

Atenor : en route pour 900 000 m²

Immobilier et construction

Bourse de Bruxelles • 49,50 EUR

Dividende net : 1,49 EUR (3%)

Risque : 3

Atenor passe à la vitesse supérieure pour faire grimper son bénéfice. Alors que, jusqu'en 2016, son portefeuille de projets totalisait ±600 000 m² en développement, à l'horizon 2021, il vise 900 000 m², tout en diminuant la durée moyenne des projets. Ambitieux mais raisonnable pour ce promoteur capable de distribuer un dividende en hausse régulière (+2% par an). Nous évaluons la valeur de l'action à ±56 EUR.

➤ **Achetez.**

Promoteur urbain

Atenor investit, seul ou en partenariat, dans des projets immobiliers de bureaux et résidentiels. Des projets rentables, très bien localisés, la plupart du temps en milieu urbain. Atenor organise l'ensemble du processus de construction : architecture, obtention des permis, financement, finition, recherche de locataires et vente. Objectif : réaliser des plus-values à la livraison ou en cours de réalisation de projet.



Fin 2016, début 2017, les premières ventes en Europe centrale ont donné un nouvel élan au cours. Mais depuis, celui-ci reste dans une bande étroite. Le groupe est pourtant proche d'un nouveau palier dans son développement. Profitez-en pour acheter.

Volatilité : question de timing

- Bien que le groupe compte 18 projets en portefeuille (répartis sur 6 pays et 11 villes), les résultats restent volatils. Une volatilité inhérente à l'activité : la vente de l'un ou l'autre projet influence fortement les résultats.

- Au 1^{er} semestre, le bénéfice a atteint 1,04 EUR par action (sur les 18 projets aujourd'hui en cours, 9 y ont contri-

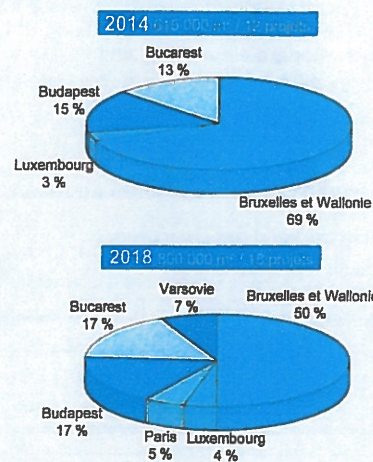
bué); c'est certes quasi 3 fois moins qu'au 1^{er} semestre 2017. Mais celui-ci avait été dopé par la vente de 2 immeubles (sur 6) du projet *Vaci Greens* à Budapest. Le 1^{er} semestre 2018 n'a bénéficié quant à lui que de la reconnaissance progressive (imposée par les règles comptables) des marges sur des projets pré-vendus, ainsi que de revenus locatifs d'immeubles déjà loués mais toujours en portefeuille. Le 2nd semestre devrait compenser : un accord de vente vient d'être signé pour le projet *Naos* au Luxembourg (14 000 m² de bureaux et commerces, en construction, déjà loués à 60%) et plusieurs transactions importantes sont en négociation. Aussi, le bénéfice 2018 devrait au moins égaler celui de 2017 (4,07 EUR par action). De quoi pérenniser facilement la politique de dividende (+2% par an) et distribuer ainsi en mai 2019 un dividende de 1,49 EUR net (rendement de 3% net au cours actuel).

Objectif 2021

- Fin 2016, le groupe avait défini ses ambitions pour les cinq années suivantes. Celles-ci commencent à se traduire dans les chiffres. Pour faire progresser ses résultats, Atenor n'entend pas prendre plus de risques. Pas question donc d'augmenter structurellement le taux d'endettement. Atenor s'en tiendra à sa stricte discipline : acquérir ses terrains sur fonds propres, de manière à ne jamais se mettre en danger en cas de retards d'octroi de permis ou d'aléas conjoncturels. Le groupe va ainsi continuer de travailler sur deux axes qui, d'ici 2021, devraient lui permettre de doubler le montant annuel moyen des plus-values générées par son activité.

– *Augmenter le nombre de projets et donc le nombre de m² développés.*

Le but : faire passer le nombre de m² en développement de ±600 000 (comme de 2013 à 2016) à 900 000 d'ici 2021. C'est en bonne voie (il est déjà à 800 000). Et cela devrait être possible sans augmentation de capital, ni augmentation significative de la taille de projets : la hausse naturelle des fonds propres (les dividendes ne représentent que ±50% des bénéfices)



devrait suffire pour assurer les achats de terrains.

– *Augmenter le taux de rotation du capital investi.*

En moyenne, ces dernières années, les capitaux propres immobilisés dans les terrains achetés sont restés bloqués 6 ans (le temps de mener les projets à bien.) Le but est de réduire cette durée à 4,5 ans, pour augmenter la rentabilité.

- Ces objectifs nous semblent raisonnables. Atenor est en effet très actif. Il a fait récemment ses premiers pas sur les marchés parisiens et polonais. Fort de son expérience et de ses équipes locales, il est très bien introduit sur les marchés en pleine croissance de Budapest et Bucarest, où se multiplient les implantations de multinationales (Atenor y a 5 projets en cours). Et d'autres pays (Allemagne, Pays-Bas...) seront probablement investis ces prochaines années. Autant de vecteurs à même de prendre le relais de ses marchés historiques, bien moins dynamiques : en Belgique, le marché stagne et les lenteurs administratives et politiques allongent la durée des projets; au Luxembourg, la concurrence pour proposer des projets attractifs est forte et les prix des terrains ont augmenté. Quoi qu'il en soit, Atenor continuera bien sûr avant tout de poursuivre une stratégie opportuniste.

Mais il y a fort à parier que, ces prochaines années, le poids des marchés belges et luxembourgeois continuera de baisser structurellement.