

## Kroffinvest

10.03.2010

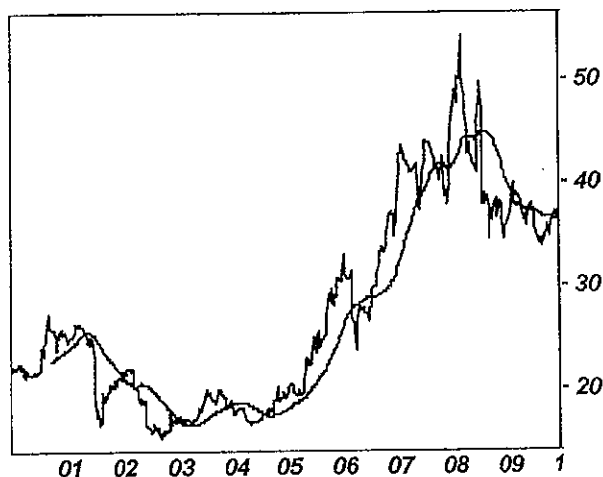
### **Vastgoed.**

Geld is eigenlijk een ruilmiddel. Heel lang geleden spaarde men bijvoorbeeld graan in goede tijden en wanneer men een geit wou kopen, haalde men wat graan van de zolder en de deal was beklonken. Graan en geit hadden hun eigen intrinsieke waarde die grosso modo stabiel bleef. Graan bleef graan en een geit een geit. Geleidelijk aan werd het ruilmiddel bij uitstek goud. Was een beetje handiger dan met allerlei etenswaren te leuren. En een kilo goud bleef een kilo goud. In de moderne tijden werd alles vervangen door geld. Euro's, dollars, yen,... Je zet het op een spaarboekje en als je iets wil kopen, haal je het er weer af. Geld heeft geen vaste waarde. 100 euro blijft 100 euro, het probleem is dat je er na verloop van tijd altijd maar minder mee kan kopen. De 'maatstaf' voor dat minder is de inflatie. Elke filatelist heeft wel een postzegel liggen uit Duitsland met een nominale waarde tot boven het miljard mark. De cataloguswaarde is dikwijls quasi nul want er werden er ongelooflijk veel van gedrukt. En eigenlijk zijn ze meer waard als ze gebruikt zijn, want de meeste kan je postfris vinden. Tegen dat men ze op de brief wou kleven, ontbrak er een nul. Inflatie haalt de waarde van het geld onderuit. Zich indekken tegen inflatie kan bijvoorbeeld ook met vastgoed. Een goed gelegen gebouw dat verhuurd is zal zijn intrinsieke waarde behouden na een inflatiegolf. Als het nog verhuurd is erna, zijn de huren gestegen samen met de inflatie en heeft de eigenaar niets aan koopkracht ingeboet.

Met de vastgoedcrisis in de Verenigde Staten en in enkele andere landen zagen we dalende prijzen voor vastgoed. De kredietcrisis maakte banken weigerachtig in hun kredietverstrekking stokte. De combinatie van de twee bracht menig vastgoedvehikel in de problemen. En die beweging is nog niet helemaal gedaan.

Maar onderliggend is het wel een sector die bescherming kan bieden bij inflatie. Deze korte inleiding brengt ons bij vastgoedontwikkelaar **Atenor** (38,45 euro). De groep boekte in 2009 een winst van 7,316 miljoen euro of 1,45 euro per aandeel, fors minder dan de 8,20 euro over 2008. Het Luxemburgse project President kende vertraging en bracht minder op dan eerst verhoopt. Er is een dispuut met de aannemer dat men in der minne wil regelen. Alle kosten zijn genomen in 2009, in 2010 volgt er mogelijk een plus die we voorlopig niet gaan becijferen. Ondertussen werd het gebouw voorlopig opgeleverd op 25 februari en net voor de publicatie van de cijfers ontving men een belangrijke som geld van de koper.

### **ATENOR GROUP**



Samen met de 75 miljoen euro die men eerder dit jaar ophaalde met een obligatielening, heeft de groep nu voldoende middelen om nieuwe projecten op te starten. Men profileert zich hierbij als anticyclische koper. Het gaat slecht, men koopt nieuwe projecten. Wanneer het binnen enkele jaren weer goed gaat, wil men projecten verkoopklaar hebben. De cijfers over 2009 werden geholpen door de snelle verkoop van het project Media Gardens.

De groep heeft nu 340.000 m<sup>2</sup> aan projecten in portefeuille en wil dit verhogen richting 500.000 m<sup>2</sup>. Men ontwikkelt kantoorgebouwen in Boekarest en Budapest, gemengde projecten in Brussel (South City, Premium, Europa, Victor) en een residentieel project in Namen. Media Gardens in Brussel wordt verder afgewerkt. In 2010 volgt allicht de (gedeeltelijke) verkoop van South City, dit project is bijna afgewerkt en vond reeds huurders. Voor de overige projecten wordt 2010 vooral het jaar van het bekomen van de nodige vergunningen.

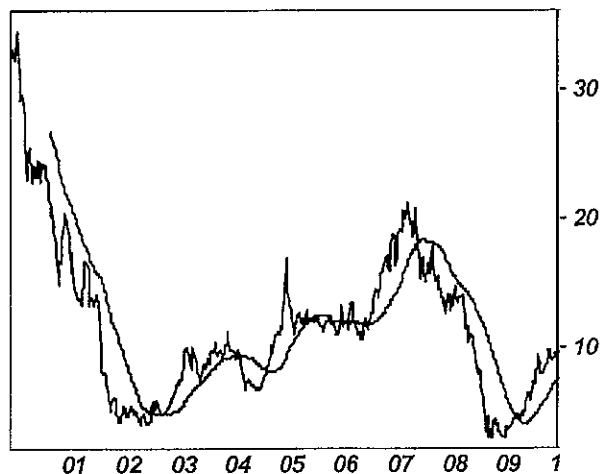
De resultaten van projectontwikkelaars zoals Atenor zijn inherent volatiel. Het opleveren van een groot project zorgt het ene jaar voor recordwinsten, het ontbreken van belangrijke verkopen geeft het andere jaar aanleiding tot minimale winsten. Voor de aandeelhouder zwakt men dit cyclisch karakter af door een stabiel tot stijgend dividend. Ook over boekjaar 2009 keert men bruto een dividend van 2,6 euro uit. Dat men hiervoor in de winsten van vorig jaar moet spitten, is perfect verstaanbaar.

Het eigen vermogen eind 2009 bedroeg 23,96 euro per aandeel. Met de projecten reeds in portefeuille kan dit de komende jaren evolueren richting 50 euro. Het uitstekende management (dat ook aandeelhouder is) en de 'familiale' controle geven het een plaats in categorie 3, we hanteren een koopzone van 35 euro met een koersdoel van 45 euro. Het dividend laat de aandeelhouder toe te wachten op een nieuw recordjaar wanneer de crisis achter de rug is.

Het Argentijnse **IRSA** (9,65 dollar) is ook actief in vastgoedontwikkeling maar houdt sommige gebouwen in portefeuille. Zo heeft men een mooie positie in kantoren, winkelcentra en enkele hotels. Die winkelcentra zitten in het genoteerde filiaal APSA en daar heeft men 63,35% van het kapitaal. Men nam een optie op 29,6% van APSA (uitoefenbaar tot 31 augustus) en gelet op de kwaliteit en prijs denk ik dat men die optie zal uitoefenen. De bezettingsgraad van de winkelcentra bedroeg overigens 98%.

De winst over de eerste jaarhelft (tot eind december) steeg overigens spectaculair. Van een verlies van 99,0 miljoen peso naar een winst van 264,3 miljoen peso. De goede resultaten in vastgoedontwikkeling en de ommekeer bij het filiaal Tarshop (consumentenkrediet), dat de operationele winst zag stijgen van een verlies van 113,8 miljoen peso naar een winst van 18,3 miljoen peso, zijn de belangrijkste factoren die de winststijging verklaren. De financiële resultaten waren beter door een iets tragere devaluatie van de peso (verlies op dollarleningen kleiner) en het belang in Banco Hipotecario (26,86% nu) droeg ook zijn steentje bij tot de winstexplosie.

### IRSA



Inflatie en devaluatie zijn geen onbekende in Argentinië maar met het vastgoed weet IRSA al deze stormen te doorstaan. Vorig jaar kon er voor het eerst sinds lang terug een dividend af. 80% van Tarshop werd overigens verkocht aan Banco Hipotecario. De kantoren zijn voor 90% verhuurd en recente transacties gebeurden aan een prijs van 3.000 dollar per vierkante meter. De bezettingsgraad van de hotels daalde van 75,1% naar 61,5%.

Het eigen vermogen bedroeg eind december 40,23 peso per aandeel (ADR) of 10,43 dollar. Dit is een absoluut minimum voor het aandeel. We hanteren een koopzone van 8 dollar en een koersdoel van 12 dollar voor het aandeel.