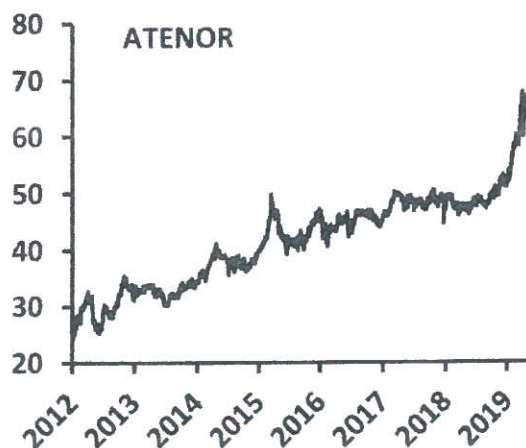


Kroffinvest

12 juni 2019

We blijven ons dus concentreren op bedrijven die een stabiel tot stijgend dividend kunnen uitkeren, liefst onder familiale controle. Vastgoedpromotor **Atenor** (66,20 euro) zit in elk geval in die categorie. Het aandeel noteert al even boven ons koersdoel van 60 euro, we kregen de laatste maanden aardig wat nieuws over nieuwe of bestaande projecten én we bezochten de activiteiten van de groep in de Hongaarse hoofdstad Budapest: voldoende redenen voor een grondige update. Bekijken we dit even door de 'is dit aandeel er eentje om 20 jaar onder de spreekwoordelijke matras te stoppen?' bril.

Vandaag de dag kan je effecten niet letterlijk meer onder de matras stoppen want aandelen aan toonder zijn al een tijdje afgeschaft. We zouden bij zo'n bedrijven vandaag eerder opteren voor aandelen op naam. Aandelen die men koopt via een gewone effectenrekening kan men vrij eenvoudig op naam laten zetten, het omgekeerde is natuurlijk ook mogelijk.



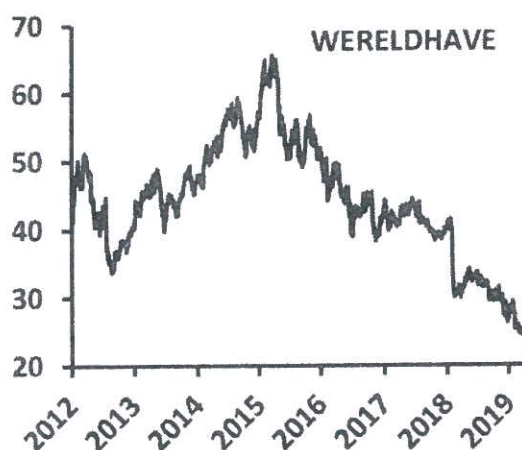
De procedure kan wel even duren want sommige bedrijven of financiële tussenpersonen zijn niet zo snel en er zijn kosten aan verbonden. U moet zich dus op voorhand bevragen en zo'n aandelen op naam zijn alleen nuttig als het om wat grotere bedragen gaat. Als u bewaarloon betaalt op een effectenrekening, wint u natuurlijk aan die kant. Effecten op naam kosten immers niets.

Bij effecten op naam heeft de eigenaar ook minder snel te neiging om bij de eerste de beste tweet van president Trump zijn stukken te verkopen. Je moet immers eerst de procedure doorlopen om die effecten op naam terug op de rekening te krijgen, pas dan kan men verkopen. U ziet dit misschien als een nadeel maar in de meeste gevallen is dit voor beleggers eerder een voordeel. Sluiten we dit intermezzo over aandelen op naam en terug over naar Atenor.

Wat verwacht je van bedrijven die je rustig enkele decennia in portefeuille kan houden? Een familiale controle en als het kan een management dat ook een belangrijke aandeelhouder is. Bij Atenor is dat het geval. Voorts wil je dat ze dezelfde activiteit blijven uitoefenen. Atenor is vandaag een volbloed vastgoedpromotor, in een verder verleden had men ook wat private equity in portefeuille maar dat was geen succes. Vandaag concentreert men zich op wat men het best kan en waar de track record prima is: terreinen kopen, gebouwen bouwen en verhuren en het geheel verkopen. Bij aandelen 'voor onder de matras' raden we in elk geval een jaarlijkse check-up aan: controleer of de controle over het bedrijf niet fundamenteel gewijzigd is (andere eigenaars staan niet altijd garant voor het voortzetten van de goede track record) en of ze nog dezelfde activiteit uitoefenen.

Blijft dan nog de waardering. Voor Atenor herhalen we graag even de redenering die we reeds in nummer 892 maakten. Het management wou het aantal vierkante meter in ontwikkeling verhogen naar 900.000 m². Midden mei maakte men bekend dat men een groot terrein (14,1 ha) nabij de luchthaven van Warschau kocht, men kan er ongeveer 250.000 m² burelen en hotels op ontwikkelen. Na deze aankoop had Atenor voor 1.170.000 m² aan projecten in portefeuille, gespreid over 26 projecten. Die 900.000 m² zijn dus al geregeld. En we hebben absoluut niet de indruk dat het management van Atenor nu vlug de dure aankopen aan elkaar aan het rijgen is om die doelstelling te halen. Men blijft zijn analyses grondig maken en wil een marge van minstens 400 euro per m².

Met een doorloopsnelheid van 4,5 jaar per project geeft dit op 200.000 m² per jaar een marge van 80 miljoen euro. Na aftrek van financiële lasten en werkingskosten schiet er een winst van 60 miljoen euro voor belastingen over. In landen als Hongarije is de bedrijfsbelasting nu 9%, we denken dat er dus wel 50 miljoen euro na belastingen zal overschieten of afgerond 9 euro winst per aandeel. Bij een nog steeds goedkope koers-winstverhouding van 10 krijg je dan een koersdoel van 90 euro, een haalbare kaart op een termijn van 3 tot 5 jaar.



In Boekarest kon men vorige week het volledige Dacia One project verhuren (14.800 m²) en dit zelfs nog voordat de bouwvergunning werd bekomen. De huurder van het nieuwe gebouw (13.000 m²) is ING, die zal er de afdeling softwareontwikkeling in onder brengen. Noteer dat in steden als Boekarest en Budapest de huren in euro betaald worden. In Boekarest bedragen de kapitalisatievoeten zo'n 7,25% wat voor een onderliggende eurobelegging en kwaliteitsvolle huurders als ING in het huidige renteklimaat eigenlijk een aberratie is. Het is alvast de reden waarom reeds afgewerkte en verhuurde projecten zoals de Hermes Business Campus in Boekarest nog niet verkocht zijn. Als men kan wachten op lagere kapitalisatievoeten stijgt de verhoopde winst op het project fors. Ondertussen dragen de verhuurde projecten bij tot de winst van de groep.

Kroffinvest

12 juni 2019

Ook in Budapest zagen we grote internationale huurders als General Electric, Givaudan, Unilever,... Die betalen ook in euro's en brengen er hun 'shared services' diensten onder zoals boekhouding, IT,... De lage loonkost in Hongarije is voor zo'n internationale spelers een plus. Het Engels van de Hongaren die we spraken is uitstekend, in Budapest heeft men een goed opgeleide en jonge pool van werkkrachten. Waar we vroeger soms vragen hadden bij de internationale expansie van Atenor denken we nu dat die goed onder controle is met lokale teams die hun markt uitstekend kennen. En er zijn minder concurrenten, Atenor kan er dus goede zaakjes doen en dit zal wel nog even blijven duren. De huurders zien we ook niet snel terug verhuizen. In het project Vaci Green werken nu zo'n 7.000 goed opgeleide mensen, die vind je niet zo snel in een ander lid van de Europese Unie aan dezelfde wedde.

We begrijpen dat men enkele verhuurde gebouwen nog even in portefeuille wil houden, maar ideaal is dit niet. Bedrijven als **Wereldhave** (23,02 euro) zijn echte vastgoedondernemingen. Ze hebben een aantal panden in portefeuille –bij Wereldhave zijn dit winkelcentra– en verhuren die. Met wat financiële hefboomen erbij kan men de aandeelhouders een stabiel en vrij hoog dividend uitkeren. Vastgoed in portefeuille houden voor de huuropbrengsten en vastgoed ontwikkelen zijn evenwel twee verschillende bezigheden en we denken dat Atenor er beter aan doet een oplossing te vinden voor de gebouwen die men nog in portefeuille heeft. Waarom niet onderbrengen in een apart vehikel dat men zelf blijft beheren en daarna dit vehikel verkopen als hoogrentende belegging? We hadden de indruk dat zo'n plannen mogelijks op tafel liggen en dit zou de onderneming toelaten zich te focussen op de kernactiviteit: stedelijk vastgoed ontwikkelen, verhuren en verkopen.

Er zit al een mooie winst op een belegging in Atenor maar gelet op de ambities naar de toekomst toe hoeft de koers van vandaag geen eindpunt te zijn. Wie wil kan natuurlijk winst nemen.

Zoals gezegd is een koers van 90 euro binnen drie tot vijf jaar een haalbare kaart. We brengen daarom het koersdoel op korte termijn (één jaar) naar 70 euro (was 60 euro). De koopzone blijft op 50 euro, voor een eerste positie kan men gebeurlijk wat meer betalen. Het aandeel hoort in categorie 3 (weinig risico). Er zijn wel wat schulden, dat is eigen aan de activiteit van vastgoedpromotor en men heeft een goede mix van financieringsbronnen. Recent plaatste men bijvoorbeeld nog wat obligaties in het publiek, dat mag men nog herhalen. Blijft nog een laatste check voor bedrijven 'voor onder de matras': het management. De track record hiervan is uitstekend en de leiding is breder gedragen dan alleen de CEO en de CFO maar bij de jaarlijkse check-up vergewist de alerte belegger zich er best van dat de leiding in handen blijft van dezelfde mensen. Dat zal de komende jaren allicht geen probleem vormen.