



ALTAREA

10 augustus 2020

Koers	125,00
Aantal aandelen (m)	16,26
Marktkapitalisatie (m)	2.032,9

Eigen vermogen FY19 m	2.144,4
Netto fin. schuld FY19 m	2.475,0

ROE '19	10,9%
---------	-------

(in miljoen euro)	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20E
Omzet	1.218,20	1.581,70	1.902,40	2.332,00	3.109,80	n.b.
Groei in %	-8,4%	29,8%	20,3%	22,6%	33,4%	n.b.
EBIT	234,70	274,50	355,90	377,90	450,90	n.b.
EBIT%	19,3%	17,4%	18,7%	16,2%	14,5%	n.b.
Financieel resultaat	-31,90	-37,20	-38,40	-41,00	-76,40	n.b.
Netto resultaat	108,40	165,50	323,00	255,30	233,70	240,00
Courant resultaat	161,20	192,00	256,30	276,20	298,80	240,00

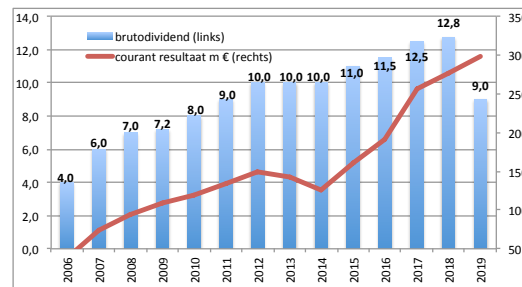
	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20E
Winst per aandeel	8,71	11,72	20,69	15,96	14,26	14,31
Courant resultaat p/a	12,95	13,60	16,42	17,27	18,23	14,31
Brutodividend	11,00	11,50	12,50	12,75	9,00	10,00
Koers/winstverhouding *	14,32	13,62	12,67	9,39	6,86	8,73
Bruto dividendrendement *	5,9%	6,2%	6,0%	7,9%	7,2%	8,0%

*: op basis van koersen op het jaareind (op courant resultaat), voor 2019 en 2020E huidige koers

Koersgrafiek



Evolutie dividend en courant resultaat



Bedrijfsomschrijving

Altarea Cogedim is een Franse vastgoedgroep met een gemengd business model, enerzijds als uitbater van winkelcentra (met recurrente inkomsten), anderzijds als een ontwikkelaar (meer volatiele inkomsten). Ze werd opgericht in 1994 en kende een snelle groei, intern en via diverse overnames. In 2007 werd Cogedim, een vastgoedontwikkelaar, ingelijfd. Sinds enkele jaren neemt het belang van de vastgoedontwikkeling relatief toe. In 2019 was 42% van het operationeel resultaat afkomstig van de eigen winkelcentra, 41% werd gerealiseerd door de ontwikkeling van residentieel vastgoed en 17% was afkomstig uit de ontwikkeling van bedrijfstvastgoed.

Altarea heeft het statuut van SIIC (*Sociétés d'Investissement Immobilier Cotées*), vergelijkbaar met de Belgische GVV's of vastgoedbevak. Dit houdt in dat het bedrijf geen belasting betaalt op de zuivere immobielenbeheersactiviteiten, op de vastgoedontwikkeling is er wel belasting verschuldigd.

De groep heeft een mooie toekomst voor zich: ze bezit een ontwikkelingspijplijn van meer dan 3 miljoen m², goed voor een potentiële waarde van 19,7 miljard euro, als volgt onderverdeeld:

- 1,2 miljard euro in winkelcentra
- 5,1 miljard euro in kantoren
- 13,4 miljard euro in residentieel vastgoed, orderboek bedraagt 4,2 miljard euro.

De schuldgraad eind juni 2020 bedroeg 33,4%, tegenover 33,2% eind 2019.

Gert De Mesure, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De auteur 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 Gert De Mesure.



Resultaten eerste helft 2020

(miljoen euro)	Omzet			Operationeel resultaat		
	19H1	20H1	Δ19/20	19H1	20H1	Δ19/20
Winkelcentra	113,2	109,7	-3,1%	88,6	75,3	-15,0%
Huisvesting	899,0	1.074,2	19,5%	56,0	76,3	36,3%
Bedrijfsvastgoed	266,8	199,2	-25,3%	28,4	33,5	17,9%
Andere	0,0	0,1	n.r.	-3,1	-0,3	n.r.
Totaal	1.279,0	1.383,2	8,1%	169,9	184,7	8,7%

in de eerste helft van 2020 slaagde Altarea erin de omzet met 8,1% te laten stijgen tot 1.383,2 miljoen euro. Het operationeel resultaat deed het iets beter met een stijging van 8,7%. We merken dat vooral de eigen winkelcentra het minder goed deden, de vastgoedontwikkeling, zowel van woningen als van kantoren, leverden een goede prestatie af.

Het omzetcijfer van de eigen **winkelcentra** (waarde 5,3 miljard euro, eigen deel 3 miljard euro) ging 3,1% achteruit. Op vergelijkbare basis gingen de huurinkomsten er 0,8% op vooruit ondanks een lichte toename van de leegstand van 1,9% eind 2019 naar 2,8% eind juni 2020. De impact van desinvesteringen en nieuwe ingebruiknames was neutraal. Wel verleende de groep huurkortingen aan kleinere huurders (3 maanden) en aan stationswinkels (1,5 maand), waardoor de netto huurinkomsten 11,3% daalden. Ook waren er steunmaatregelen voor huurders die al over gingen tot een huurhervorming of –verlenging. Na verrekening van dienstverlening en algemene kosten daalden de inkomsten slechts 3,1% tot 109,7 miljoen euro.

De bouw en verkoop van residentiële woningen (**huisvesting**) liep vertraging op door de coronacrisis, maar heel snel werd alles in het werk gesteld om de opgelopen achterstand in te halen. Met succes, want de omzet steeg 19,5% tot 1.074,2 miljoen euro. De verkoop van individuele woningen ging wel meer dan 30% achteruit, maar dit werd ruimschoots gecombineerd door blokverkoop (x3 in aantal!). Het operationele resultaat steeg 36,3% tot 76,3 miljoen euro. De vooruitzichten blijven gunstig voor deze activiteit. De orders namen met 30% toe, het orderboek steeg 11% tot 4,205 miljard euro, de pijplijn van projecten klom 5% tot 13,4 miljard euro!

De ontwikkeling van **bedrijfsvastgoed** liep vertraging op, met als belangrijkste slachtoffer het nieuwe hoofdkwartier van Orange. Wel kon de groep een kantoorcomplex van 9.700 m² verkopen, evenals een nieuw gebouwd kantoorgebouw opleveren. De omzet daalde 25,3% tot 199,2 miljoen euro, belangrijker is de stijging van het operationele resultaat (+17,9% tot 33,5 miljoen euro). Het mooie resultaat had wel een zekere stijging van de belastingen tot gevolg. Altarea heeft een pijplijn van 67 projecten met een potentiële waarde van 5 miljard euro.

Het financiële resultaat verbeterde 4,2 miljoen euro door een combinatie van een licht lagere schuld en door een verdere daling van de financiële kost van 2,21% naar 1,91%.

De herwaardering van het vastgoed was sterk negatief door de corona-crisis, zo werd de portefeuille met 3,8% afgewaardeerd.

De belastingen namen sterk toe door een hogere winst bij activiteiten die aan belasting onderworpen zijn (vastgoedontwikkeling).

(miljoen euro)	19H1	20H1	Δ19/20
Omzet	1.279,0	1.383,2	8,1%
Bedrijfsresultaat	169,9	184,7	8,7%
Financieel resultaat	-28,4	-24,2	n.r.
Herwaardering vastgoed	45,9	-295,7	n.r.
Herwaardering fin. inst.	-60,3	-49,1	n.r.
Belasting	-13,6	-40,0	n.r.
Netto winst	71,8	-249,9	n.r.
Deel derden	8,0	115,0	n.r.
Netto winst, deel groep	79,8	-134,8	n.r.
Courante winst	110,2	118,2	7,3%
Courante winst p/a	6,87	7,05	2,6%

Gert De Measure, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De auteur 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 Gert De Measure.



Het deel derden nam ook sterk toe, het betreft het deel van de negatieve herwaarderingen van het winkelvastgoed dat Altarea niet voor 100% in eigendom heeft.

Door de negatieve herwaarderingen belandde het resultaat in het rood ten bedrage van -134,8 miljoen euro. Belangrijker voor ons is de evolutie van het courant resultaat dat bij Altarea als FFO (funds from operations) omschreven wordt. Dat kwam uit op 118,2 miljoen euro, een stijging van 7,3%. Per aandeel is dat 7,05 euro, de kleinere stijging van 2,6% is het gevolg van de toename van het aantal uitstaande aandelen door de uitkering van een dividend in aandelen.

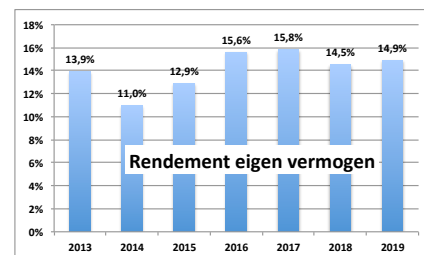
De intrinsieke waarde per aandeel daalde van 176,8 euro eind 2019 naar 163,1 euro eind juni 2020. Zonder rekening te houden met het dividend (9 euro) was er een daling van 2,7%.

Voor de tweede jaarhelft verwacht de groep een courant resultaat dat in lijn moet liggen met het cijfer van de eerste jaarhelft. De samenstelling zal dan wel licht verschillen van de eerste jaarhelft, in die zin dat de bijdrage van de winkelcentra iets hoger zal komen te liggen, de bijdrage van het bedrijfsvastgoed kan lager uitkomen. Dit impliceert dat het courant resultaat per aandeel lager zal liggen dan dat van 2019, in de tweede helft van 2019 deed de vastgoedontwikkeling het immers extreem goed.

Conclusie

Enkele jaren geleden namen we Altarea op in onze aandelenselecties omwille van zijn groeiende activiteit in de verhuur van de winkelcentra. Maar we merken dat vooral de vastgoedontwikkeling een explosieve groei kende en relatief belangrijker is geworden voor de groep. In 2013 was 70% van het operationele resultaat afkomstig uit de verhuur van winkelcentra, in 2019 was dat nog maar 42% (zie tabel hieronder).

(miljoen euro)	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19
Winkelcentra	127,1	153,9	161,7	155,5	167,7	194,4	156,3	179,8
Online activiteit	-6,0	-12,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Residentieel vastgoed	100,7	62,3	40,7	52,3	69,5	117,2	127,7	175,3
Bedrijfsvastgoed	5,0	15,5	17,8	30,4	40,1	43,4	96,9	72,6
Andere	-2,5	-0,6	0,6	-3,5	-2,9	0,8	-3,0	-9,4
TOTAAL	224,3	218,6	220,8	234,7	274,4	355,8	377,9	418,4



Die vastgoedontwikkeling is op zich wel volatieler dan de verhuuractiviteit, maar laat het bedrijf toe een hoger rendement op eigen vermogen te realiseren. Dat rendement kwam in 2019 uit op 14,9% (op courant resultaat, zie grafiek rechts boven). Uit onze vorige analyses van vastgoedontwikkelaars weten we dat dergelijk rendement op eigen vermogen een koers/boekwaarde van minstens 2 impliceert, dit terwijl de koers vandaag slechts 0,77 keer de boekwaarde bedraagt. Op basis van de koers/winstverhouding (courant resultaat in feite) van slechts 8,7 (op de verwachte cijfers voor 2020) is het aandeel ook relatief goedkoop, om niet te zeggen spotgoedkoop. Het is duidelijk dat de corona-beurscorrectie sterk heeft ingehakt op de beurskoers van Altarea omwille van de winkelcentra in bezit, deels onterecht volgens ons.

Gezien de groei kan aanhouden door de omvangrijke pijnlijn, blijft het aandeel aantrekkelijk voor de lange termijn.

Gert De Measure

Gert De Measure, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De auteur 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 verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van Gert De Measure.



GERT DE MESURE FINANCIAL INFO

N.B. Net zoals bij de Belgische vastgoedbevals moeten we ons concentreren op het courant resultaat (in het Engels FFO, *funds from operations*) dat niet beïnvloed wordt door de verschillende waarde-aanpassingen (op de vastgoedportefeuille of op de financiële indekkingen). De koers/winstverhouding is ook berekend op basis hiervan.

Gert De Mesure, correspondentieadres : J.B. Davidstraat 19 1800 Vilvoorde Tel.: (02) 253 14 75

De verstrekte informatie steunt op betrouwbare bronnen en zorgvuldige analyse. De auteur 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 veeelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van Gert De Mesure.