

Atenor : un avenir prometteur

Construction et immobilier
Bourse de Bruxelles • 32,10 EUR
Risque : 3

Après trois années mitigées, Atenor Group est à l'aube d'un nouveau cycle bénéficiaire. Son portefeuille en développement n'a jamais été aussi large et les gains raisonnablement attendus permettent de tabler sur des bénéfices conséquents jusqu'à l'horizon 2016, ainsi que sur un dividende stable. Nous estimons la valeur du groupe à 42 EUR par action.

► **Achetez.**

Des résultats excellents

Atenor est un promoteur immobilier belge qui investit, seul ou en partenariat, dans des projets immobiliers avant tout rentables et de première qualité. La taille n'est pas le premier critère d'investissement, même si la tendance s'oriente de plus en plus vers de larges projets mixtes urbains (bureaux-résidentiel-commerces).

De l'architecture à la finition, en passant par l'acquisition des permis et le financement, Atenor organise l'ensemble du processus de construction, jusqu'à la recherche de locataires et la vente de l'immeuble. L'objectif est de réaliser des plus-values, tant à la livraison qu'au cours de la réalisation du projet. Globalement, les résultats engrangés ces vingt dernières années sont excellents. Seuls les deux projets menés dans les pays de l'Est, toujours en portefeuille, constituent à ce jour une véritable erreur de timing (achat au plus haut du marché, juste avant la crise). A la base focalisé sur les bureaux (52 % du portefeuille), Atenor se tourne de plus en plus vers le résidentiel et l'immobilier commercial (41 et 7 %). Le portefeuille totalise une superficie record de plus de 630 000 m², répartis sur 12 projets. Les trois quarts se situent en Belgique, surtout à Bruxelles (<http://fr.atenor.be>).

Un marché immobilier incertain...

Croissance économique anémique, chômage historiquement élevé..., la si-

tuation reste délicate sur le marché européen des bureaux et même défavorable dans les pays de l'Est. Atenor est néanmoins très centré sur le marché bruxellois (5 des 11 projets en cours), où la présence des institutions européennes tend à atténuer les effets de conjoncture au centre ville. Globalement, le marché des bureaux à Bruxelles reste déprimé, mais les loyers s'y stabilisent et le taux de vacance (11,1 %) y baisse enfin. De plus, par la qualité de ses projets (localisation dans des zones à faible taux de vacance et très accessibles, fonctionnalité des bâtiments en phase avec la demande, empreinte écologique optimisée...), Atenor y a toujours réalisé d'excellentes affaires, même en temps de crise. La longue expérience de son management, ainsi que ses bonnes relations avec les autorités locales et régionales, font la différence. La vente du Trebel au Parlement européen en juin dernier (32 000 m² de bureaux encore à construire), assortie d'une plus-value estimée à plus de 1 000 EUR par m², démontre une fois de plus qu'Atenor est à même de conclure de très belles opérations, même dans un marché adverse. Enfin, même s'il est moins rentable, le marché résidentiel vers lequel Atenor s'est diversifié ces dernières années reste quant à lui porteur, vu la demande croissante de logements dans les villes. Là aussi, les projets d'exception font mouche. Avec 40 % des appartements déjà vendus en quelques mois, la commercialisation de la tour bruxelloise UP-site (140 m, 42 étages), actuellement en construction, semble déjà être un succès.

En Hongrie et en Roumanie (près de 25 % du portefeuille), la situation est plus critique. Les taux de vacance y sont très élevés (21,3 % à Budapest et 17 % à Bucarest) et il est devenu impossible de susciter l'intérêt d'investisseurs sans avoir pré-loué. La faiblesse de l'offre de nouveaux projets de qualité a néanmoins décidé Atenor à se lancer dans une 1ère phase de construction de chacun de ses deux sites, dont la localisation reste sans conteste de 1er choix...

Un risque à prendre, que le groupe peut financièrement se permettre.

... mais un nouveau cycle bénéficiaire...

Après trois années plus difficiles (maturité insuffisante du portefeuille), le pipeline des projets en cours est prometteur. Aussi, sur base d'hypothèses prudentes (plus-value moyenne estimée entre 350 et 400 EUR/m² sur les projets belges et gains nuls dans les pays de l'Est), Atenor devrait être en mesure de générer 100 à 120 millions de bénéfices entre 2012 et 2016, soit 20 à 24 EUR par action. 2012 sera du même acabit que 2011 (2,25 EUR par action) et 2013 ne profitera encore que de la contribution de quatre projets (cinq si l'hôtel South City à côté de la gare du Midi à Bruxelles trouve acquéreur). Mais les deux ou trois années suivantes seront nettement plus costaudes et nous ne serions pas étonnés de voir le bénéfice 2015 ou 2016 avoisiner les records de 2007-2008 (7 à 8 EUR par action).

... et un dividende maintenu

Après une réflexion stratégique sur une éventuelle baisse du dividende afin de conserver des moyens pour pouvoir mener des projets sur 10 ou 20 000m² de plus, Atenor a tranché. Le dividende restera inchangé à 1,5 EUR net par action, mais les actionnaires auront le choix entre un dividende optionnel en actions, qui permettra de bénéficier d'une décote (vraisemblablement de 5 à 10 %) sur les nouveaux titres émis, et un dividende en cash, pour fidéliser les actionnaires les plus sensibles au dividende. Au cours actuel, le rendement sur dividende atteindra donc encore 4,6 % net !

RENDEMENT D'ATENOR, DES DEVELOPPEURS ET DES FONDS IMMOBILIERS EN EUROPE



Le savoir-faire et les projets de qualité d'Atenor (base 100, en gras) lui ont permis de nettement mieux résister à la crise que les autres développeurs européens (moyen), et même que les fonds immobiliers (sicafi, fin), pourtant moins risqués.