

Kleine bedrijven als vastgoedpromotor **Atenor** (60,40 euro) counteren de tegenvallende beleggersinteresse voor minder liquide waarden of kleinere bedrijven door een goede en transparante communicatie.

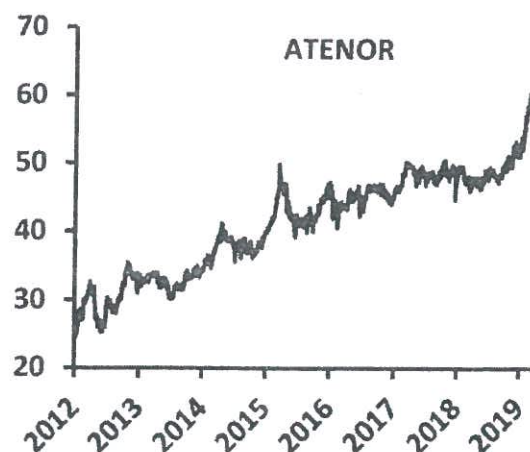
Op de jongste presentatie kondigde topman Stéphan Sonnevile bijvoorbeeld aan dat beleggers zich dit jaar aan gemiddeld één aankondiging per maand konden verwachten. Naast de (half) jaarcijfers publiceert het bedrijf immers geregeld over nieuwe investeringen of de verkoop van een vastgoedproject in portefeuille. Zo kan de geïnteresseerde belegger een beetje de gang van zaken volgen. We zijn geen voorstander van persmededelingen die niets zeggen maar in het geval van Atenor passen die communicaties mooi in het groter geheel. Atenor was van oudsher vooral actief in België (Brussel) en Luxemburg maar voegde daar de laatste jaren enkele nieuwe markten aan toe. In Boedapest (Hongarije) en Boekarest (Roemenië) is men al wat langer actief, recente aanwinsten zijn Parijs, Lissabon, Düsseldorf en Warschau. Men start in een nieuwe markt altijd met een kleiner project om de lokale geplogenheden beter te leren kennen en daarna kan men desgevallend een tandje bijsteken. Andere markten als Berlijn en Hamburg staan op de radar.

Er zit natuurlijk een strategie achter deze internationale uitbreiding. Atenor is een 'urban developer' en heeft hier een ruime ervaring die men ook kan gebruiken in andere markten (steden). Als de economische perspectieven van die andere markten beter zijn dan bijvoorbeeld Brussel is het niet méér dan logisch daar geld in te investeren. In Brussel kan het bijvoorbeeld ook een eeuwigheid duren vooraleer men de juiste vergunningen rond heeft, een proces dat in veel andere steden sneller en efficiënter gaat.

De strategie van het management is om het aantal vierkante meter in ontwikkeling te verhogen van de 600.000 m<sup>2</sup> die men haalde in de periode 2013-2017 naar 900.000 m<sup>2</sup>. Vandaag zit men met 23 projecten al aan 865.000 m<sup>2</sup>. We hebben de indruk dat het bedrijf sneller dan gepland zijn strategie kan realiseren. Die 600.000 m<sup>2</sup> van vroeger hadden een gemiddelde doorlooptijd van 6 jaar, de 100.000 m<sup>2</sup> die men per jaar realiseerde geeft een gemiddelde marge van 40 miljoen euro aan 400 euro marge per m<sup>2</sup>.

Als men die doorlooptijd kan verhogen naar 4,5 jaar geraakt men op de 900.000 m<sup>2</sup> aan gemiddeld 200.000 m<sup>2</sup> per jaar wat aan dezelfde marge van 400 euro per m<sup>2</sup> een totale marge van 80 miljoen euro geeft of een verdubbeling tegenover vroeger. Trek hier nog 20 miljoen euro af aan financiële lasten en werkingskosten en er blijft een winst voor belastingen van 60 miljoen euro. Men is actief in enkele landen met een lagere belastingvoet en geregeld verkoopt men eens een groter project via een aandelenverkoop, na belastingen moet hier 50 miljoen euro kunnen overschieten of afgerond 9 euro winst per aandeel. Niet dit jaar maar op een termijn van 3 tot 5 jaar haalbare kaart.

2018 was een goed jaar voor Atenor. De netto winst steeg met 58,7% tot 35,177 miljoen euro of 6,25 euro per aandeel. Als promotor schommelen de resultaten, een groot project dat eind december of begin januari verkocht wordt is een wereld van verschil en vorig jaar profiteerde het bedrijf van zo'n verkoop op het einde van het jaar. We mogen die winst dus niet zomaar doortrekken naar 2019 maar de historische koers-winstverhouding bedraagt 9,66.



Het dividend wordt verhoogd van 2,08 naar 2,20 euro bruto wat op de huidige koers een bruto rendement geeft van 3,64%. Men heeft een dividendpolitiek van stabiele tot stijgende uitkeringen, de jongste zes boekjaren keerde men minder uit aan dividend dan wat men verdiende en dat is gezond.

## Kroffinvest

20 maart 2019

Het eigen vermogen bedraagt nu 31 euro per aandeel en aan twee maal het eigen vermogen is het aandeel niet goedkoop als we hier naar kijken maar de rendabiliteit op dat eigen vermogen is natuurlijk uitstekend. Aan de huidige koers zijn we geen koper meer van het aandeel (kooplimiet was 40 euro). Die 40 euro gaan we nu niet snel meer halen, we brengen de koopzone naar 50 euro. Verkopen zouden we evenwel ook nog niet doen. Goede dividendbetalers zijn in een Japans scenario van lage rentes gedurende decennia de enige schuilplaats voor beleggers die een inkomen willen en wat risico durven nemen. Misschien moeten we een nieuwe categorie aandelen in het leven roepen: ooit goedkoop gekocht en rustig bij te houden en jaarlijks een iets hoger dividend innen. De familiale controle en prima track record van het management geven het aandeel een plaats in categorie 3 (weinig risico). Het korte termijn koersdoel is 60 euro en wie wil kan wat winst van tafel nemen. Maar binnen drie tot vijf jaar is een koers van 90 euro niet onmogelijk als het management zijn doelstellingen haalt. En het dividend over boekjaar 2019 en betaalbaar in 2020 zal in elk geval ook minstens 2,20 euro bruto bedragen.