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 geboekt 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 Mesure
Redactie 15 september 2019
Koers Atenor 72,60 euro
www.atenor.be

Care Property Invest: hoog gewaardeerd voor defensieve groei

Wat is Care Property Invest?

EEN BELGISCHE GVV (GEREGLEMENTEERDE vastgoedvennootschap) die zich specialiseert in zorgvastgoed, o.a. rusthuizen en assistentiewoningen. De groep zag het licht in 1995 onder de naam Serviceflats Invest en was een beleidsmiddel van de Vlaamse Overheid om de bouw van assistentiewoningen in Vlaanderen te faciliteren. In 2013 was de opdracht voor de Vlaamse Overheid afgerond, werd de strategie geactualiseerd en vond de naamsverandering plaats. Sindsdien verwierf de groep ook zorgvastgoed buiten Vlaanderen. Recent werd de groep actief in Nederland.

CARE PROPERTY INVEST HOUDT een heel strak groeiritme aan en dat vertaalt zich in de halfjaarcijfers. In dit halfjaar kocht het 3 nieuwe projecten voor 30 miljoen euro (2 in België, een in Nederland) en werden er 2 Belgische projecten opgeleverd. Daarnaast verwierf het nog 5 projecten in ontwikkeling (3 in België, 2 in Nederland) die in de tweede helft van 2019 en in de loop van 2020 in gebruik genomen zullen worden.

Eind juni 2019 zag de geografische verdeling per wooneenheid er als volgt uit: 79% in Vlaanderen, 8% in het Brussels Gewest, 7% in Nederland en 6% in Wallonië.

De acquisities van deze jaarhelft en deze van de tweede helft van 2018, lieten de groep toe de huurinkomsten met 16,9% te verhogen tot 14,4 miljoen euro. Een blik op de cijfertabel toont dat het bedrijfsresultaat een onwaarschijnlijke sprong van 37% kende, maar er is een belangrijke kanttekening. Zo omvat de post andere kosten en opbrengsten een (boekhoudkundige) meerwaarde van 1,82 miljoen euro. Het betreft de winstmarge op de realisatie van een project. Maken we hier abstractie van, dan komt de groei van het bedrijfsresultaat uit op 14,5%. Die boekhoudkundige meerwaarde heeft geen impact op het courant resultaat.

Het financieel resultaat daalde iets meer dan 0,3 miljoen euro, een gevolg van de

Landgoed Wulperhorst in Zeist, Nederland

toename van de financiële schulden, maar getemperd door een daling van de financiele kost van 3,30 % naar 2,50 %.

Net zoals de meeste andere GVV's heeft Care Property Invest zich het voorbije jaar ingedekt tegen hogere rentevoeten, maar door de onverwachte daling in de voorbije maanden kennen die financiële indekkingsinstrumenten een negatieve herwaardering die tot -4,453 miljoen euro opliep. De herwaardering van het vastgoed was negatief ten bedrage van -0,141 miljoen euro. Het betrof de afwaardering van een project, voor de bouw van bijkomende serviceflats, dat niet doorging.

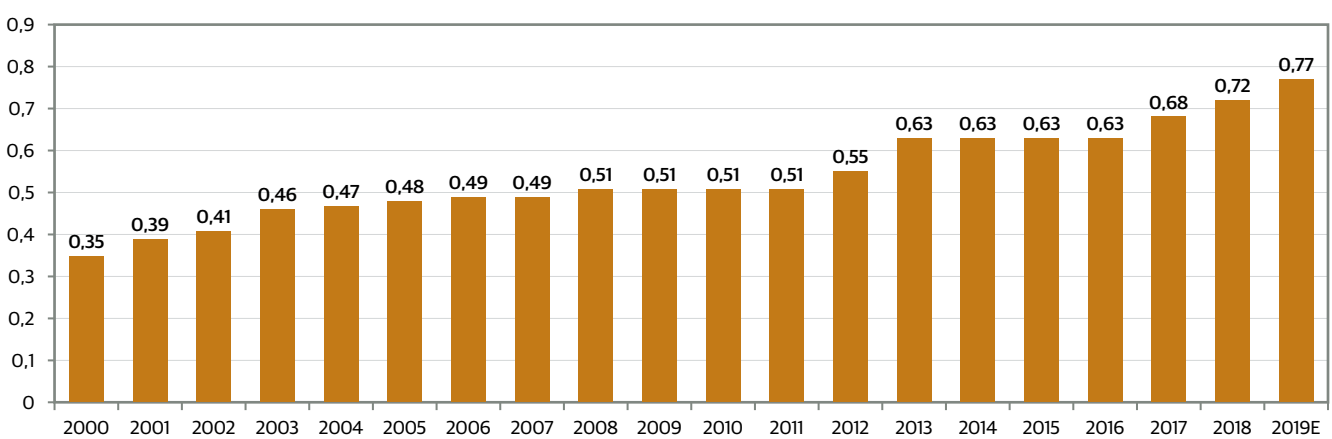
Het netto resultaat kwam uit op 6,7 miljoen euro, 21 % minder dan een jaar eerder. Belangrijker is het courant (of EPRA) resultaat dat 15,8 % steeg tot 9,2 miljoen euro. Per aandeel is de stijging (+9,8 %) minder uitgesproken, maar deze mag zeker gezien worden.

Care Property Invest, voorheen Serviceflats Invest heeft nog iets bijzonders uit het verleden. Het werd in 1995 opgericht met steun van de Vlaamse Overheid met de opdracht de bouw van 2.000 serviceflats in Vlaanderen te organiseren. OCMW's en VZW's zouden hiervoor gronden ter beschikking stellen aan de groep met een recht van opstal voor 30 jaar. Care Property Invest zou dan de woningen optrekken en er een erfpacht van 27 jaar op verlenen aan die OCMW's en VZW's. Dit gebeurde onder de vorm van een onroerende leasing, gebaseerd op een 'triple net'. Dit houdt in dat de groep niet verantwoordelijk is voor de vastgoedbelastingen, het structurele onderhoud (daken, leidingen…) en het kleine onderhoud. Door de onroerende leasing zullen de gebouwen op het einde van de looptijd overgekocht worden door de OCMW's en VZW's. De prijs waartegen deze overdracht gebeurt, is al vastgelegd en is de investeringskost van de bouwwerkzaamheden. Op de balans staat de verkoopwaarde van de projecten (ongeveer 80), met name 178,7 miljoen euro. In 2026 vindt de eerste overdracht plaats, de laatste in 2046. Doordat de verkoopprijs van die projecten vastligt, heeft er ook geen periodieke herwaardering plaats en dit verklaart de lage boekwaarde of het lage eigen vermogen van Care Property Invest, te weten 12,07 euro per aandeel. Het aandeel noteert hierdoor met een premie van 125 %!

Eind juni 2019 bestond de portefeuille voor 24 % uit deze financiële leasings, de resterende 76 % betreft gebouwen in volle eigendom. Eind 2015 waren die financiële leasings nog goed voor 64 % van de portefeuille. Het management heeft sindsdien dus heel wat 'normale' acquisities verricht. En dit is niet onbelangrijk, omdat de afwikkeling van die financiële leasings vanaf 2026 tot een inkrimping van de portefeuille zal leiden. De toekomstige impact ervan zal dus beperkt zijn. Dat beleggers voor het aantrekkelijke en defensief karakter een premie willen betalen met een hoge waardering en een lager dividendrendement dan bij de andere Belgische GVV's, is ook niet meer dan logisch. En t.o.v. de rente op het spaarboekje is het dividendrendement nog altijd meer dan aantrekkelijk.

Voor 2019 verwacht Care Property Invest een courant resultaat per aandeel van 0,87 euro, wat de ratio koers/courant resultaat op 31,3 doet uitkomen, het hoogste cijfer van de Belgische GVV's. Het bruto dividend voor 2019 zal uitkomen op 0,77 euro, netto (na 15 % RV) is dat 0,65 euro, goed voor een netto dividendrendement van 2,4 %. Niet onbelangrijk is dat het resultaat en het dividend jaar na jaar groeien.

Gert De Mesure
Redactie 14 september 2019
Koers Care Property Invest 27,20 euro
www.carepropertyinvest.be

(in miljoen euro)	18H1	19H1	Δ18/19
Huuropbrengsten	12,313	14,400	16,9 %
Bedrijfsresultaat	9,973	13,660	37,0 %
Financieel resultaat	-2,861	-3,180	
Herwaardering fin. instrumenten	0,297	-4,453	
Herwaardering vastgoed	0,390	-0,141	
Netto resultaat	8,474	6,694	-21,0 %
Courant resultaat	7,957	9,217	15,8 %
Courant resultaat per aandeel	0,4118	0,452	9,8 %

Evolutie bruto dividend