

Kroffinvest

du 14.03.2012

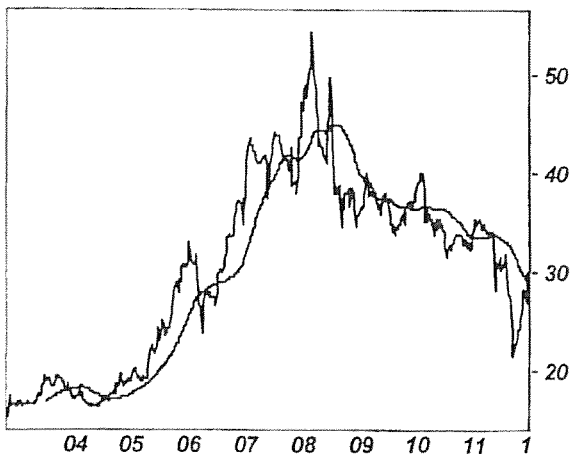
Atenor (30,16 euro) is zo'n mooi voorbeeld van een goed geleid bedrijf dat zelfs in een moeilijke markt zijn ding blijft doen en ontegensprekelijk waarde creëert –zelfs in België!– voor zijn aandeelhouders op de lange termijn.

Atenor is een vastgoedpromotor, een onderneming dus die gronden koopt en nieuwe projecten (kantoren, winkels, appartementen,...) realiseert, verhuurt en verkoopt. Per definitie zijn de resultaten van zo'n bedrijf wisselvallig. Een verkoop eind december of begin januari kan een wereld van verschil maken. Bovendien heeft Atenor de juiste tegendraadse reflex. Investeren als de markt op zijn gat zit en na enkele jaren verkopen met een mooie meerwaarde.

2010 was een transitiejaar en in 2011 knoopte de groep terug aan met winst. Netto verdiende men 11,321 miljoen euro of 2,25 euro per aandeel. Nog ver van de recordwinsten maar in volle economische crisis geen slechte prestatie. 2012 kondigt zich in het verlengde van 2011 aan met allicht een nieuwe piek ergens in 2013-2014 wanneer de vele projecten in ontwikkeling opgeleverd worden of verkooprijp zijn. En wanneer de vastgoedmarkt weer een beetje beter draait.

De winst van 2011 komt van het project UP-site (twee kantoorgebouwen reeds verkocht) en de verkoop van het project Media Gardens aan Aedifica. Als toetje was er nog wat geld (2,3 miljoen euro) dat men in Congo recupereerde.

ATENOR



Atenor zit in de investeringsfase en de schulden lopen dan op. Eind december netto 93,55 miljoen euro op een totaal eigen vermogen van 97,518 miljoen euro. Het eigen vermogen (deel groep) per aandeel bedroeg eind december 20,10 euro. Men investeerde onder meer in een project in Luxemburg (brouwerij Funck) en twee projecten in Brussel (City Docks en Trebel).

In de portefeuille zitten nu 10 projecten en de groep wil dit met nog 1 of 2 extra dossiers aanvullen. Bij South City staat alleen het hotel nog te koop. Bij UP-site bouwt men de hoogste woontoren van Brussel, de commercialisering hiervan is gestart. Er zijn daar ook nog 2 kantoorgebouwen te koop (nog niet gebouwd). In Boekarest en Hongarije kijkt men de kat uit de boom, de vastgoedmarkt trekt er aan en in Boekarest zal men eind dit jaar misschien beginnen bouwen zonder huurder. Nog in Brussel zitten enkele projecten in de planningsfase (Europa, Victor, Trebel, City Docks) waarbij er hier en daar al interesse is van kandidaat huurders (vooral de Europese instellingen). In Namen lijkt er een doorbraak te zijn (project Port du Bon Dieu) en in Luxemburg heeft men met de oude brouwerij Funck weer iets om handen (appartementen).

In totaal heeft de groep zo'n 500.000 m² in ontwikkeling, historisch gezien verdiende men hier vlot 500 euro per m² op. Uitgesnield over 5 of 6 jaar en na aftrek van financiële en werkingskosten kan het bedrijf gemiddeld 3 tot 4 euro winst per aandeel halen. Met de nadruk op gemiddeld.

Het dividend blijft behouden op de 2 euro bruto van vorig jaar. Een royale vergoeding en het management stak niet weg dat men nadenkt over de verdere toekomst. Met 5 miljoen extra in kas kan men een bijkomend project van 10 miljoen euro realiseren waar men op termijn 5 miljoen aan over houdt. Als men later op het jaar de dividendpolitiek bijstelt zal het zeker niet zijn omdat het slecht gaat met de zaken, integendeel.

Het management denkt dat men met dezelfde algemene kosten nog enkele projecten extra kan doen. Het management is overigens zelf ook aandeelhouder dus veronderstel maar dat men alleen goede zaken wil doen.

Op basis van het winstpotentieel (gemiddeld) en de waarde van de projecten in portefeuille hanteren we een koopzone van 30 euro met een koersdoel van 40 euro voor het aandeel (categorie 3, familiale aandeelhouders). Het bedrijf wordt genoemd in een aantal dossiers rond kasgeldvennootschappen, dit lijkt ons een vervelende maar ongevaarlijke zaak want het management heeft zich niets te verwijten. Wanneer het dossier opduikt in de pers gaat de koers soms (fors) lager om uiteindelijk wel te herstellen. U kan er maar uw voordeel mee doen.