

Atenor : opportunisme et prudence

Atenor (47,8 EUR) a renoué avec une politique de croissance du dividende qu'il avait abandonnée voici 6 ans. La visibilité offerte par la maturité de divers projets permet de tableur sur une hausse de 2 % par an pour les années à venir. Pour le prochain dividende, cela se traduit au cours actuel par un rendement net de 3,1 %. Achetez cette action dont nous estimons la juste valeur à ± 56 EUR.

Promoteur immobilier à succès

Atenor investit, seul ou en partenariat, dans des projets rentables et de première qualité au niveau de la localisation. Concrètement, il gère l'ensemble du processus de construction, de l'architecture à la recherche de locataires et la vente, en passant par l'obtention des permis et le financement. L'objectif est de réaliser des plus-values, que ce soit à la livraison ou pendant la réalisation du projet. Chaque projet s'étend en moyenne sur 4 à 5 ans, mais cela peut-être plus court ou beaucoup plus long en fonction des contretemps économiques ou politico-administratifs. Les investissements réalisés à la veille de la

crise en Hongrie et en Roumanie sont ainsi seulement proches du dénouement et le projet Victor à proximité de la gare du midi à Bruxelles (terrain acquis en 2008) ne verra pas le jour avant 2022 !

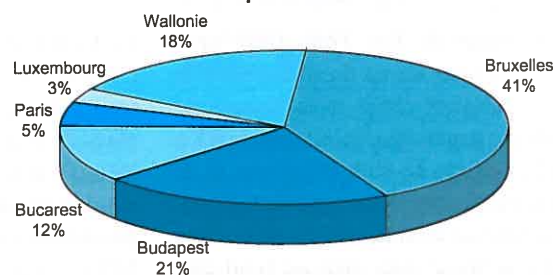
Gestion du risque

La clé dans la promotion immobilière est la gestion du risque (financier et opérationnel). Et sur ce plan, les excellents résultats au cours des 25 dernières années plaident clairement en faveur du management.

- Au niveau financier, Atenor utilise l'effet de levier de l'endettement, celui-ci évoluant au gré des rentrées et sorties de cash liées à ses projets. Et s'il peut paraître élevé sur papier (1,9 x les fonds propres au 30 juin), il est néanmoins dans une phase de diminution grâce à l'arrivée à maturité de nombreux projets en portefeuille. La qualité des immeubles (localisation, parfois déjà loués, ...) permet en outre de relativiser cet endettement. Enfin, Atenor applique une discipline stricte en acquérant uniquement ses terrains sur fonds propres pour ne jamais être en difficulté financière en cas de retard dans l'obtention des permis. Corollaire de cette prudence, Atenor ne distribue qu'une partie de ses bénéfices (56 % en 2016) pour assurer la progression de ses fonds propres et ainsi développer son portefeuille de projets sans devoir recourir à des augmentations de capital dilutives pour l'actionnaire. Atenor possède ainsi aujourd'hui un portefeuille de 720 000 m² répartis sur 18 projets dans 10 villes, contre 7 ou 8 projets seulement voici 10 ans.

- Cette multiplication des projets s'accompagne aussi d'une plus grande diversification géographique. Aujourd'hui, Atenor cherche à étendre ses activités au-delà de son marché historique (Belgique, Luxembourg) et suit une stratégie opportuniste centrée sur l'Europe, avec une part croissante de bureaux (62 % du portefeuille contre 56 % il y a un an). Il va là où se trouve la croissance, parfois en partenariat pour limiter le risque opérationnel.

Répartition en % des projets en développement du portefeuille



Nouveaux projets

Fort de son expérience en Hongrie et Roumanie – où la croissance figure parmi les plus fortes de l'UE – Atenor vient d'acquérir un terrain à Budapest (85 500 m²; bureaux et commerces) après une parcelle à Bucarest (13 500 m²; bureaux) voici un peu plus d'un an. Et en juillet, outre un projet luxembourgeois (14 300 m²), il a annoncé un premier projet en France près de la Défense à Paris (32 500 m²), avec un partenaire minoritaire local très actif dans la zone. Un autre projet au moins devrait encore être annoncé d'ici fin 2017.

Perspectives

Après un 1^{er} semestre où 10 projets sur 18 du portefeuille ont contribué au bénéfice (2,97 EUR/action), Atenor vise un bénéfice 2017 au moins égal à celui de 2016 (3,62 EUR/action). Les revenus locatifs et les revenus encaissés au fil des ventes/constructions devraient à eux seuls suffire pour y parvenir. Pour la suite, la maturité du portefeuille permet d'espérer un beau bénéfice de 5 à 6 EUR dès 2018. De quoi conforter une politique de croissance régulière du dividende (+ 2%/an) que nous attendons à 1,46 EUR net pour 2017.

EVOLUTION D'ATENOR (en EUR)



Les trois premières ventes en Europe de l'Est ont relancé le cours fin 2016-début 2017, mais celui-ci stagne depuis dans une bande étroite. Profitez-en pour acheter.

TOUT EST BIEN QUI FINIT BIEN

Acquis au prix fort juste avant la crise de 2008, les deux premiers projets de bureaux du groupe en Europe de l'Est (Budapest et Bucarest – plus de 200 000 m²!) ont été longs à rentabiliser. Ces 2 marchés ont toutefois retrouvé leur dynamisme et l'offre d'Atenor rencontre la demande. Trois des 6 blocs prévus à Budapest ont ainsi déjà été construits et vendus et le 1^{er} projet à Bucarest (73 180 m² sur 3 immeubles) est pratiquement loué à 100 %. D'ici sa vente (2018 ?), des revenus locatifs conséquents seront encaissés.

Au final, même si cela aura pris bien plus de temps que prévu, nous nous attendons à ce que la plus-value enregistrée sur ces 2 groupes d'immeubles avoisine l'objectif moyen (500 EUR/m²) que se fixe Atenor quand il entreprend un projet.