



Atenor: kapitaalverhoging (13 november 2023)

Inleiding

Eindelijk heeft Atenor de voorwaarden en timing van haar lang verwachte kapitaalverhoging bekend gemaakt. Deze kapitaalverhoging wordt gekenmerkt door enkele minder gebruikelijke zaken, die een bijkomend woordje uitleg behoeven. De kapitaalverhoging is relatief belangrijk na de slechte halfjaarresultaten die te lijden hadden onder de afwaardering van enkele projecten, maar hier stopt het verhaal niet. We proberen de evolutie van het eigen vermogen en de netto financiële schuld te becijferen na deze kapitaalverhoging en na de (verwachte) uitvoering en afronding van enkele projecten.

De kapitaalverhoging

Atenor plant dus een kapitaalverhoging waarbij 3 oude aandelen het recht geven om in te schrijven op 13 nieuwe aandelen aan 5 euro. Bij volledige uitoefening van de inschrijvingsrechten zal het bedrijf 160,9 miljoen euro ophalen (7,425 miljoen aandelen gedeeld door 3 maal 13 resulteert in de uitgifte van 32,175 miljoen nieuwe aandelen aan 5 euro, dit levert een bedrag op van 160,9 miljoen euro). De operatie start op maandag 13 november en loopt tot 27 november.

Gelet op de relatief zware operatie (aandeelhouders moeten bij uitoefening van hun inschrijvingsrechten meer op tafel leggen dan de waarde van hun bestaande positie), is de kans groot dat niet alle aandeelhouders hun rechten uitoefenen.

Daarvoor moeten we kijken naar het aandeelhouderschap. We onderscheiden de volgende partijen:

- De controle-aandeelhouders: bezitten samen 51,60%, als volgt verdeeld:
 - o 3D: 25,93%
 - o Luxempart: 11,04%
 - o De familie Vastapane: 10,30%
 - o De CEO Stéphan Sonnevillie: 4,33%

We merken op dat 3D de vennootschap ForAtenor controleert die 12,04% bezit van Atenor, Stéphan Sonnevillie is ook aandeelhouder van ForAtenor. Het 12,04% belang bevindt zich in de 25,93% van 3D.

- Free float (vrij in de markt): bedraagt 48,60%

Naast de kapitaalverhoging met voorkeurrecht voor de bestaande aandeelhouders moet er nog rekening gehouden worden met 2 belangrijke elementen. Zo verbinden enkele referentie-aandeelhouders zich ertoe om voor een bijkomende 50 miljoen euro in te tekenen op de kapitaalverhoging door het (gratis) opnemen van niet-uitgeoefende inschrijvingsrechten. Het andere element is dat nieuwe investeerders met een bedrag van 21,5 miljoen euro zullen instappen.

Wat de kapitaalverhoging in detail betreft, onderscheiden we drie stappen:

- De uitoefening van de inschrijvingsrechten
- De aanwending van de niet-uitgeoefende inschrijvingsrechten
- De aankoop van nieuwe aandelen door nieuwe investeerders

VFB vzw, correspondentieadres : De Regenboog 11 B14 2800 Mechelen Zuid Tel.: (015) 21 51 60

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.



Scenario's

Deze 3 stappen passen we toe op diverse scenario's:

- 1) Elke aandeelhouder oefent zijn inschrijvingsrechten uit. Dit is het eenvoudigste scenario en levert Atenor een bedrag op van 160,9 miljoen euro via de klassieke kapitaalverhoging. De bijkomende schijf van 50 miljoen euro van de referentie-aandeelhouders zal in dit geval niet aangesproken worden. Daarnaast verwerven de nieuwe investeerders voor 21,5 miljoen euro nieuwe aandelen, zodat Atenor in totaal een bedrag van 182,4 miljoen euro zal ophalen.
- 2) Niet alle aandeelhouders oefenen hun inschrijvingsrechten uit. De 'free-float' aandeelhouders tekenen voor slechts 48,9 miljoen euro in op nieuwe aandelen. De 50 miljoen euro waarop de 'free-float' niet ingetekend heeft, wordt ingevuld door de schijf van 50 miljoen euro van de referentie-aandeelhouders. Bijkomend verwerven de nieuwe investeerders ook in dit scenario voor 21,5 miljoen euro nieuwe aandelen, zodat Atenor in totaal een bedrag van 182,4 miljoen euro zal ophalen.
- 3) In dit derde scenario gaan we er van uit dat nog minder 'free-float' aandeelhouders (voor slechts 35 miljoen euro) intekenen op de kapitaalverhoging. Het deel dat zij niet intekenden, wordt enerzijds aangereikt door de referentie-aandeelhouders met hun schijf van 50 miljoen euro en met een deel van de middelen van de nieuwe investeerders, in dit geval 13,9 miljoen euro. De overige 7,6 miljoen euro van de toegezegde 21,5 miljoen euro komt bovenop het bedrag van 160,9 miljoen euro.
- 4) Het vierde scenario is het meest extreme waarbij geen enkele 'free-float' aandeelhouder intekent. De volledige schijf van 50 miljoen euro van de referentie-aandeelhouders als de volledige 21,5 miljoen euro van de nieuwe investeerders worden aangewend in de kapitaalverhoging voor de niet-uitgeoefende inschrijvingsrechten. In dit meest extreme scenario haalt Atenor dus slechts 133,5 miljoen euro op.

(in miljoen euro)	1	2	3	4
Free-float	98,9	48,9	35,0	0,0
Referentie-aandeelhouders	62,0	62,0	62,0	62,0
Schijf 50 mio referentie-aandeelhouders	0,0	50,0	50,0	50,0
Nieuwe investeerders	0,0	0,0	13,9	21,5
Totaal bedrag van de kapitaalverhoging	160,9	160,9	160,9	133,5
Nieuwe investeerders	21,5	21,5	7,6	0,0
Totaal opgehaald kapitaal	182,4	182,4	168,5	133,5

In een volgende stap simuleren we hoe de solvabiliteit mogelijk zal evolueren na deze kapitaalverhoging en rekening houdend met de (versnelde) verkoop van enkele projecten.

Een blik op de nabije toekomst

Veel beleggers zullen zich de vraag stellen in welke mate Atenor levensvatbaar is in de huidige moeilijke marktomstandigheden. De gestarte kapitaalverhoging is hierbij een eerste belangrijke stap, maar het is duidelijk dat er nog andere stappen genomen dienen te worden. We denken hierbij vooral aan de verkoop van projecten om de financiële schuld verder af te bouwen. De verkopen op zich zijn vandaag belangrijker dan de eventuele meerwaarde erop.

(in miljoen euro)	Eigen vermogen	Netto fin. schuld	Solvabiliteit
Op 30 juni 2023	223	920	24,3%
Kapitaalverhoging	161	-161	
Verkoop Roseville (H)	0	-39	
Verkoop Am Wehrhahn (D)	0	-17	
Verkoop WellBe (P)	0	-20	
Ander project		-40	
Bouwkosten		50	
Bedrijfs- en fin. kosten 1/2 jr	-18	18	
Totaal eind 2023	366	711	51,5%
Verkoop Realex CC	10	-50	
Verkoop UP-Site Boekarest	8	-60	
Verkoop Twist	10	-40	
Bouwkosten		30	
Bedrijfs- en fin. kosten 1/2 jr	-20	20	
Totaal juni 2024	374	611	61,3%

VFB vzw, correspondentieadres : De Regenboog 11 B14 2800 Mechelen Zuid Tel.: (015) 21 51 60

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.



In de tabel op het vorige blad rechtsonder geven we een overzicht van onze schattingen tot eind juni 2024. Onze berekeningen starten bij de situatie eind juni 2023, de datum waarop Atenor een eigen vermogen had van 223 miljoen euro en een netto financiële schuld van 920 miljoen euro. In de volgende lijn geven we de impact van de kapitaalverhoging weer. We gaan uit van een bedrag van 161 miljoen euro, dat kan eventueel meer, alsook minder zijn. Dat bedrag tellen we bij het eigen vermogen en met dat bedrag verlagen we de financiële schuld.

In zijn trading update over het derde kwartaal maakte Atenor de verkoop bekend van enkele projecten, die dus de schuld doen verminderen. We merken op dat we geen positieve bijdrage (dus geen impact op het eigen vermogen) verwachten van deze transacties. Volledigheidshalve vermelden we ook de verwachte lopende bouwkosten (50 miljoen euro) en de operationele en financiële kosten (18 miljoen euro). Aldus verwachten we eind 2023 uit te komen op een eigen vermogen van 366 miljoen euro en een netto financiële schuld van 711 miljoen euro, goed voor een (verbeterde) solvabiliteit van 51,5%.

De verwachte evoluties in de eerste helft van 2024 zijn interessant in die zin dat enkele transacties afgerond zullen kunnen worden die ondertekend werden voor de huidige moeilijke marktomstandigheden en die dus een zekere positieve bijdrage zullen realiseren. We denken hierbij aan het congrescentrum Realex (koper is de Europese Commissie), de appartementen van het Roemeense UP-Site en het Luxemburgse kantoorgebouw Twist (met de Luxemburgse overheid als koper). Dit lijstje bespraken we al in onze vorige updates. De winstbijdrage van deze 3 projecten is al bij al beperkt en overstijgt slechts in beperkte mate de operationele en de financiële kosten. Dit impliceert dat we voor de eerste helft van 2024 slechts een beperkt positief financieel resultaat verwachten. Belangrijker is natuurlijk de cash die deze transacties creëren om de hoge schuldenlast verder af te bouwen. Daarnaast mogen we niet uitsluiten dat nog andere projecten te gelde gemaakt worden, de zichtbaarheid hierop is wel beperkt.

Eind juni 2024 verwachten we dat Atenor uitkomt op een solvabiliteit (eigen vermogen gedeeld door netto financiële schuld) van 61,3%. In een historische vergelijking (zie tabel hieronder) is deze 61,3% het hoogste cijfer sinds 2016!

(in miljoen euro)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	23H1
Eigen vermogen	139,4	149,6	170,3	187,0	261,2	301,0	273,6	223,3
Netto financiële schuld	305,1	329,0	333,7	494,5	589,5	742,4	867,5	919,6
Solvabiliteit	45,7%	45,5%	51,0%	37,8%	44,3%	40,5%	31,5%	24,3%

Call op maandag 13 november 2023

Deze ochtend hadden we nogmaals de gelegenheid om enkele zaken met de CEO door te nemen. De hierboven besproken cijfers werden min of meer bevestigd, wat zeker een opsteker moet zijn voor de aandeelhouders. Daarnaast had de CEO het over de talrijke projecten die met belangrijke vertragingen geconfronteerd werden, enerzijds door corona en de stijgende rente, anderzijds door politieke 'onwil'. We overlopen er enkele:

- Door corona liepen de projecten in Polen en Portugal een vertraging op van meer dan een jaar
- Het project Verheeskade I (55.000 m² voor 562 studentenwoningen en 357 appartementen) in het Nederlandse Den Haag liep 2 jaar vertraging op door onenigheid tussen 2 politieke partijen
- Terhulpen (Les Berges de l'Argentine, een gemengd project van 31.000 m² bestaande uit appartementen, kantoren, een rusthuis en enkele winkels): de vooruitgang van het project wordt gehinderd door de burgemeester
- In Parijs loopt de bouw van het reeds verhuurde kantoorgebouw Victor Hugo vertraging op.

VFB vzw, correspondentieadres : De Regenboog 11 B14 2800 Mechelen Zuid Tel.: (015) 21 51 60

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.



Los van deze externe elementen heeft Atenor ook af te rekenen met een minder geslaagd kantoorproject in de buurt van Parijs (33.800 m² in Bezons). Het gebouw werd eind 2021 opgeleverd en slaagde er nog niet in een huurder aan te trekken, de leegstand in de buurt bedraagt immers 25%! Het staat voor ongeveer 140 miljoen euro in de boeken en de CEO is bereid het met een zeker verlies te verkopen. Het belangrijkste is immers de schulden af te bouwen en hiermee kan een verlies gepaard gaan. We mogen ook niet uitsluiten dat er andere 'moeilijke' projecten de deur uitgaan, met verlies, dit om mogelijke arbitrages te kunnen doen. M.a.w. het kan nuttig zijn om een project met verlies te verkopen en de opbrengst aan te wenden voor andere rendabele projecten. In de nabije toekomst wil Atenor meer inzetten op renovaties, wat minder 'vergunningszorgen' impliceert.

We stelden ook de vraag wat er na juni 2024 verwacht mag worden. En dat lijstje oogt aantrekkelijk. Zo behoort de verkoop van het Parijse Victor Hugo (6.400 m²) tot de mogelijkheden, evenals het Hongaarse project BakerStreet I (Boedapest). Deze eerste fase van 16.200 m² wordt midden 2024 opgeleverd en zal gehuurd worden door E.ON Hungaria. De combinatie van oplevering en verhuur kan een verkoop inluiden. Wat verder langs de Donau in Boedapest ontwikkelt Atenor het residentieel project Lake 11 Home&Park, goed voor 1.326 appartementen gespreid over 8 fases (92.000 m² in totaal). Van de eerste fase werden al 100 appartementen verkocht. Het Haagse project Verheeskade I komt ook voor verkoop in aanmerking en kan een marge van 3 à 5 miljoen euro opleveren. Tot slot is er het Poolse project Lakeside (Warschau, kantoorproject van 23.850 m²). Het gebouw is al voor 80% verhuurd en de oplevering is voor midden 2024 gepland.

Tot slot gaf de CEO aan dat de meeste projecten/gronden aangekocht werden voor corona en dus relatief goedkoop waren. Wel zal Atenor haar marge met 25% verlagen, zijnde tot 450 euro/m² voor kantoren en tot 270 euro/m² voor appartementen/woningen.

Conclusie

Met de zaken die op tafel liggen moet Atenor zeker de continuïteit van het bedrijf kunnen garanderen en kan er een basis gelegd worden voor een herstel van de rendabiliteit. In de markt zijn er immers nog belangrijke tekorten aan woningen en aan hoogwaardige kantoren, in België en in het buitenland.

Gert De Measure, 13 november 2023, koers Atenor: 8,50 euro)

VFB vzw, correspondentieadres : De Regenboog 11 B14 2800 Mechelen Zuid Tel.: (015) 21 51 60

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.