

Atenor : belles années en perspective

Construction et immobilier
 Bourse de Bruxelles • 46,15 EUR
 Dividende net : 1,49 EUR (3,2%)
 Risque : ③

Le promoteur possède un portefeuille de projets arrivés à maturité, que nous évaluons à ± 54 EUR par action. Si le timing de revente des projets reste difficile à prévoir, un bénéfice moyen de 4 à 5 EUR par an pour les cinq années à venir nous semble à sa portée. De quoi espérer une nouvelle politique de dividende avec une hausse limitée mais régulière. Mais même s'il stagnait, le dividende offrirait encore, au cours actuel, un alléchant rendement de 3,2% net.
 ➤ Achetez.

Un parcours impressionnant

Atenor investit dans des projets avant tout rentables et de première qualité en termes de localisation. Il gère dans ce cas l'ensemble du processus : des plans aux finitions, en passant par l'obtention des permis et le financement, jusqu'à la recherche de locataires et la vente. Son objectif, réaliser des plus-values, que ce soit à la livraison ou pendant la réalisation du projet (4 à 5 ans en moyenne). Pour rentabiliser son activité, Atenor utilise l'effet de levier de l'endettement. Son taux d'endettement évolue ainsi en accordéon, au gré des rentrées et sorties de ses projets. Il est élevé (encore 2,2 fois les fonds propres au 30/06), ce qui peut rendre l'investisseur nerveux. Mais il est aussi gérable selon nous au vu de la nature des actifs (localisation de qualité, parfois déjà loués, ...). Les résultats engrangés depuis 25 ans sont d'ailleurs globalement excellents. Seuls faux pas, les deux gros projets en Roumanie et Hongrie, acquis au prix fort à la veille de la crise financière. L'effondrement de ces deux marchés immobiliers a alors bloqué toute possibilité de rentabilisation rapide des terrains acquis, mais la situation s'améliore nettement depuis 2 ou 3 ans. Le faible nombre de projets finis actuellement disponibles souligne du reste le bien-fondé du choix d'avoir commencé malgré tout à construire en pleine crise, profitant ainsi de coûts de construction relativement faibles.

Des ventes partielles ou totales en 2017-18 (et même en 2016 pour un des immeubles hongrois) sont vraisemblables et nous tablons raisonnablement sur des plus-values pour chacun de ces projets (au-dessus de la moyenne en Hongrie, en dessous en Roumanie). En attendant, ces projets génèrent déjà des revenus locatifs encore appelés à croître. Le fait qu'Atenor ait acquis récemment un nouveau projet à Bucarest (12.000 m² de bureaux à construire) pour lequel il est déjà en contact avec des candidats locataires est du reste rassurant.

EVOLUTION DU RENDEMENT



Atenor réalise depuis 25 ans des plus-values moyennes bien au-delà des 500 EUR/m² qu'il se fixe en moyenne pour ses projets. Un sans-faute qui se reflète dans le rendement (gras, base 100) bien supérieur à celui engrangé par la moyenne des promoteurs européens (trait fin) ou des SIR européennes (trait moyen) depuis le début de la crise.

Stratégie

Dans les bureaux, Atenor apporte une réponse au caractère obsolète du parc actuel : surfaces trop vastes, trop énergivores et mal localisées.

- Parallèlement à ce marché assez cyclique, Atenor est actif dans le résidentiel (Bruxelles, Namur, Ath, Mons, Luxembourg). Un marché plus prévisible et en forme. L'objectif est de surfer sur la croissance démographique urbaine (les prévisions font état d'une hausse de 27% de la population bruxelloise d'ici 2060), la relocalisation des seniors qui délaissent leur maison pour des appartements, ...
- A côté de gros projets ambitieux créateurs d'une importante valeur à long terme, Atenor tente de multiplier de plus petits projets, moins rentables mais exécutés plus rapidement (3 ans).
- Atenor développe ses gros projets par phases successives afin de limiter le risque et de lisser la contribution bénéficiaire dans le temps.

Portefeuille mature

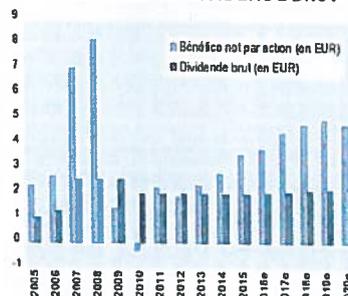
Atenor est à la tête de 15 projets, pour un total de 683.202 m². Les bureaux représentent 58% des surfaces en développement, le résidentiel 39% et les surfaces commerciales dans des projets mixtes 3%. Les projets sont localisés en Belgique (65%; 44% à Bruxelles), au Luxembourg (3%), en Roumanie (13%) et en Hongrie (19%).

Le 1^{er} semestre 2016 a encore été soutenu par le projet Trebel (quartier européen à Bruxelles), la livraison du projet Air au Luxembourg, la vente de 168 appartements dans ses projets en cours (première contribution de The One et Palatium à Bruxelles) et les revenus locatifs. Au total, 12 projets ont contribué au bénéfice par action qui a atteint 1,18 EUR (+ 28%).

Avec 11 des 15 projets du groupe en phase de commercialisation, les années à venir se présentent sous les meilleurs auspices. La faiblesse des taux profite du reste deux fois à Atenor en allégeant d'un côté ses coûts de financement et en attirant de l'autre les investisseurs à la recherche de rendement, poussant les prix à la hausse.

Concrètement, même si le timing des rentrées est très difficile à appréhender, Atenor devrait générer 20 à 25 EUR par action de bénéfice sur la période 2016-2020. Pour 2016, nous tablons sur 3,8 EUR, de quoi couvrir largement le dividende qui pourrait progressivement être relevé.

BÉNÉFICE NET ET DIVIDENDE BRUT



La maturité du portefeuille et le nombre croissant de projets permettent d'entrevoir des bénéfices sans doute plus stables qu'il y a quelques années. De quoi espérer une augmentation certes faible mais régulière du dividende.