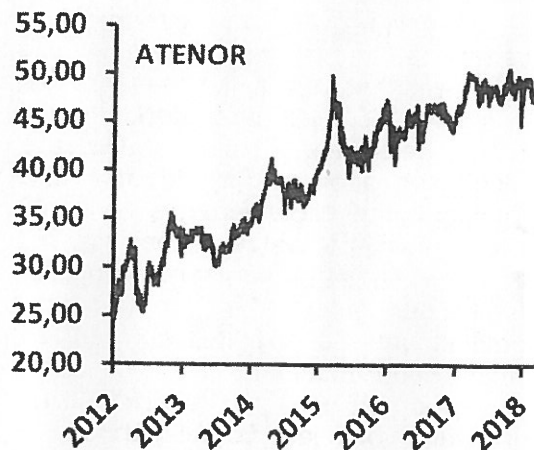


Kroffinvest

14.03.2018

Vastgoedpromotor **Atenor** (47,30 euro) publiceerde puike cijfers in lijn met de verwachtingen. Onder leiding van CEO Stéphan Sonnevile fietste de onderneming al een mooi parcours bij elkaar en sinds kort verkent men ook nieuwe horizonten. Van oudsher is men actief in België (Brussel vooral) en Luxemburg, enkele jaren geleden voegde men Boekarest (Roemenië) en Boedapest (Hongarije) toe aan de portefeuille en vorig jaar kocht men een eerste project in Parijs. Eind februari maakte de groep bekend dat men een voorakkoord tekende voor de verwerving van de erfpachtrechten op twee kantoorgebouwen met een oppervlakte van 30.500 m² in Warschau (Polen). De panden zijn verhuurd en hebben een jaarlijkse huuropbrengst van zo'n 3 miljoen euro. Bedoeling is het kleinste pand dat dateert uit 1979 af te breken en opnieuw te ontwikkelen (lees: uit te breiden). De bestaande huur verlaagt het risico van het project.

Brussel, de zetel van veel Europese instellingen, zal op termijn een minder prominente rol krijgen. Tussen de lijnen door merken we dat men genoeg heeft van de typische Brusselse politieke manier van werken. Een project als Victor vlakbij het Zuid-Station geraakt maar niet uit de startblokken door politiek gekibbel. De economische groei in Luxemburg, Polen, Hongarije, Roemenië en Ile-de-France (de regio rond Parijs) is hoger dan in België en men geraakt sneller aan de nodige vergunningen waardoor de return op het ingelegde kapitaal hoger is. Noteer overigens dat Atenor in de nieuwe regio's aanwezig zal blijven. In Boedapest en Boekarest startte men ook met één project, daarna werd de portefeuille daar aangevuld. Ook in Parijs en Warschau zal het op termijn dus allicht niet bij één project blijven.



De resultaten van een projectontwikkelaar zijn wisselvallig. Men werkt enkele jaren op een dossier (vergunning, bouw, verhuur,...) waarna een verkoop van het project volgt en de winst geboekt wordt. Een verkoop in december of januari van het volgende jaar kan een wereld van verschil maken. En soms wacht men het goede moment af zoals nu bijvoorbeeld in Bukarest (project Hermes Business Campus) waar men 73.180 m² kantoren realiseerde. Twee gebouwen zijn volledig verhuurd, in het derde is er nog slechts 400 m² te huur. Om huurders te lokken gaf men enkele maanden gratis huur.

In 2018 betalen de huurders een normale huur en kan men de projecten beter valoriseren. Lees: verkopen aan de hoogstbiedende. Maar als belegger moet u er niet wakker van liggen dat zo'n verkoop eventueel maar in 2019 wordt afgerond (al mikken we wel op 2018). Een nieuw project als The One (Wetstraat, Brussel) tekende de eerste huurders (4.000 m² kantoren) en de verkoop van de appartementen vlot goed. Een verkoop van de kantoren zal eerder in 2019 gebeuren. Met het project Realex (Wetstraat eveneens) is men kandidaat voor de bouw van een conferentiecentrum voor de Europese Commissie.

Atenor ging eerder uit van een resultaat dat minstens gelijk zou zijn als dat over boekjaar 2016 (zie nummer 830), het werd uiteindelijk een winst (deel groep) van 22,179 miljoen euro of 4,07 euro per aandeel tegenover 20,375 miljoen euro in 2016. Het dividend wordt conform de verwachtingen verhoogd naar 2,08 euro bruto per aandeel (was 2,04 euro, +2%) en voor volgend jaar schrijven we met een vrij grote graad van zekerheid al minstens 2,10 euro op. Tegenover de volatiele resultaten stelt het management een stabiel tot stijgend dividend en dat biedt beleggers een houvast. Ondertussen daalt de payout ratio (deel winst die wordt uitgekeerd als dividend) tot rond de 50% wat betekent dat het bedrijf middelen reserveert voor de toekomstige groei. We brengen het koersdoel van 50 naar 52 euro of 4% bruto dividendrendement.

Wat noteerden we nog allemaal? De winst werd vorig jaar vooral geboekt op het project Vaci Greens in Boedapest. Men kan op dit project nog 2 gebouwen zetten (E en F, 48.000 m²). Men heeft nu in totaal zo'n 800.000 m² aan projecten in portefeuille, grotendeels (70%) kantoren. Promotoren als Atenor werken met wat schulden maar de schuldgraad is onder controle. Je ziet bij Atenor overigens alle schulden want men werkt niet met partners en stopt zo geen schulden weg in joint-ventures. Een praktijk die sommige collega's wel hanteren. Concrete vooruitzichten voor 2018 gaf het management nog niet, in mei volgt er traditioneel een iets concretere update.

Atenor heeft vandaag een mooie portefeuille en er is zeker nog plaats voor nieuwe projecten. Het eigen vermogen bedroeg eind december 27,01 euro per aandeel en met de latente meerwaarde op de 800.000 m² projecten in ontwikkeling erbij geraken we vlot aan het koersdoel van 52 euro. De uitstekende track record en familiale controle geven het aandeel een plaats in categorie 3 (weinig risico) ondanks de financiële schulden die eigen zijn aan de sector. We hanteren een koopzone van 40 euro, voor een eerste positie mag men wat meer betalen.