Vaci Greens'-project bestaat uit 6 panden met een oppervlakte van 130.000 m². Twee ervan moeten nog worden gebouwd. De interesse is zo groot dat we ons zelfs kunnen permitteren om panden die slechts deels voorverhuurd zijn (zoals het pas verkochte pand 'D') te verkopen. Op anderhalf jaar tijd genereerden deze verkopen 185 mln. EUR. In Boedapest kochten we in de zomer 2017 bijkomende gronden om er een nieuw project te ontwikkelen.

En in Boekarest ? Het gerucht van een 'exit' doet al langer de ronde. Ons *Hermes Business Campus*, goed voor 73.180 m² kantooroppervlakte, is volledig verhuurd (meer dan 11 mln. EUR/jaar). We verdienen er dus al aan! Rekening houdend met een 'yield' van zowat 7,6% kan de verkoop 150 mln. EUR opleveren. Er is echter geen haast. Gezien o.a. de sterke groei van het land (BBP >+6,5%) blijven we de huurinkomsten innen op deze kantoorpanden, maar wordt de verkoop ervan voorbereid.

Wat zijn voor Atenor de winstdoelstellingen ? Voor ons is vooral de IRR of *Internal Rate of Return* (= de rendementsverwachting) van belang. Rekening houdend met de gemiddelde prijs van 400-500 EUR/m² voor grond en het doel om nog eens 400 à 500 EUR/m² te verdienen (over een periode van 5 à 6 jaar), komen we uit op een IRR van zo'n 15%. Dat is

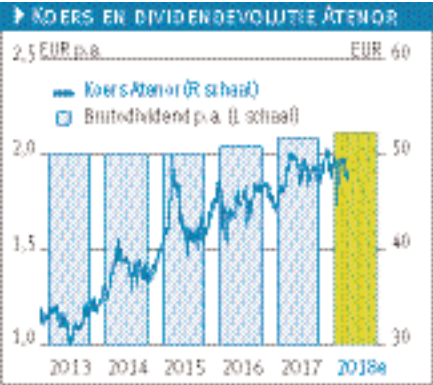
uiteraard een gemiddelde. Zo kost een terrein in Aat slechts zo'n 150 EUR/m², terwijl we met het Luxemburgse AIR-project 1.100 EUR verdienen. Dat geeft voor de huidige projecten in portefeuille (750.000 m²) een winstpotentieel van 375 mln. EUR. Gespreid over gemiddeld 7 jaar is dit iets meer dan 53 mln. EUR/jaar. Trek daar de administratieve kosten en financiële lasten van af, en je komt aan 30 à 35 mln. EUR/jaar, ons streefdoel voor de jaarwinst.

Wat als de rente (verder) stijgt ? U bent niet ingedekt. De voorbije jaren hadden we beslist om ons niet in te dekken en profiteerden we dus van de lagere rente. Momenteel bedraagt onze gemiddelde rentelast 2,9%. In oktober losten we een obligatielening van 60 mln. EUR af (op een totale schuld van 392 mln. EUR per eind juni 2017), met een hoge coupon van 5,375%. In januari 2018 meldden we een verdere diversificatie om de vervaldagen beter te spreiden. Bankleningen zijn beperkt en er zijn geen bankcovenanten. We overwegen om ons in te dekken tegen een rentestijging, maar bij een IRR van gemiddeld 15% is een korte rente van 2% geen probleem. Die last vertegenwoordigt slechts een klein deel van het totale budget van een project (bouwwitgaven zijn veel belangrijker). Vergeet niet dat een rentestijging in tegenstelling tot bij GVV's geen impact heeft op de waardering van onze activa. Op onze balans waarderen we de activa 'at cost' (per 30 juni: 458 mln. EUR), heel voorzichtig dus.

En inzake waardering ? Onze internationale diversifi-

► Vastgoedprojecten Atenor				winstbijdrage		
Lopende projecten	Type	Grootte (m²)	Locatie	2017	2018	Fase
The One	Gemengd (K+R)	38.000	Brussel	*	*	V/B
City Dox	Gemengd	165.000	Brussel	*	*	V/B
Realex (90% Atenor)	Kantoor	42.000	Brussel			V/B
Victor (50% Atenor)	Gemengd	109.500	Brussel			grond
Berges de L'Argentine	Residentieel	26.000	Terhulpen		(*)	V/B
Le Nysdam	Kantoor	15.600	Terhulpen	*	*	huur
Au fil des Grands Prés	Gemengd (K+R)	75.000	Bergen	*	*	V/B
La Sucrierie	Residentieel	20.000	Aat	*	*	V/B
Lot 46	Gemengd (R,K,W)	14.300	Luxemburg			grond
Naos (55% Atenor)	Gemengd (K+W)	14.000	Luxemburg		(*)	V/B
Am Bann	Kantoor	16.000	Luxemburg			grond
Bezons	Gemengd (K+W)	35.000	Parijs District			grond
Vaci Greens	Kantoor	45.000 (1)	Boedapest	*	*	V/B
H30	Gemengd (B+W)	85.500	Boedapest			V
Hermes Business Campus	Kantoor	73.180	Boekarest	*	*	huur
Expozitie	Kantoor	44.000	Boekarest			grond
Dacia One	Kantoor	15.000	Boekarest		(*)	grond
Projecten (quasi) afgerond	Type	grootte (m²)	Waar ?			
Palatium	Gemengd (R+K)	14.000	Brussel			-
Port du Bon Dieu	Kantoor	7.600	Namen	*		-
Brasserie de Neudorf	Gemengd (R+W)	11.500	Luxemburg	*		-
Type: R=Residentieel, K=kantoor, W=winkels Stadium: V=vergunning/B=bouw (1) nog enkel panden E en F (*) = doel						

catie laat ons toe om te profiteren van de groei in Luxemburg, Hongarije en Roemenië. Onze waardering zou een weerspiegeling moeten zijn van onze recurrente resultaten gebaseerd op de organische groei van de portefeuille, maar ook onze mogelijkheid om het dividend met 2% per jaar te doen groeien. Op basis van het 'dividend discount model' en de evolutie van de 'k/w' heeft onze waardering nog wat stijgingspotentieel afgaande op de organische groei van de projecten in portefeuille en zeker gezien de groei van onze resultaten.



ONS ADVIES VOOR ATENOR (H+ 2)

Nadat 2015 en 2016 werden afgesloten met zowat 20 mln. EUR winst (ca. 3,6 EUR p.a.), moet het in 2017 zelfs nog iets beter kunnen (de jaarcijfers worden op 8 maart bekendgemaakt). Een winst waarbij een tiental projecten van de huidige 18 in portefeuille bijdragen tot het resultaat. Zowat 20 mln. EUR winst op een eigen vermogen van bijna 150 mln. EUR betekent een rendement op het eigen vermogen (ROE) van ongeveer 13%. Dat mag best gezien worden. Over boekjaar 2017 kan Atenor alvast het dividend (licht) optrekken richting 2,08 à 2,1 EUR p.a., of **4,4% bruto in het midden van de vork**. De schuldpositie is alvast beheersbaar. Inzake schulden werd het obligatiegedeelte fors afgebouwd. Het zou ons niet verbazen mocht Atenor de komende maanden opnieuw beroep doen op de obligatiemarkten. **Deze dividendwaarde mag op koerszwakte (rond 45 EUR) worden opgepikt. Gezien de beperkte handelbaarheid limiteert u uw orders best altijd.**