

Atenor: op naar 900 000 m²

Vastgoed en bouw

Beurs van Brussel • 49,50 EUR

Nettodividend: 1,49 EUR (3%)

Risico: 3

Atenor schakelt een versnelling hoger om zijn winst aan te porren. Terwijl de projecten in de portefeuille tot in 2016 goed waren voor ±600 000 m² in ontwikkeling in totaal, mikt de groep nu op 900 000 m² tegen 2021. Ook wil ze de gemiddelde duur van haar projecten terugdringen. Ambitieuze maar redelijke doelstellingen. De projectontwikkelaar kan bovendien zijn dividend regelmatig optrekken (+2% per jaar). We schatten het aandeel in op ±56 EUR.

► **Kopen.**

Stedelijke projectontwikkelaar

Atenor investeert in zijn eentje of in samenwerking met partners in vastgoedprojecten (kantoren, residentiële panden). Deze winstgevendende projecten zijn over het algemeen op toplocaties in steden gelegen. De groep beheert het hele proces: de architectuur, de bouwvergunningen, de financiering, de afwerking, het verhuur en de verkoop. Doel is om meerwaarde te creëren, of dit nu via de oplevering van een pand is of tijdens de realisatie van een project.

KOERS VAN ATENOR (in EUR)



Eind 2016, begin 2017 gaven de eerste verkopen in Centraal-Europa de koers een nieuw elan. Maar sindsdien evolueert hij binnen een nauwe bandbreedte. De groep nadert nochtans een nieuwe drempel in haar ontwikkeling. Profiteer ervan om het aandeel in huis te halen.

Volatiliteit: kwestie van timing

- Al heeft de groep 18 projecten in portefeuille (verdeeld over 6 landen en 11 steden), toch blijven de resultaten schommelen. Die volatiliteit is eigen aan de activiteit van de groep: zo heeft de verkoop van een project altijd een sterke invloed op de resultaten.
- In het 1e halfjaar bereikte de winst per aandeel 1,04 EUR (op de 18 lopen-

de projecten droegen er 9 bij tot dit resultaat). Wel is dit bijna 3 maal minder dan over het 1e halfjaar 2017. Dat werd echter geboost door de verkoop van 2 panden (op 6) van het project *Vaci Greens* in Boedapest. Over het 1e halfjaar 2018 werd enkel de geleidelijke aandikking van de marges op projecten die op voorhand werden verkocht in de boeken opgenomen (volgens de boekhoudkundige regels), alsook de huurinkomsten van panden die al verhuurd zijn maar nog altijd in de portefeuille zitten. Het 2e halfjaar zou dit echter moeten compenseren: Atenor sloot een verkoopakkoord voor het Naos-project in Luxemburg (14 000 m² aan bureaus en handelspanden, al voor 60% verhuurd) en onderhandelt over diverse belangrijke transacties. Bijgevolg zou de winst 2018 minstens even hoog moeten uitkomen als in 2017 (4,07 EUR per aandeel). Ook zal de groep wellicht probleemloos haar dividendpolitiek kunnen handhaven (+2% per jaar) en in mei 2019 een nettodividend uitkeren van 1,49 EUR (nettorendement: 3% netto tegen huidige koers).

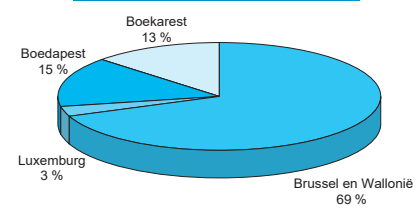
Doelstellingen 2021

- Eind 2016 had de groep haar doelstellingen voor de volgende 5 jaar bepaald. Deze beginnen nu zichtbaar te zijn in de cijfers. Om de resultaten hoger te drijven, is Atenor niet van plan meer risico's te nemen. Zo is de schuldratio structureel hoger drijven uit den boze. Ook gaat Atenor erg gedisciplineerd te werk: het verwerft enkel grond aan de hand van zijn eigen vermogen^{es}, dit om problemen te vermijden in geval van achterstand i.v.m. de bouwvergunningen of een conjunctuurdip. De groep zal dus op 2 punten verder werken, waardoor ze tegen 2021 het gemiddeld jaarlijks bedrag van de meerwaarde op de portefeuille zou kunnen verdubbelen.
 - *Het aantal projecten hoger drijven en dus het aantal ontwikkelde m².* Doel is dat het aantal m² in ontwikkeling zou stijgen van ±600 000 (zoals van 2013 tot 2016) tot 900 000 tegen 2021. De groep is in dit opzicht goed op weg (nu al 800 000) en zou hierin moeten slagen zonder een kapitaalver-

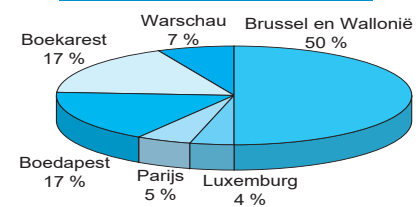
hoging door te voeren of de omvang van de projecten fors op te voeren: wellicht zal de geleidelijke toename van het eigen vermogen (slechts ±50% van de winst als dividend uitgekeerd) voldoende zijn om verder grond te kopen.

– *De omloopsnelheid van het geïnvesteerd kapitaal opdrijven.*

2014 615 000 m² / 12 projecten



2018 800 000 m² / 18 projecten



Over de laatste jaren bleef het eigen kapitaal gemiddeld 6 jaar geïnvesteerd in de verworven gronden (tot de projecten waren afgerond). Doel is die tijdsduur in te korten tot 4,5 jaar om de winstgevendheid op te drijven.

- Deze doelstellingen lijken ons redelijk. Atenor is inderdaad erg actief. Zo zette het recentelijk zijn eerste stappen op de Parijse en Poolse markt. Dankzij zijn ervaring en lokale teams is het goed ingeplant op de groeiende markten Boekarest en Boedapest, waar zich overigens steeds meer multinationals vestigen (Atenor heeft er 5 projecten lopen). In de volgende jaren zal de groep waarschijnlijk nieuwe markten aanboren. Bedoeling is dat al deze nieuwe polen de fakkel zouden overnemen van de historische markten: in België stagneert de markt en zorgt de politieke en administratieve poespas ervoor dat de projecten soms lang aanslepen. In Luxemburg bieden flink wat concurrenten eveneens aanlokkelijke projecten aan en gingen de grondprijzen hoger. Hoe dan ook, Atenor zal haar opportunistische strategie blijven volgen. Maar hoogst waarschijnlijk zal het gewicht van de Belgische en Luxemburgse markten structureel verder afnemen.