



## ALTAREA

22 juni 2022

Koers	129,00
Aantal aandelen (m)	18,42
Marktkapitalisatie (m)	2.376,7

Eigen vermogen FY21 m	2.236,2
Netto fin. schuld FY21 m	1.646,0

ROE '21	9,5%
---------	------

(in miljoen euro)	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Omzet	1.581,70	1.902,40	2.332,00	3.109,80	3.056,20	3.029,80
Groei in %	29,8%	20,3%	22,6%	33,4%	-1,7%	-0,9%
EBIT	274,50	355,90	377,90	450,90	371,60	404,90
EBIT%	17,4%	18,7%	16,2%	14,5%	12,2%	13,4%
Financieel resultaat	-37,20	-38,40	-41,00	-76,40	-85,90	-83,30
Netto resultaat	165,50	323,00	255,30	233,70	-307,70	211,60
Courant resultaat	192,00	256,30	276,20	298,80	230,30	264,40

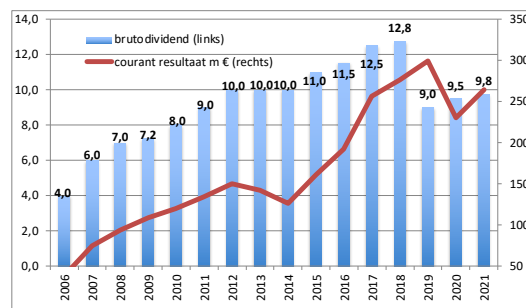
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Winst per aandeel	11,72	20,69	15,96	14,26	-17,54	11,48
Courant resultaat p/a	13,60	16,42	17,27	18,23	13,13	14,35
Brutodividend	11,50	12,50	12,75	9,00	9,50	9,75
Koers/winstverhouding *	13,62	12,67	9,39	11,16	9,82	8,99
Bruto dividendrendement *	6,2%	6,0%	7,9%	4,4%	7,4%	7,6%

\*: op basis van koersen op het jaareind (op courant resultaat), voor 2020 en 2021 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 recurrenente 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 2021 was 38% van het operationeel resultaat afkomstig van de eigen winkelcentra, 43% werd gerealiseerd door de ontwikkeling van residentieel vastgoed en 19% was afkomstig uit de ontwikkeling van bedrijfstvastgoed. In 2021 had de groep 800 projecten in uitvoering. Ze telt 2.000 werknemers.

Altarea heeft het statuut van SIIC (*Sociétés d'Investissement Immobilier Cotées*), vergelijkbaar met de Belgische GVV's. Dit houdt in dat het bedrijf geen belasting betaalt op de winsten uit het beheer van het eigen (winkel)vastgoed, op de vastgoedontwikkeling is er wel belasting verschuldigd.

Het winkelvastgoed bestaat voor 54% uit winkelcentra, voor 10% uit winkels in stations, voor 17% uit winkelparken en 8%. De overige 11% betreft minderheidsparticipaties in winkelprojecten. De groep beheert voor 5,3 miljard euro winkelvastgoed (42 activa), waarvan 36 voor eigen rekening, goed voor 45% van die waarde.

De groep heeft een mooie toekomst voor zich: ze bezit een ontwikkelingspijplijn van 4,26 miljoen m<sup>2</sup>, goed voor een potentiële waarde van 19,4 miljard euro, als volgt onderverdeeld:

- 1,07 miljard euro in winkelcentra (170.000 m<sup>2</sup>), 14 projecten waarvan 4 uitbreidingen.
- 5,05 miljard euro in bedrijfstvastgoed (1,39 miljoen m<sup>2</sup>), 54 kantoorprojecten en 9 in logistiek
- 12,7 miljard euro in residentieel vastgoed (2,7 miljoen m<sup>2</sup>), goed voor 48.000 woningen.

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.



## Resultaten 2021 (beknopt)

(miljoen euro)	Omzet			Operationeel resultaat		
	2020	2021	Δ20/21	2020	2021	Δ20/21
Winkelcentra	184,9	186,7	1,0%	148,2	152,4	2,8%
Huisvesting	2.406,9	2.484,7	3,2%	177,0	179,6	1,5%
Bedrijfsvastgoed	416,5	305,2	-26,7%	50,3	75,0	49,1%
Andere	n.r.	n.r.	n.r.	-4,0	-1,8	n.r.
<b>Totaal</b>	<b>3.008,3</b>	<b>2.976,6</b>	<b>-1,1%</b>	<b>371,5</b>	<b>405,2</b>	<b>9,1%</b>

In 2021 zette Altarea een omzet neer van 2.976,6 miljoen euro, een daling van 1,1%. De segmentresultaten tonen dat bedrijfsvastgoed verantwoordelijk was voor die daling, de andere 2 segmenten zagen hun omzet licht toenemen. Het operationeel resultaat daarentegen steeg 9,1% tot 405,2 miljoen euro. Ook hier zette het segment bedrijfsvastgoed de toon met een winststijging van 49,1%. Bij de andere segmenten was de winstverbetering eerder beperkt.

Het omzetcijfer van de eigen **winkelcentra** (waarde 5 miljard euro verdeeld over 42 activa, eigen deel 2,4 miljard euro) verbeterde een verwaarloosbare 1%, het operationeel resultaat steeg 2,8%. Het licht betere resultaat was het gevolg van een uitbreiding van de portefeuille en minder dubieuze debiteuren en een geleidelijke terugkeer naar normale marktomstandigheden. In totaal boekte de groep voor 28,5 miljoen euro kosten/afwaarderingen door corona in 2021.

De bouw en verkoop van residentiële woningen (**huisvesting**) werd getemperd door het feit dat de groep in 2020 was overgegaan tot verkoop in blokken omdat ze bezorgd was over de markt, alsook omdat dergelijke transacties belangrijke voordelen hadden (snellere afronding, minder werkkapitaal nodig,...). Dit bracht met zich dat er in 2021 te weinig voorraad was. Desondanks namen omzet en operationeel resultaat licht toe.

De ontwikkeling van **bedrijfsvastgoed** kon de vertraging opgelopen in 2020 niet goedmaken in 2021, maar profiteerde wel van de afronding van een transactie van 2020.

Het financiële resultaat verbeterde licht door een daling van de financiële kost van 1,94% naar 1,80%. Door de kapitaalverhoging van december 2021 van 350 miljoen euro daalde de schuld van 2,193 miljard euro eind 2020 naar 1,646 miljard euro eind 2021, de schuldgraad kwam uit op 24,1% (was 33%).

De herwaardering van het vastgoed leverde een positief cijfer op van 17,3 miljoen euro, de herwaardering van de financiële instrumenten was eveneens positief (5,7 miljoen euro).

(miljoen euro)	2020	2021	Δ20/21
Omzet	3.056,2	3.029,8	-0,9%
Bedrijfsresultaat	371,6	404,9	9,0%
Financieel resultaat	-85,9	-83,3	n.r.
Herwaardering vastgoed	-698,0	17,3	n.r.
Herwaardering fin. inst.	-58,5	5,7	n.r.
Belasting	-54,9	-13,9	n.r.
Netto winst	-523,8	262,1	n.r.
Deel derden	216,0	-50,5	n.r.
<b>Netto winst, deel groep</b>	<b>-307,7</b>	<b>211,6</b>	<b>n.r.</b>
<b>Courante winst</b>	<b>230,3</b>	<b>264,4</b>	<b>14,8%</b>
<b>Courante winst p/a</b>	<b>13,13</b>	<b>14,35</b>	<b>9,3%</b>

De lagere belastingen zijn vooral het gevolg van wijzigingen in de uitgestelde belastingen (niet-cash), die in 2020 sterk negatief waren en licht positief in 2021. Het deel derden kwam in 2021 uit op -50,5 miljoen euro tegenover +216 miljoen euro in 2020. Dit is te verklaren door het feit dat de hoge afwaarderingen in 2020 betrekking hadden op winkelvastgoed dat Altarea niet voor 100% in eigendom heeft en dus niet volledig voor rekening van Altarea zijn.

Door de afwezigheid van negatieve herwaarderingen kon in 2021 opnieuw een positief resultaat neergezet worden, dit ten bedrage van 211,6 miljoen euro. Belangrijker voor ons is de evolutie van het courant resultaat. Dat kwam uit op 103,5 miljoen euro, 3,1% beter dan in 2020. Per aandeel is er een daling van 1,1% tot 6,75 euro. Het aantal uitstaande aandelen nam immers toe door de uitkering van een dividend in aandelen vorig jaar.

De intrinsieke waarde per aandeel steeg van 156,4 euro eind 2020 naar 157,4 euro eind 2021.

---

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



## Omzetcijfers eerste kwartaal 2022

De omzet in het eerste kwartaal van 2022 nam een beperkte 0,9% toe. Het bedrijfsvastgoed tekende een daling van 15,9%, bij retail (eigen winkels) en de ontwikkeling van residentieel vastgoed was er een lichte groei.

(miljoen euro)	Omzet				
	19KW1	21KW1	22KW1	Δ19/22	Δ21/22
Retail	55,7	53,8	54,8	-1,6%	1,9%
Bedrijfsvastgoed	102,0	63,5	53,4	-47,6%	-15,9%
Residentieel vastgoed	434,8	537,8	553,0	27,2%	2,8%
<b>TOTAAL</b>	<b>592,5</b>	<b>655,1</b>	<b>661,2</b>	<b>11,6%</b>	<b>0,9%</b>
Orderboek res. vastgoed	627,0	587,0	588,0	-6,2%	0,2%

De bruto huuropbrengsten van het eigen winkelvastgoed namen 5,9% toe, waarvan 4% het gevolg was van nieuwe opgeleverde projecten. Na verrekening van diverse diensten was er slechts 1,9% groei. Belangrijker is dat de dubieuze vorderingen een sterke daling kennen, wat een heel positieve impact op het netto huurresultaat van de eerste jaarhelft zal hebben. Ook is er de stijging van de huren, vooral door de indexeringen. We mogen gewagen van een zekere normalisering. We herhalen dat Altarea in 2021 voor 28,5 miljoen euro 'coronakosten' had, bestaande uit 12,5 miljoen euro huurtoevoegingen voor het jaar 2021 zelf, 11,8 miljoen euro provisies voor dubieuze vorderingen en 4,2 miljoen euro uitgestelde provisies betrekking hebbend op 2020. Het verdwijnen van deze elementen zal een belangrijke impact hebben op de resultaten van 2022.

Bij het bedrijfsvastgoed is er een omzetzak van 15,9% tot 53,4 miljoen euro. Tegenover het eerste kwartaal van 2019 is de daling nog meer uitgesproken (-47,6%). Feit is dat deze activiteit heel volatiel kan evolueren door de impact van individuele projecten en de timing van hun oplevering. Wel sloot de groep twee nieuwe contracten voor de bouw en verkoop van kantoren, van 4.200 en van 6.200 m<sup>2</sup>. Ook verhuurde het een nog te bouwen logistiek complex van 25.000 m<sup>2</sup>. Het bedrijf merkt op dat het een pijlpijn heeft van 5 miljard euro projecten.

Bij de ontwikkeling van residentieel vastgoed noteerde de groep een toename van haar voorraad met 5.795 loten, 25% meer dan in 2021 en 19% meer dan in 2019. Het aantal bouwvergunningen steeg 20% tot 2.323.

(in aantal)	21KW1	22KW1	Δ21/22
Voorraadopbouw	4.623	5.795	25,4%
Bouwvergunningen	1.933	2.323	20,2%
Reserveringen	2.121	1.944	-8,3%
Waarde in miljoen euro	587	588	0,2%

Het aantal reserveringen daalde 8,3% tot 1.944 loten. Die daling volgt uit het feit dat de groep minder werkt naar de verkoop ten voordele van institutionele beleggers toe en meer ten voordele van particulieren. Terwijl het aantal gereserveerde voor die institutionelen met 49% daalde, was er een stijging van 26% vanwege particulieren. Door de hogere marges bij particulieren zal de impact op het resultaat beperkt zijn. We zagen al dat in het eerste kwartaal de omzet 0,2% hoger lag, in principe zal de winstbijdrage iets sterker stijgen.

Het meest opmerkelijke nieuws dit kwartaal was dat Altarea de overname van Primonial afblaast. Eind juni 2021 had Altarea deze belangrijke transactie aangekondigd (overname in 2 schijven voor een bedrag van 1,9 miljard euro. Altarea stelt dat belangrijke voorwaarden niet vervuld geweest zijn. Enkele aandeelhouders van Primonial eisen nu een schadevergoeding van Altarea. Feit is dat Altarea nu met een minder gunstige financiële structuur zit (daling van schuldgraad van 33% naar 24,1%), met een zekere winstverwatering tot gevolg in 2022. Het had immers in december 2021 een kapitaalverhoging van 350 miljoen euro doorgevoerd om de eerste schijf van die overname te financieren. Door die lage schuldgraad heeft de groep besloten om het dividend volledig in cash uit te betalen (was eind mei al het gevolg), in de voorbije jaren was dit meestal een combinatie via een combinatie van cash met nieuwe aandelen.

---

**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 fotocopy, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van Gert De Measure.



## **Conclusie**

Door de sterke groei van de ontwikkelingsactiviteiten is Altarea niet meer de groep uitsluitend actief in winkelvastgoed. In de tabel hieronder valt de sterke groei van die vastgoedontwikkeling op. Het relatief deel van winkelvastgoed viel hierdoor terug naar 38% in 2021 tegenover 70% en meer in de jaren 2013 en 2014. Volledigheidshalve moeten we meegeven dat het resultaat van de winkels sterk door corona-afwaarderingen en -kosten werd gekenmerkt. In 2022 mag een belangrijk herstel verwacht worden van de bijdrage van de eigen winkels.

Wat de bijdrage betreft van de vastgoedontwikkeling, is nog niet duidelijk wat de impact zal zijn van de belangrijke kosteninflatie die de sector treft. Niettemin stelde het management al dat het voor 2022 een significante stijging van het courant resultaat verwacht.

Ook nuttig om weten is dat het bedrijf voor 2025 een courant resultaat per aandeel van 18 euro voorop stelt, daar is de omvangrijke pijlpijn natuurlijk niet vreemd aan. T.o.v. de huidige koers is dit een heel aantrekkelijk vooruitzicht. Zelfs op basis van het resultaat van 2021 is het aandeel goedkoop geprijsd. Rekening houdend met het rendement op eigen vermogen van 9,5% over 2021 mag het aandeel gerust aan zijn boekwaarde of intrinsieke waarde noteren, te weten 157,4 euro.

**Tabel: evolutie operationeel resultaat in miljoen euro per activiteit**

(miljoen euro)	FY12	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21
Winkelcentra	127,1	153,9	161,7	155,5	167,7	194,4	156,3	179,8	148,2	152,4
Online activiteit	-6,0	-12,5	0,0	0,0	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	177,0	179,6
Bedrijfsvastgoed	5,0	15,5	17,8	30,4	40,1	43,4	96,9	72,6	50,3	75,0
Andere	-2,5	-0,6	0,6	-3,5	-2,9	0,8	-3,0	-9,4	-4,0	-1,8
TOTAAL	224,3	218,6	220,8	234,7	274,4	355,8	377,9	418,4	371,5	405,2
% totaal winkelcentra	57%	70%	73%	66%	61%	55%	41%	43%	40%	38%

Gert De Mesure

N.B. Net zoals bij de Belgische vastgoedbevaks 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 vervoelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van fotocopie, druk of op welke andere manier ook, zonder voorafgaandelijke schriftelijke toestemming van Gert De Mesure.