

Vastgoedpromotoren.

Bedrijven zoals **Atenor** (33,67 euro) kopen een terrein (met of zonder gebouw erop), ontwikkelen een project, vragen de nodige vergunningen aan, zoeken huurders voor het (soms nog op te richten) gebouw en verkopen daarna het project, in stukken als het moet. Soms loopt het volledige traject over meerdere jaren en per definitie zijn de resultaten van zo'n vastgoedpromotoren wisselvallig omdat een verkoop eind december van een bepaald jaar of begin januari van het volgende een groot boekhoudkundig verschil kan maken. Qua waardecreatie maakt zo'n verschuiving tussen boekjaren geen verschil. Vastgoed evolueert ook in cycli en sommige jaren zijn er van kopen en ontwikkelen en andere jaren gaat het vooral over het realiseren van de portefeuille via verkopen.

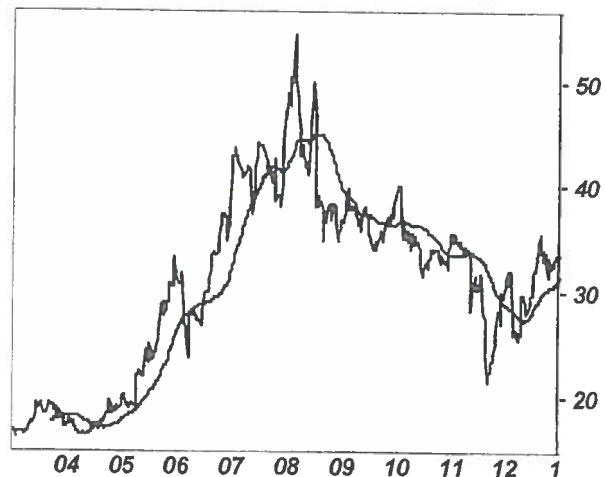
Atenor kan over de jongste jaren een zeer mooi track record voorleggen, toch in vastgoedontwikkeling. Men was lang geleden ook in private equity actief en daar was de return ondermaats maar dat pad is al jaren verlaten. In 2012 boekte men in de resultaten nog een winst van 750.000 euro op de terugbetaling van een lening aan één van deze avonturen (IMAG), in de toekomst zijn hier geen plussen of minnen meer te verwachten. Alle oude vorderingen op Congo zijn ondertussen ook vereffend.

Vandaag heeft de groep 11 projecten in ontwikkeling. Uit een reeds afgewerkt project heeft men nog een participatie in South City Hotel, een hotel (Park Inn) bij het Zuidstation in Brussel. De verkoop van dat gebouw wordt een jaartje stilgelegd, de operationele resultaten van het hotel zijn goed (al kan de prijs per nacht nog stijgen) maar in het huidige economische klimaat is er minder interesse voor zo'n type vastgoed. De huur is immers functie van het operationele resultaat van het hotel.

De 11 projecten kan men opdelen in 342.442 m² kantoren, 269.701 m² residentiële projecten (appartementen) en 47.584 m² commercieel vastgoed.

Van 4 projecten is de bouw en de commercialisering bezig. Up-Site is een groot gemengd project met de hoogste woontoren van Brussel (rechtover Tour & Taxis). Eind december waren reeds 83 (op 251) appartementen in de toren verkocht, verkopen op plan gaat vandaag moeilijker maar naarmate de bouwwerken vorderen vervalt dit nadeel. Voor een deel van de kantoren (35%) zoekt men nog een huurder en/of koper. In Namen begon men aan de eerste fase van Port du Bon Dieu (appartementen).

ATENOR



Net voor de crisis uitbrak werd Atenor in Hongarije (Boedapest, Vaci Greens) en Roemenië (Boekarest, Hermes Business Campus) actief. Hier moet men eerst bouwen vooraleer men kan verhuren en/of verkopen. Aan beide projecten wordt gewerkt, in Roemenië is er interesse van huurders en lijkt de markt zich te herstellen. In Hongarije is de markt depressief, onder andere door de politieke problemen in het land. Dit jaar is het gebouw van Atenor meer dan waarschijnlijk het enige gebouw in Boedapest dat wordt opgeleverd.

Voor de overige 7 projecten is het wachten op de vergunningen (6 hiervan reeds ingediend). Voor een gebouw als Trebel heeft men al een koper (Europa), de winst op dit project moeten we maar verwachten bij oplevering in 2016.

In 2012 boekte Atenor een winst van 9,489 miljoen euro (1,88 euro per aandeel). Die winst was vooral afkomstig van het project Up-Site: 3 kantoorgebouwen werden daar reeds verkocht, samen met de 83 appartementen in de toren. De netto bijdrage tot het resultaat van Up-Site bedroeg 12,5 miljoen euro.

Atenor wil een stabiele dividendpolitiek voeren en houdt de uitkering op 2 euro bruto zoals eerder reeds gemeld (zie nummer 592), naar keuze op te nemen in aandelen of cash. De nieuwe aandelen zullen met een attractieve korting worden aangeboden (meer details op 26 april) en zonder tegenbericht kiest men best voor de optie aandelen. De uitkering is groter dan de winst en zo iets is op de lange termijn niet houdbaar maar we schatten het courante winstpotentieel doorheen de cyclus bij Atenor op zo'n 3,5 euro per aandeel. Concrete vooruitzichten voor 2013 geeft men niet, het wordt vooral een jaar waarin men de vergunningen voor diverse projecten moet behalen. Bij een economisch herstel zorgen die projecten dan in 2014 en later voor de nodige winst. De commercialisering van Up-Site en Port du Bon Dieu moeten voor de omzet en winst zorgen van 2013. Alles bij elkaar een overgangsjaar, al zijn positieve verrassingen bij een groep als Atenor nooit uit te sluiten.

Het aandeel noteert door de kwaliteit van zijn projecten en communicatie boven het eigen vermogen (19,59 euro per aandeel) maar gelet op de gevulde portefeuille en het winstpotentieel (men rekent op gemiddeld 400 euro per m² winst op de projecten hanteren we een koersdoel van 40 euro voor het aandeel met koopzone 30 euro (categorie 3).