

Wal-Mart Stores	49,32	USD	NYSE	63,85	46,25	13,9	12,7	1,9	2B	Première position	45,00	55,00
Yahoo	14,94	USD	NASD	27,10	8,94	39,5	34,5	-	5C	Vendre	20,00	

Flash

Atenor Group: reporté mais pas annulé

Au premier semestre 2009 également, le promoteur immobilier pourra tirer pleinement profit du projet *Président*. Ce projet, composé de trois bâtiments sur le plateau *Kirchberg* au Luxembourg, a déjà été vendu en mai 2007, mais les revenus de cette vente sont enregistrés par Atenor selon l'état d'avancement du projet. Fin mars, près de 96% étaient finalisés, ce qui représente un léger retard par rapport au planning. Cela pourrait signifier que les derniers revenus de *Président*, toujours estimés à environ 12 millions EUR (2,4 EUR par action), seraient réparties sur le premier et le deuxième semestre de cette année. Jusqu'ici, le groupe avait estimé que ces revenus devaient être comptabilisés en intégralité au premier semestre.

Président a constitué une source de bénéfices cruciale pour Atenor en 2007 et en 2008. Ce projet a largement contribué aux bénéfices nets consolidés de 35,4 et 41,3 millions EUR au cours des deux années écoulées (par action respectivement 7,03 et 8,20 EUR). Il est évident que nous ne pouvons plus espérer les mêmes chiffres cette année et l'an prochain. Et ceci n'est pas seulement lié à la finalisation et au règlement définitifs de *Président*, qui est de loin le projet le plus prometteur

du promoteur. Mais la crise économique et financière rend également les 'bons' contrats moins faciles à décrocher à court terme. Il en reste encore environ huit, avec un portefeuille total d'environ 350.000 m². Il s'agit du reste d'un portefeuille unique et très spécifique, réparti en bureaux situés à des endroits très prisés (*Hermes Business Campus* à Bucarest et *Vaci Ut* à Budapest), de projets mixtes, communaux (*South City, Premium, Europa* et *Victor*, tous à Bruxelles), mais aussi de projets résidentiels (*Media Gardens* à Bruxelles et *Namur Waterfront* à Namur). L'objectif du groupe était/est de vendre ces projets dans un délai de cinq ans et dans l'intervalle, de constituer un nouveau portefeuille à concurrence de un à deux projets par an. Annuellement, ceux-ci devraient générer 25 à 30 millions EUR de bénéfice (5 à 6 EUR par action), une prévision qui pourrait se révéler trop ambitieuse pour cette année et l'an prochain. Mais la valeur du portefeuille a-t-elle pour autant tellement changé qu'un repli de cours de 30% se justifie ? Pas selon nous. La réalisation de plusieurs projets sera très probablement reportée mais pas pour autant abandonnée. De plus, la "prime d'attente" est confortable; celle-ci prend la forme d'un dividende généreux. Le main-

tien du dividende à 2,60 EUR bruts par action, soit un rendement de dividende brut de 7% sur le cours actuel, nous semble envisageable pour l'exercice 2009. Ce qui nous inquiète en revanche, c'est la situation financière de l'entreprise, qui présente une dette nette de 28,2 millions EUR, du moins si l'on se base sur la situation de fin 2008. Par ailleurs, la crise a également un avantage : les revenus générés par *Président* peuvent être destinés à compléter le portefeuille de nouveaux projets à des conditions favorables. Ces projets généreront des revenus après 2013.

Le marché tient déjà largement compte du fait que le bénéfice sera bien inférieur cette année et l'an prochain compte tenu du report des transactions de vente en raison du malaise financier et économique. Le marché estime que les ambitions du groupe, qui consistent à valoriser dans un délai de cinq ans le portefeuille de 350.000 m² de projets immobiliers et d'empocher au passage une plus-value moyenne de 500 EUR par mètre carré, ne seront pas concrétisées. Le cours actuel valorise le portefeuille à seulement 650 EUR par m². L'opportunité d'achat est selon nous réelle. D'où notre conseil: 'digne d'achat' (rating 1B).