

Atenor: mooi, mooier, mooist

ATENOR-AANDEELHOUDERS HEBBEN VEEL GEDULD moeten oefenen, maar dit jaar zijn ze ruim beloond. Ons koersdoel van 63 euro werd moeiteloos naar de prullenmand verwezen, dit jaar is de koers al 42% gestegen. Na de goede resultaten van 2018 en na de verdere groei van de pijplijn met nieuwe projecten is die koersexplosie niet verwonderlijk. En 2019 zal ook niet slecht zijn: het netto resultaat van 2018 (6,48 euro per aandeel) zal overtroffen worden.

Tegen deze achtergrond zal de belegger misschien ontgoocheld reageren op de halfjaarresultaten die slechts een winst van 1,18 euro per aandeel opleverden. De opbrengsten in de eerste helft van 2019 bedroegen 31,9 miljoen euro. De verkoop van (Belgisch) residentieel vastgoed was goed voor 17,8 miljoen euro, de huurinkomsten van een drietal projecten leverde 8 miljoen euro op. De verkoop van een Luxemburgs project leverde 4,6 miljoen euro op. Na operationele en financiële kosten en belastingen bleef een winst over van 6,3 miljoen euro, per aandeel is dat 1,18 euro.

In de analistenpresentatie houdt Atenor een andere indeling van de cijfers voor, gebaseerd op de brutomarge van alle projecten, minus de operationele kosten, de financiële kosten en de belastingen (zie tabel). Het valt op dat de operationele kosten

Wat is Atenor?

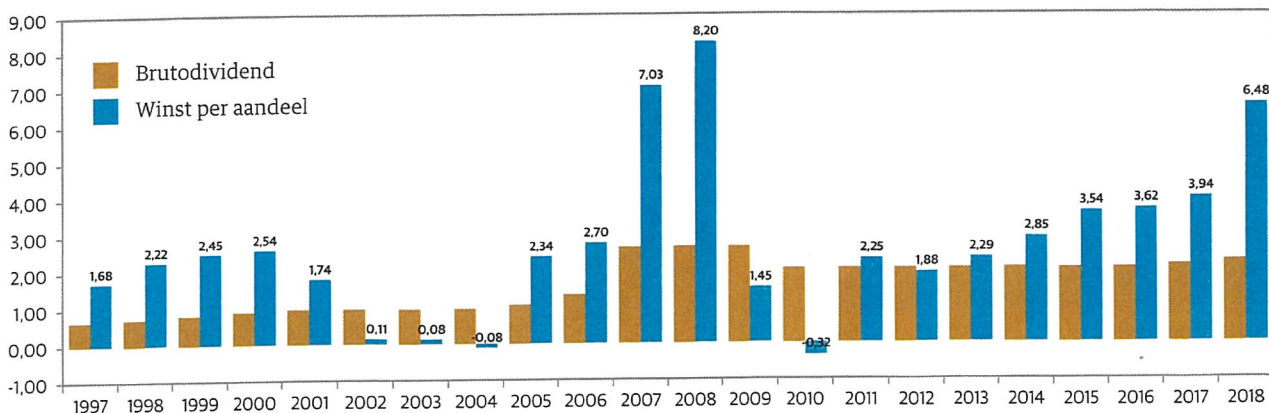
ATENOR IS DE VOORBIJE jaren uitgegroeid tot een belangrijke vastgoedontwikkelaar. Eerst richtte de Belgische groep zich op Brussel en Luxemburg, maar sinds 2007 is het ook actief geworden in Hongarije (Boedapest) en Roemenië (Boekarest). In de daaropvolgende jaren nam het ook posities in Parijs, Düsseldorf, Warschau en Lissabon. Eind juni 2019 had het een projectenpijplijn van 1,2 miljoen m². Dat is een verdubbeling in enkele jaren tijd.

sterk stijgen, maar dit is het gevolg van het uitbreiden van de projectenportefeuille en de teams om deze te ontwikkelen. De financiële kosten nemen ook toe, enerzijds

door een toename van de netto financiële schuld (415 miljoen euro eind juni 2019 versus 387 eind juni 2018), anderzijds door een toename van de financiële kost (van 2,3% naar 2,4%). De pers maakt zich regelmatig zorgen over de relatief hoge schuldenlast, maar die moet afgezet worden tegenover de risico's.

Traditioneel is de tweede jaarhelft veel belangrijker voor de verkoop van de grote projecten. De grootste transactie waar we reeds enkele jaren op wachten, met name de verkoop van Hermes Business Campus in Boekarest die minstens 150 miljoen kan opbrengen, is echter voor 2020 gepland. Atenor is niet gehaast om dit project te verkopen en lijkt nog een jaartje te willen profiteren van de hoge huurinkomsten (10 miljoen euro per jaar). Dit is een mooi lopend rendement van meer dan 7% in euro!

(in miljoen euro)	18H1	19H1
Brutomarge van de projecten	15,601	18,269
Huurinkomsten	4,893	6,727
Andere inkomsten	10,708	11,542
Operationele kosten	-3,611	-5,208
Financiële kosten	-3,814	-5,140
Belastingen	-2,605	-1,696
Nettoresultaat, deel van de groep	5,638	6,297
Idem per aandeel	1,04	1,18



We kijken daarom uit naar de volgende projecten. In Brussel werden alle appartementen van het project The One in de Wetstraat verkocht, evenals het kantorengedeelte. Maar als Atenor een huurder kan aantrekken, dan krijgt het een bijkomende vergoeding. De Europese Commissie is geïnteresseerd in die kantoren en de beslissing kan voor het einde van het jaar vallen. Het nabijgelegen project van Atenor, Realex, bestaat uit een kantorengedeelte van 30.000 m² en een conferentiecentrum van 26.000 m². Ook in dit project is de Europese Commissie geïnteresseerd. De beslissing zou op 14 november vallen. De bouw van dit project is nog niet gestart, maar dit belet niet dat Atenor al een zekere winstbijdrage kan realiseren als de Commissie zou beslissen om het project aan te kopen. Het kantorenproject Nysdam in Terhulpen, waar Atenor zijn kantoren heeft, komt ook in aanmerking voor verkoop dit jaar. De herpositionering is afgerond en het gebouw is voor 100% verhuurd. In Hongarije kondigde Atenor de verkoop van blok E van Vaci Greens in Boedapest aan in juli, de bijdrage zal dus in de tweede helft van 2019 ge-

boekt worden. Nog in Boedapest, sluiten we niet uit dat gebouw A (23.000 m²) van het project Arena Business Campus verkocht wordt. In het Roemeense Boekarest verwachten we de verkoop van het project Dacia One (13.500 m²) dat in aanbouw is maar al volledig verhuurd is. In Luxemburg zal Atenor nog bijdragen kunnen boeken, naarmate de werken van de verkochte projecten evolueren.

Kort samengevat mogen we besluiten dat Atenor een heel goed 2019 tegemoet gaat. En ook 2020 tekent zich al gunstig af. De grote vraag stelt zich bij de waardering. Op basis van een winst per aandeel van afgerond 6,50 euro, komen we uit op een koers/winstverhouding van 11,2. Voor een vastgoedontwikkelaar met volatiele resultaten is een benadering via een koers/winstverhouding minder aangewezen. Op onze presentatie voor de fundamentele analysedag van de VFB in december 2017 presenteerden we een regressie-analyse die het rendement op eigen vermogen afzet tegenover de koers/boekwaarde en dit voor een breed staal van Europese vastgoedontwikkelaars. Voor Atenor mag

uitgegaan worden van een rendement op eigen vermogen van afgerond 20%. Dit rendement kwam op de evenwichtslijn overeen met een koers/boekwaarde van 2,8. Toegepast op een boekwaarde van 31,3 euro geeft dit een ambitieus koersdoel van 87,64 euro.

Aandeelhouders houden dus best hun aandelen bij.

Gert De Measure
Redactie 15 september 2019
Koers Atenor 72,60 euro
www.atenor.be

