



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGERS VZW

Atenor

30 mei 2013

Koers	33,20
Aantal aandelen (m)	5,251
Marktkapitalisatie (m)	174,33

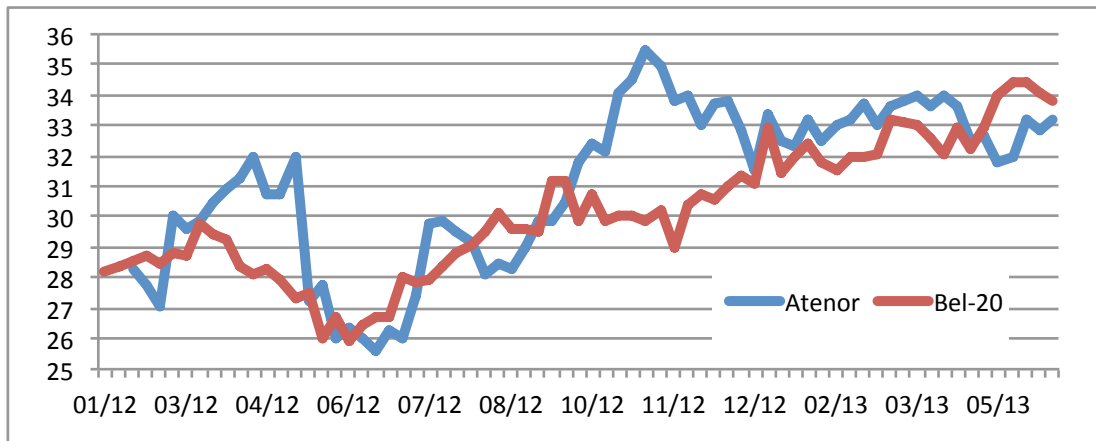
Eigen vermogen FY12	98,6
Netto fin. schuld FY12	131,9
ROE '12	9,6%

(in miljoen EUR)	FY07	FY08	FY09	FY10	FY11	FY12
Bedrijfsopbrengsten	71,720	93,517	49,698	26,235	49,591	49,744
Groei in %	-31,8%	30,4%	-46,9%	-47,2%	89,0%	0,3%
EBIT	31,042	39,694	12,556	3,480	13,508	8,754
EBIT%	43,3%	42,4%	25,3%	13,3%	27,2%	17,6%
Financieel resultaat	1,551	-0,347	-1,701	-4,445	-3,092	-3,119
Netto resultaat	35,414	41,292	7,316	-1,599	11,321	9,489

	FY07	FY08	FY09	FY10	FY11	FY12
Winst per aandeel	6,74	7,86	1,39	-0,30	2,16	1,81
Netto dividend	1,95	1,95	1,95	1,50	1,50	1,50
Koers/winstverhouding *	6,12	4,18	23,15	n.r.	11,22	18,37
Dividendrendement *	4,7%	5,9%	6,0%	4,7%	6,2%	4,5%

*: op basis van koersen op het jaareinde, voor 2012 huidige koers

BEDRIJFSPROFIEL AANDELEN



Bedrijfsomschrijving

Sinds 2004 focust Atenor zich 100% op vastgoedontwikkeling. In de afgelopen 15 jaar bouwde het management er een sterke track record in op. Naarmate het beheersteam evolueerde, vergrootte de groep eveneens het aantal te ontwikkelen vierkante meters.

De vastgoedstrategie is gebaseerd op 3 peilers: functioneel, geografisch en stadsplanning. Op het functionele vlak richt de groep zich op de ontwikkeling van kantoren en residentieel vastgoed. Sporadisch wordt er in winkelvastgoed en hotels geïnvesteerd, voornamelijk als deel van een groter geheel. Op geografisch vlak richt de groep zich voornamelijk op Brussel, daarna België in zijn geheel, Luxemburg en vanaf 2008 Roemenië en Hongarije.

Eind december 2012 had Atenor een portefeuille bestaande uit 12 projecten (1 afgewerkt, 11 te bouwen) met een oppervlakte van bijna 660.000 m². 73% hiervan bevindt zich in België, 13% in Hongarije, 12% in Roemenië en 2% in Luxemburg. Kantoren maken 52% uit van dat totaal, residentiële woningen 41%, de resterende 7% betreft winkelvastgoed.

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel & Fax: (03) 312 83 12

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



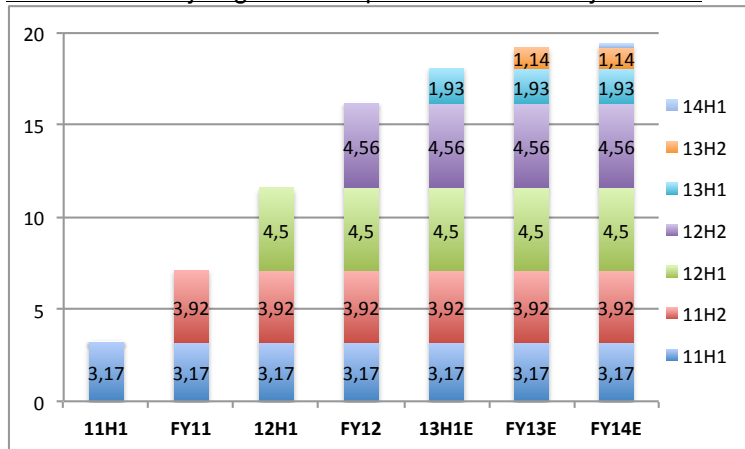
VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Jaarresultaten 2012

(in miljoen euro)		FY11	FY12
Kernactiviteiten	Verkochte projecten	18,520	14,186
	Lopende projecten	3,694	9,719
Niet-kernactiviteiten		2,993	0,923
Algemene kosten		-6,839	-6,288
Financiële resultaten		-3,433	-3,397
Belastingen		-3,755	-5,653
Netto resultaat, deel van de groep		11,321	9,489
Netto resultaat deel groep per aandeel		2,25	1,88

Net als in 2011 kon Atenor in 2012 uitpakken met enkele meerwaarden, op lopende en volledig verkochte projecten. Het gros (97%) van de verkochte projecten in 2012 was afkomstig van deelprojecten van UP-site. 21% daarvan was afkomstig van de verkoop van de appartementen in de grote woontoren.

Grafiek: winstbijdrage UP-site per semester in miljoen euro



De ontwikkeling van UP-site heeft plaats in kleinere fases om het ontwikkelingsrisico te spreiden. In een eerste fase werden de kantoorgebouwen opgetrokken en die vonden al kopers (bv. Unizo, Ethias en PMV). Door deze fasering draagt de UP-site gedurende een bepaalde periode bij tot de groepsresultaten (zie grafiek links). Naargelang de verkoop van de resterende delen vordert, zullen de bedragen in 2013 en 2014 verder toenemen.

Onder de noemer winstbijdrage uit lopende projecten worden voornamelijk de uitgestelde belastingen geboekt. Elk project bevindt zich in een aparte vennootschap en de start van de activiteiten en ontwikkeling zelf gaat gepaard met operationele verliezen. Eenmaal een project deels of volledig verkocht wordt, kunnen die verliezen ten dele of volledig gecompenseerd worden, wat aanleiding geeft tot de boeking van een uitgestelde belasting. Heel simpel gesteld gaat het om het aanwenden van een overgedragen verlies in de toekomst, waarvan de impact nu al geboekt wordt. Zo is 5,4 miljoen euro van de 9,719 miljoen afkomstig van Trebel, het project dat het Europese Parlement nu al aangekocht heeft, maar slechts tegen 2016 zal het afgewerkt zijn. De algemene kosten (voornamelijk personeelskosten) daalden doordat vanaf 2013 een nieuw bonussysteem zal worden gebruikt. Ondanks de toename van de netto financiële schuld bleven de financiële lasten quasi onveranderd. De financiële lasten direct toegewezen aan de bouw van de projecten wordt immers gekapitaliseerd.

In totaal kwam het netto resultaat uit op 9,49 miljoen euro of 1,88 euro per aandeel. Het netto dividend van 1,50 euro werd behouden. Nieuw is dat aandeelhouders kunnen opteren voor een dividend in aandelen. De omzetting van dat dividend in nieuwe aandelen gebeurt aan een mooie discount t.o.v. de huidige beurskoers, met name 27 euro. Die gunstige koers leidde ertoe dat 76% verkoos om het dividend in nieuwe aandelen te ontvangen.

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel & Fax: (03) 312 83 12

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopy, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Overzicht lopende projecten

Op datum van 31 december 2012 had Atenor 11 projecten in ontwikkeling en 1 afgewerkt project in portefeuille. Het afgewerkte project betreft het South City Hotel aan het Zuidstation te Brussel. Dit hotel maakte deel uit van een gemengd project waaronder kantoren. Deze werden al verkocht. Het hotel opende de deuren in maart 2011 en wordt uitgebaat door Park Inn. Het kende in 2012 een heel goede bezettingsgraad van 80% en trok hierdoor al geïnteresseerde kopers aan. Die kopers willen een rendement tussen 6,5% en 7%, maar aan die voorwaarden is Atenor niet bereid om te verkopen. Besloten werd om een jaar te wachten en dan een nieuw verkoopproces op te starten.

De andere 11 projecten worden hierna in detail besproken:

PROJECTNAAM	1. UP-Site
LIGGING	Brussel, Willebroekkaai
ONDERWERP	29.615 m ² kantoren; 1.972 m ² retail; 48.435 m ² residentieel

In mei 2008 presenteerde Atenor het Premium-project dat de hoogste woontoren van Brussel zou omvatten. Op de site vlakbij Tour & Taxis en aan het kanaal Brussel-Charleroi had ze een terrein van 1,25 ha verworven, waarop vervallen loods en stonden. Na de afbraakwerken werden de bouwwerken in de loop van 2010 aangevangen. Voordat het bouwproces echt op gang gekomen was, had Atenor al een kantoorblok verkocht, wat het financiële risico beperkte. Ondertussen werd het Premium-project omgedoopt tot UP-site.

Het project UP-site bestaat uit 3 afzonderlijke entiteiten. Het meest in het oog springend is de toren met een hoogte van 140 meter met 42 verdiepingen die vanaf een bepaalde verdieping alleen appartementen zal omvatten. Bijna de helft van de 251 appartementen is al verkocht.

Daarnaast komen 4 blokken met 106 terrasappartementen (villafats). Van een eerste blok werd al 75% verkocht, 30% van een tweede blok.

Het derde deel betreft 4 kantoorblokken. 3 ervan zijn al gebouwd. Van die 3 zijn er 2 volledig verkocht (Unizo en Ethias), het derde blok is voor 63% verkocht. De bouw van het vierde blok (10.000 m²) is bijna rond en de oplevering wordt verwacht tegen november 2013.

Het project is gelegen langs het kanaal Brussel-Willebroek en voorziet tevens in een promenade langs het water met ruimte voor winkels en een zekere wijkinfrastructuur. Ook heeft het Brusselse Gewest plannen om de havengebonden activiteiten rond het Vergote-dok te herschikken, wat de aantrekkelijkheid van UP-site op termijn ten goede zal komen. De totale kostprijs van het project is 102 miljoen euro (zonder BTW en zonder registratierechten).



VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel & Fax: (03) 312 83 12

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

PROJECTNAAM	2. Hermes Business Campus
LIGGING	Boekarest, Roemenië
ONDERWERP	78.212 m ² kantoren

In juli 2008 kocht Atenor een stuk grond in de nieuwe zakenwijk Pipera in de Roemeense hoofdstad Boekarest, vlakbij een metrostation. De initiële bedoeling was om voor 60.000 m² winkelruimte en kantoren te bouwen, een cijfer dat werd opgetrokken tot 78.212 m². In januari 2010 kreeg de groep de stedenbouwkundige vergunning voor de bouw in 3 verschillende fases.

De timing van het project is achteraf helemaal niet gunstig gebleken door de financieel-economische crisis. De afwezigheid van concrete interesse van huurders heeft tot vertraging geleid. Hierdoor kon Atenor zijn succesvolle werkwijze niet toepassen. Deze bestaat erin om na aankoop van de grond en de goedkeuring van een bouwvergunning ofwel een koper te zoeken, ofwel huurders aan te trekken die in een tweede fase de verkoop moeten vergemakkelijken.

De huurmarkt voor kantoren deed het relatief goed in 2011 en in 2012 (take-up van 240.000 m² op een markt van 1.900.000 m²) dankzij de bedrijvigheid van internationale bedrijven. Dit heeft Atenor aangezet om toch al met de bouw van de eerste fase, het gebouw B (18.000 m²), van start te gaan. Een werf die gestart is, heeft immers meer kans om een huurder of een koper te vinden. Dat was zeker het geval in Boekarest. Ondertussen werd al een huurder voor een beperkte 650 m² aangetrokken. Er lopen ook gesprekken met andere potentiële huurders voor een oppervlakte van 1.000 m² tot 5.000 m².

Initieel loopt Atenor een groter dan normaal bouwrisico, maar het snel aantrekken van huurders kan dat risico snel en sterk beperken. Een huurrendement van meer dan 8% wordt beoogd.

PROJECTNAAM	3.Vaci Greens
LIGGING	Boedapest, Hongarije
ONDERWERP	57.795 m ² (A, B en C-gebouwen) en 29.559 m ² (D en E-gebouwen) kantoren

In mei 2008 kocht Atenor een geheel van terreinen van 1,7 ha die de bouw toelieten, in verschillende fases, van kantoren met een initiële totale oppervlakte van 70.000 m² in Vaçi Ut, een belangrijke commerciële en kantorenwijk in het noorden van de Hongaarse hoofdstad Boedapest, ook vlakbij een metrostation. In september 2009 kreeg de groep de bouwvergunning voor de eerste fase van de bouw van 3 kantoorgebouwen (A, B en C) met een oppervlakte van 57.795 m². In juli en september 2010 werden de andere vergunningen bekomen voor de bouw van een bijkomende oppervlakte van zo'n 30.000 m². De Hongaarse economie is in minder goede doen en dat zorgt voor een weinig dynamische huurmarkt (huurders verhuizen niet). Ook bedraagt de leegstand er 21,3%. Ook hier is Atenor met de bouw van een eerste fase (gebouw A met 17.362 m²) gestart die in juni afgerond zal worden. Momenteel lopen er contacten met potentiële huurders.

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel & Fax: (03) 312 83 12

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

PROJECTNAAM	4. Trebel
LIGGING	Brussel, Europese wijk
ONDERWERP	30.000 m ² kantoren

In juli 2011 kocht Atenor de voormalige hoofdzetel van de spaarbank Bacob op de hoek van de Belliardstraat en de Trierstraat te Brussel, vlakbij de Europese instellingen. Het huidige gebouw omvat 17.000 m² op een grond van 40 are. Atenor had de ambitie om na afbraak een nieuw gebouw met 32.000 m² kantooruimte op te trekken, maar om tegemoet te komen aan de verzuchtingen van de overheidsinstanties werd het project aangepast tot 29.766 m². Nog voor een eerste steen gelegd werd, heeft Atenor reeds een verkoopcontract kunnen sluiten met het Europees Parlement.



Zij zal 122,5 miljoen euro op tafel leggen voor het te bouwen project dat in 2016 afgewerkt zou moeten zijn. Men voorziet een bruto winstbijdrage van 51 miljoen euro te boeken, minus de jaarlijkse kosten (o.a. financieringskosten). Per m² komt de winst hiermee uit op iets meer dan 1.500 euro/m². Maar pas in 2016 zal Atenor op dit project de winst in zijn boeken kunnen opnemen, wel was er in 2012 al een positieve impact via de uitgestelde belastingen. Begin 2013 ontving Atenor een voorschot van 15 miljoen euro op de aankoop. Een tweede voorschot zal betaald worden bij ontvangst van de bouwvergunning.

Op 30 april 2013 was Atenor in het bezit van alle nodige documenten, zodat de werken (eerst afbraak, dan bouw) kunnen aanvangen. Deze zullen starten in juni 2013.

PROJECTNAAM	5. Victor
LIGGING	Brussel, Zuidstation
ONDERWERP	kantoren, winkels en residentieel vastgoed

In augustus 2008 sloot Atenor een 50/50-overeenkomst met CFE om aan het Brusselse Zuidstation een herontwikkelingsproject uit te voeren. Het betreft een gemengd project bestaande uit kantoren, winkels en residentieel vastgoed (totale oppervlakte onbekend). Atenor/CFE genieten de volle steun van de gemeente Anderlecht en ze zullen zelf 10 miljoen euro kosten voor urbanisme dragen. Het originele plan dat ingediend werd, werd aangepast om meer woongelegenheden (10.000 m²) te voorzien. Omdat de overheidsinstanties in de buurt tot een meer globale benadering willen overgaan, zal het project een zekere vertraging kennen. In de loop van 2013 zou de bouwvergunning ontvangen moeten worden.

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel & Fax: (03) 312 83 12

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

PROJECTNAAM	6. Europa
LIGGING	Brussel, België
ONDERWERP	44.000 m ² kantoren

De basis voor dit heel ambitieuze project werd gelegd in het jaar 2005 toen Atenor het hotel Crowne Plaza (17.000 m²) gelegen langs de Wetstraat in Brussel, overnam. Terwijl de uitbating van dit hotel Atenor jaarlijkse een cash-flow van een paar miljard euro opleverde, werkte ze een ambitieus torenproject uit met een oppervlakte van eerst 30.000 m², later uitgebreid tot 44.000 m². Daarvoor had ze in 2007 een architectuurwedstrijd uitgeschreven samen met het Brusselse Gewest om een nieuwe 'skyline' uit te tekenen. In maart 2009 kwam het Franse architectenbureau 'Atelier Christian de Portzamparc' als winnaar uit de bus. Eind 2011 werd het hotel gesloten, waarna de afbraakwerken startten.

Initieel toonde de Europese Commissie interesse voor het project, maar ze wilde een gebouw van 60.000 m².

Het project heeft echter af te rekenen met heel wat obstakels en reglementeringen. Zo moet het stadsplanningreglement aangepast worden. Het Europa-project bevindt zich immers in de perimeter van het Stadsproject Wet. Een nieuwe versie van dat reglement moet op korte termijn door het Brusselse Gewest goedgekeurd worden, terwijl Atenor haar aanvraag voor de bouwvergunning zal moeten aanpassen, zonder dat dit tot een bijkomende vertraging zal leiden. In de loop van 2013 hoopt Atenor te bouwwerken te kunnen aanvangen.



PROJECTNAAM	7. Port du Bon Dieu
LIGGING	Namur, België
ONDERWERP	19.087 m ² residentieel vastgoed

In 2007 lanceerde Atenor dit residentieel project aan de Naamse stadsrand langs de Maas. Na veel administratief gepalaver kreeg ze de bouwvergunning in september 2012 voor de bouw van 140 appartementen en 9 handelszaken. Van een eerste blok van 46 appartementen werd al relatief snel 25% verkocht.

De bouwwerken (afbraak, sanering en bouw) zijn begin mei 2013 gestart.



VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel & Fax: (03) 312 83 12

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

PROJECTNAAM	8. Les Anciennes Sucrieries
LIGGING	Ath, België
ONDERWERP	20.000 m ² woningen

In augustus 2012 won Atenor een wedstrijd die was uitgeschreven door de stad Ath. Op een voormalige industriële site in de buurt van het station mag Atenor 20.000 m² ontwikkelen. Het gaat om een gemengd stadsproject met appartementen (200), lofts, een rusthuis, kinderopvang en een buurthuis. Ook hier zal Atenor de ontwikkeling in verschillende fases aanvatten. Een eerste bouwvergunning voor 16 appartementen en een kindercrèche werd in mei 2013 ontvangen, zodat de bouwwerken en de commercialisering in juni 2013 van start kunnen gaan.



PROJECTNAAM	9. Au fil des Grands Prés
LIGGING	Mons, België
ONDERWERP	150.000 tot 200.000 m ² gemengd gebruik

In augustus 2012 verwierf Atenor 2 stukken grond met een oppervlakte van 7,2 ha op de site Grands Prés te Mons met als bedoeling de ontwikkeling van een belangrijk gemengd stadsproject. De terreinen liggen enerzijds vlak naast het nog te bouwen nieuwe TGV-station, anderzijds naast een groot commercieel centrum, bioskoopcomplex en een expositieruimte. Op vraag van de stad zal een deel van de gronden voorbehouden worden voor kantoren. In december 2012 werd een bouwvergunning ingediend voor de ontwikkeling van een eerste deel gebouwen die 78 appartementen omvatten en dit binnen het bestaande ruimtelijk structuurplan.



VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel & Fax: (03) 312 83 12

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Een tweede aanvraag, ook binnen dit plan, voor de bouw van 9.000 m² woningen wordt momenteel opgesteld. De volgende te nemen stappen worden nog bestudeerd, samen met de gewestelijke en stedelijke overheden.

PROJECTNAAM	10. City Docks
LIGGING	Anderlecht, België
ONDERWERP	Gemengd project van meer dan 125.000 m ²

Begin 2011 kocht Atenor een terrein met industriële gebouwen met een oppervlakte van 5,4 hectare te Anderlecht, vlak aan het kanaal Brussel-Willebroek. Atenor heeft er de ambitie om met de steun van de gemeente en het gewest een nieuwe multifunctionele wijk te ontwikkelen met ruimte voor voetgangers en fietsers. De basis zal gevormd worden door residentiële woningen, aangevuld met winkels, een rusthuis, enzoverder.

Tot voor kort waren de industriële gebouwen nog verhuurd. Door de originele industriële bestemming van de gronden zal het gemeentelijk structuurplan aangepast moeten worden.

Het is hierop wachten vooraleer heel concrete initiatieven genomen kunnen worden.



PROJECTNAAM	11. Les Brasseries de Neudorf
LIGGING	Luxemburg
ONDERWERP	11.400 m ² residentieel vastgoed

In september 2011 kocht Atenor de site van de voormalige brouwerij Henry Funck in de rue de Neudorf te Luxemburg-stad. De site heeft een oppervlakte van 7.600 m² en de groep plant er de bouw van 11.400 m² residentieel vastgoed (86 appartementen). en winkels. De ligging is heel goed: vlakbij het stadscentrum, niet ver van het zakendistrict Kirchberg en met een goede ontsluiting qua wegen en openbaar vervoer. In een eerste fase werd het bijzondere plan van aanleg voor de site goedgekeurd. De definitieve bouwvergunning wordt tegen oktober 2013 verwacht, waarna de bouwwerken van start kunnen gaan. Atenor sluit niet dat er al in 2013 een winstbijdrage geboekt wordt, daar de verkoop van de individuele gebouwen ook al van start zal gaan.

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel & Fax: (03) 312 83 12

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopye, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Waardering

De financiële theorie stelt dat de waarde van een bedrijf bestaat uit de toekomstige cash-flowstromen verdisconteerd naar vandaag. Gelet op de volatiliteit van de resultaten van Atenor is dit allesbehalve een evidentie. Wat we wel kunnen doen, is proberen de winstbijdrage (en hun timing) van de projecten die vandaag op tafel liggen, in te schatten en naar vandaag te verdisconteren. De juiste verkoopprijs inschatten, is vandaag onmogelijk. Het enige houvast dat we hebben, is dat Atenor als intern objectief heeft om een winst van minstens 400 euro/m² te realiseren. Die 400 euro/m² lijkt ons een ondergrens en een heel conservatieve benadering. Tegen deze achtergrond is het nuttig om weten welke ontwikkelingsmarge Atenor gerealiseerd heeft op de 3 kantoorblokken van UP-site. Op de eerste blok was dat 482 euro/m² (iets minder omdat het het eerste bouwwerk was op deze site), op de tweede 658 euro/m² en op de derde zelfs 1.130 euro/m². Voor de projecten in Roemenië en Hongarije dient wel met een lagere winstmarge gehouden te worden.

We hebben schematisch de verwachte afwerking en verkoop van de 11 projecten en van het afgewerkte project (South City Hotel) en hun verwachte bijdrage in een tabel samengebracht. De toekomstige winsten hebben we naar 2013 verdisconteerd aan 8%, daarnaast houden we ook rekening met de jaarlijkse personeelskosten van 6,2 miljoen euro. Die totale naar vandaag (aan 8%) verdisconteerde winstbijdrage hebben we bij het eigen vermogen geteld. Dat levert ons een waarde vandaag op van 53,48 euro per aandeel, wat impliceert dat de koers met een discount van 37,9% noteert. Bij een verdiscontering aan 7% wordt de discount 39,1%.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1. UP-site	3,0	15,0	10,0			
2. Roemenië		2,0	2,0	4,0	5,0	
3. Hongarije			2,0	2,0	3,0	6,0
4. Trebel				45,0		
5. Victor					7,0	8,0
6. Europa						22,0
7. Namur	5,0	5,0				
8. Ath			4,0	4,0		
9. Mons			12,0	12,0	15,0	20,0
10. City Docks			4,0	12,0	15,0	18,0
11. Luxemburg		2,5	2,5			
12. South City		1,0				
min kosten	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2	-6,2
Totaal	1,8	19,3	30,3	72,8	38,8	67,8
Verdisconteerd à 8%	1,8	17,87	25,98	57,79	28,52	46,14
Gecumuleerd	178,1					
				per aandeel	33,91	
				boekwaarde	19,57	
				totale waarde	53,48	
				beurskoers	33,20	
				discount	37,9%	

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel & Fax: (03) 312 83 12

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.



VLAAMSE FEDERATIE VAN BELEGGINGSCLUBS EN BELEGGERS VZW

Conclusie

In onze bijdrage in de Beste Belegger van september 2011 becijferden we reeds de verdisconteerde waarde van de toekomstige projecten. We kwamen toen uit op een waarde van 36,38 euro per aandeel, vandaag komen we uit op 33,91 euro per aandeel, een waarde die we bij het huidige eigen vermogen moeten tellen. Ons laatste cijfer is lager dan in 2011, enerzijds werd al een deel van de meerwaarden op UP-site gerealiseerd, anderzijds is de situatie in Roemenië en Hongarije minder gunstig dan eerst verwacht.

Bij deze waardering moeten we nog 2 opmerkingen maken, in positieve en in negatieve zin. We gaan steeds uit van de realisatie van de verkoop, wat niet altijd evident is. Daarnaast is het niet uitgesloten dat voor sommige projecten de winst per m² hoger ligt dan de gebruikte 400 euro. Ook gaan we steeds uit van voldoende tijd voor de uitvoering van de projecten, bouwvergunningen worden immers niet altijd heel snel verleend.

Gert De Mesure

VFB vzw, correspondentieadres : Langestraat 221 2240 Zandhoven Tel & Fax: (03) 312 83 12

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De VFB kan geenszins aansprakelijk gesteld worden voor gederfde winst of verlies naar aanleiding van de verstrekte informatie of het gebruik ervan. Niets uit deze publicatie mag worden veelelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van de Vereniging.