



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGERS VZW

Atenor

13 maart 2012

Koers	30,50
Aantal aandelen (m)	5,038
Marktkapitalisatie (m)	153,67

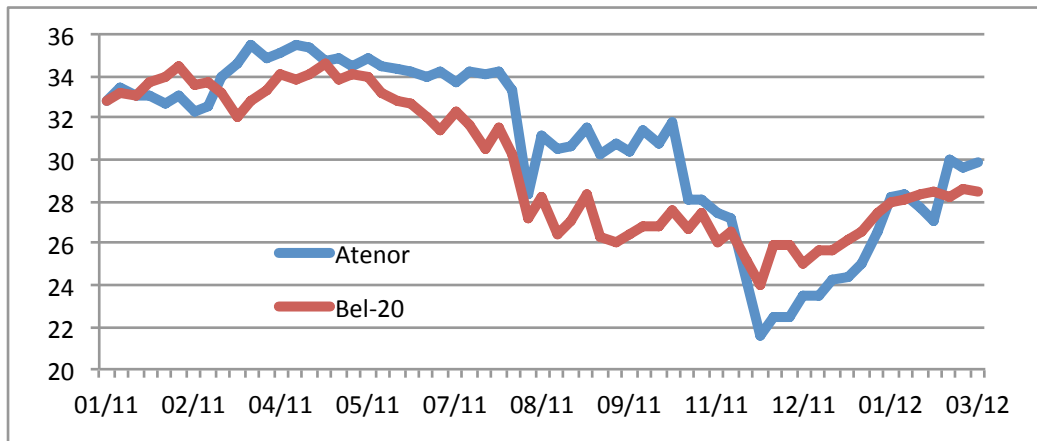
Eigen vermogen FY11	98,1
Netto fin. schuld FY11	93,6
ROE '11	11,5%

(in miljoen EUR)	FY06	FY07	FY08	FY09	FY10	FY11
Bedrijfsopbrengsten	105,103	71,720	93,517	49,698	26,235	49,591
Groei in %	1,2%	-31,8%	30,4%	-46,9%	-47,2%	89,0%
EBIT	9,236	31,042	39,694	12,556	3,480	13,508
EBIT%	8,8%	43,3%	42,4%	25,3%	13,3%	27,2%
Financieel resultaat	-2,920	1,551	-0,347	-1,701	-4,445	-3,092
Netto resultaat	13,626	35,414	41,292	7,316	-1,599	11,321

	FY06	FY07	FY08	FY09	FY10	FY11
Winst per aandeel	2,72	7,03	8,20	1,45	-0,32	2,25
Netto dividend	0,98	1,95	1,95	1,95	1,50	1,50
Koers/winstverhouding *	12,30	5,88	4,01	22,21	n.r.	13,57
Dividendrendement *	2,9%	4,7%	5,9%	6,0%	4,7%	4,9%

*: op basis van koersen op het jaareinde, voor 2011 huidige koers

BEDRIJFSPROFIEL AANDELEN



Bedrijfsomschrijving

Atenor is ontstaan uit Cominière, een beursgenoteerde holding met oorspronkelijk Afrikaanse activiteiten. In de afgelopen 15 jaar bouwde het nieuwe management een sterke track record in vastgoedontwikkeling. Tegelijkertijd werd een portefeuille met participaties in risicokapitaal uitgebouwd. Dit bleek echter weinig succesvol, waarna besloten werd om de portefeuille geleidelijk te gelde te maken. De groep focust zich nu 100% op projectontwikkeling.

De vastgoedstrategie is gebaseerd op 3 peilers: functioneel, geografisch en stadsplanning. Op het functionele vlak evolueert de groep van kantoren, residentieel vastgoed, naar retail en vrije tijd (bv. hotels). Op geografisch vlak richtte de groep zich voornamelijk op Brussel, daarna België in zijn geheel, Luxemburg en heel recent Roemenië en Hongarije.

Eind december 2011 had Atenor een portefeuille bestaande uit 8 te bouwen projecten en een afgewerkt project met een oppervlakte van meer dan 500.000 m².

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel & Fax: (03) 312 83 12

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB 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 fotocopy, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Jaarresultaten 2011

(in miljoen euro)		FY11
Kernactiviteiten	Verkochte projecten	18,520
	Lopende projecten	3,447
Niet-kernactiviteiten		2,993
Algemene kosten		-7,063
Financiële resultaten		-3,433
Belastingen		-3,531
Netto resultaat, deel van de groep		11,321
Netto resultaat deel groep per aandeel		2,25

Terwijl 2010 eerder een investeringsjaar was met weinig afgewerkte projecten (ook door vertragingen ten gevolge van de crisis), kon Atenor in 2011 enkele verkopen realiseren. Een belangrijk deel werd al in de eerste helft gerealiseerd met een halfjaarwinst van 8,48 miljoen euro tot gevolg. De volledige jaarwinst bedraagt 11,32 miljoen euro, terwijl er in 2010 een jaarverlies was van 1,60 miljoen euro.

Het grootste deel van de winst was afkomstig van de verkoop van 2 kantoorblokken op de UP-Site te Brussel, goed voor een bijdrage van 11,3 miljoen euro. Nuttig om weten is dat dit deze 2 transacties in 2012 ook nog 2,4 miljoen euro zullen opleveren. De verkoop van een 5^{de} blok appartementen van het project Media Gardens (naast de VRT-gebouwen) aan de vastgoedbevak Aedifica leverde 4,4 miljoen euro op. De andere 4 appartementsblokken werden reeds in 2009 aan Optima (financiële planning) verkocht. Op het Luxemburgse project Président kon een provisie van 2,3 miljoen euro teruggenomen worden. De bijdrage van de lopende projecten (+3,447 miljoen euro) bestaat uit diverse plussen en minnen. Enkele plussen bestaan uit belastinglatenties op de UP-Site kantoorblokken, een grote min van -1,42 miljoen euro heeft betrekking op de sluiting van het hotel in de Wetstraat (project Europa).

Overzicht lopende projecten

Eind 2011 heeft Atenor een portefeuille projecten met een totale oppervlakte van 526.300 m². 61% hiervan betreft kantoren, 34% heeft betrekking op residentiële gebouwen, de overige 5% is winkelvastgoed. Een overzicht:

		aantal m ²
Afgewerkt en te koop	South City Hotel (Brussel)	
Bouw gestart en verkocht	UP-Site blok B4	
	UP-Site blok B3	
	UP-Site: ongeveer 50 appartementen	
Bouw gestart	UP-Site: kantoorblokken B1 en B2	
	UP-Site: toren	
	UP-Site: villa's	
	Hermes Business Campus (Roemenië)	78.212
	Vaci Greens (Hongarije)	88.609
Bouwvergunning ingediend	Victor (Brussel)	
	Port du Bon Dieu (Namen)	18.000
	Trebel (Brussel)	32.000
Bouwvergunning in te dienen	City Docks (Brussel)	125.000
	Brasserie Henri Funck (Brussel)	11.400
	Europa (Brussel)	31.000

Afzonderlijke commentaren:

- UP-Site appartementen: van de 250 zijn er al 81 verkocht
- UP-Site kantoorblokken: contacten bestaan met geïnteresseerde partijen
- Hermes Business Campus: de verhuur van kantoren in Boekarest heeft het heel goed gedaan in 2011, maar alleen bestaande gebouwen worden gehuurd. Hoogstwaarschijnlijk zal Atenor de bouw starten op eigen risico van de eerste fase.

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel & Fax: (03) 312 83 12

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB 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 fotocopy, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



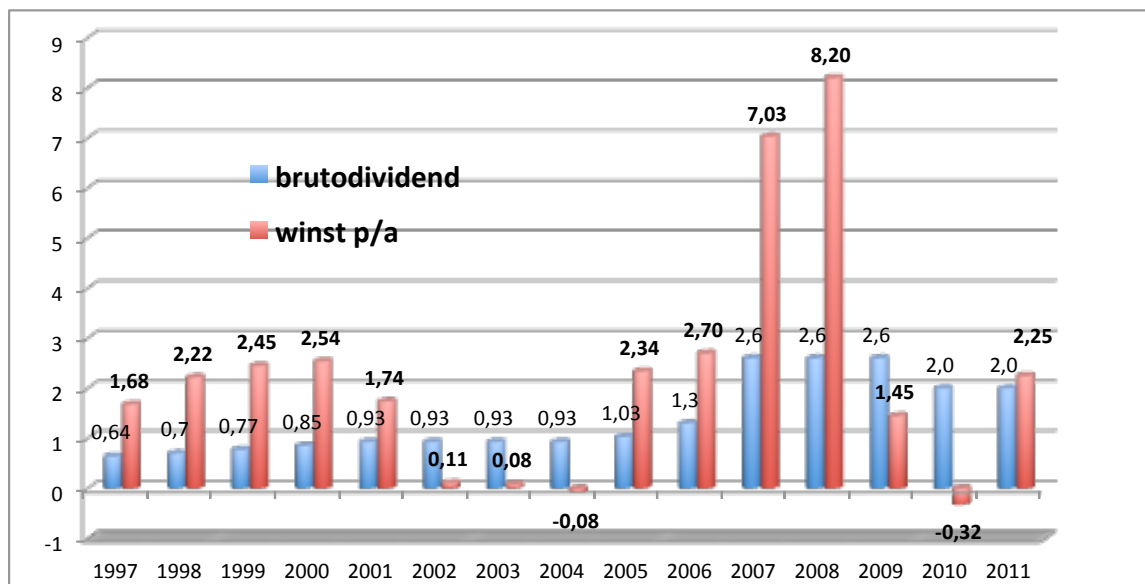
VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

- Vaci Greens: huurmarkt in Boedapest deed het ook heel goed in 2011. Hier mikt Atenor op een grote huurder in het kader van een relocatie. Een andere mogelijkheid is dat één van de 5 blokken aan kostprijs verkocht wordt om een referentie te kunnen neerzetten
- Europa: een nieuwe bouwvergunning zal ingediend worden.
- Victor: kantoorgebouw aan Zuidstation: onderhandelingen lopen met de NMBS en met een financiële instelling
- Port du Bon Dieu: residentieel project aan de Maas in Namen: na veel vertraging lijkt er eindelijk schot in de zaak te komen
- Trebel (Brussel): onderhandelingen lopen met het Europees Parlement.
- City Docks (Anderlecht): gemengd project langs het kanaal, met ruimte voor kantoren, winkels, appartementen, een school, een rusthuis, enzoverder.

Deze portefeuille biedt heel wat potentieel op termijn en zal de volgende jaren voor een regelmatige inkomensstroom verzorgen. Vooral in 2013 en 2014 verwacht het management belangrijke opbrengsten, eerst moeten er in 2012 nog belangrijke investeringen plaats vinden. Deze zullen tot een (tijdelijke) stijging van de netto financiële schuld leiden. In 2011 steeg de schuld ook al van 47 miljoen euro eind 2010 naar 93,6 miljoen euro eind 2011.

Dividendpolitiek

In 2007 pakte Atenor uit met een nieuwe dividendpolitiek die gebaseerd was op een hoger startbedrag. Maar de crisis gooide de roet in het eten en zadelde Atenor op met vertragingen. Het aanhouden van dat hoge dividend bleek niet opportuun over het jaar 2010 (jaar met verlies), ook omdat er net een obligatielening uitgegeven was, waardoor sommigen stelden dat deze lening blijkaar diende om het dividend te kunnen betalen.



VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel & Fax: (03) 312 83 12

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB 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 de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Begin 2012 wordt opnieuw de dividendpolitiek in vraag gesteld. Het management verwijst hiervoor enerzijds naar het hoge dividendrendement dat erop lijkt te wijzen dat de markt het hoge dividend weinig of niet apprecieert. Onze reactie hierop is dat Atenor niet de enige is met deze problematiek en dat de hoge dividendrendementen de tijdsgeest reflecteren en een illustratie zijn van de risico-aversie van beleggers. Anderzijds verdedigt het management een eventuele verlaging van het dividend door te wijzen op de grote opportuniteiten die het ziet in de markt. De bouw van de UP-Site woontoren in de Brusselse kanaalzone wordt heel goed ontvangen in de markt en lijkt diverse nieuwe interessante projecten aan te zuigen. Door minder dividend uit te keren zou Atenor meer financiële mogelijkheden hebben om meer projecten aan te kunnen. Het huidige team kan die hogere werklast makkelijk aan en heeft zich de voorbije jaren meermaals bewezen. Meer projecten zouden niet noodzakelijk tot hogere werkingskosten leiden.

Meer winstreservering dus, evenals (waarschijnlijk) iets meer volatiliteit in de hoogte van het dividend op basis van de resultaten. De vraag is natuurlijk hoe de markt zal reageren op deze (nieuwe) wijziging van de dividendpolitiek.

Conclusie

Na het overgangsjaar 2010 dat afgesloten werd met een klein verlies, lijkt het erop dat Atenor opnieuw aan het aanknopen is met een nieuwe (winst)cyclus. Dit jaar zal de winst misschien het niveau van 2011 niet evenaren, maar het moet duidelijk zijn dat de groep zich opmaakt voor goede prestaties in 2013 en 2014. De pijlpijn om resultaten in de twee à drie daaropvolgende jaren te realiseren is eveneens veelbelovend.

Dit jaar kan de belegger nog profiteren van een meer dan aantrekkelijk netto dividendrendement van 4,9%. Het risico is niet denkbeeldig dat dit gehalveerd wordt naar volgend jaar toe. Maar dit moeten beleggers in een positief kader zien, want door die winsthouding kan Atenor meer projecten aan. We vrezen wel een mogelijke negatieve impact van de aankondiging van een wijziging van de dividendpolitiek.

Qua waardering verwijzen we naar onze bijdrage in de Beste Belegger van september 2011, waar we de verdisconteerde waarde van de toekomstige projecten becijferden op 36,38 euro per aandeel. Deze waarde is gebaseerd op een gemiddelde winst van 500 euro per ontwikkelde vierkante meter, een niet onrealistisch getal dat in 2011 gerealiseerd kon worden (750 euro/m² op de UP-Site blokken en 520 euro/m² op Media Gardens). Deze 36,38 euro houdt geen rekening met nieuwe projecten. Eén nieuw project zal zich zeker aandienen in 2012.

Gert De Mesure

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel & Fax: (03) 312 83 12

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB 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 de Vereniging.