

Atenor : nouveau cycle bénéficiaire

Construction et immobilier
Bourse de Bruxelles • 37,42 EUR
Risque : ③

Après quelques années mitigées, Atenor est à la tête d'un portefeuille de projets immobiliers plus matures. 2014 initiera un nouveau cycle bénéficiaire. De quoi assurer la stabilité du dividende, qui offre un rendement (au cours actuel) de 4 % net et que le groupe souhaite maintenir à long terme. Sur base d'un scénario prudent, nous évaluons le titre à 41 EUR.

➤ **Achetez.**

Bureaux et résidentiel

- Le promoteur Atenor est à la tête de 12 projets, soit ±615 000 m², répartis pour 49 % dans des bureaux, 46 % dans le résidentiel et 5 % dans des surfaces commerciales de projets mixtes.
- Le marché des bureaux étant en crise depuis 2008, Atenor s'est renforcé dans le résidentiel (Bruxelles, Namur, Ath, Mons, Luxembourg), pour tirer parti de la croissance démographique urbaine. D'ici 2020, à Bruxelles (2/3 de ses projets résidentiels), on attend 7 000 ménages de plus par an, alors que l'offre actuelle nette de logements ne dépasse pas 3 000 à 4 000 unités par an.
- Atenor ne délaisse pas pour autant les bureaux, sa spécialité historique. A Bruxelles, malgré le faible marché et un taux de vacance de plus de 10 %, il mise toujours avec succès sur l'obsolescence du parc actuel (surfaces trop spacieuses, énergivores, mal localisées).

RENDEMENTS (cours + dividendes)



Depuis 1991, les plus-values moyennes sont de 400 à 500 EUR/m². Un beau parcours qui se reflète dans le rendement (gras, base 100) : depuis le début de la crise, il dépasse largement celui de la moyenne des promoteurs européens (trait fin) ou des sicafi européennes (trait moyen).

Maturité

• En 2008, après la vente de l'immeuble *Président* au Luxembourg (avec un rendement exceptionnel) Atenor, s'est retrouvé avec un manque de projets suffisamment avancés pour relancer ses bénéfices. Les années de crise qui ont suivi (2009 à 2013) auront été une longue transition.

• En 2013, le bénéfice a été issu surtout de trois projets sur douze. Cependant, bon nombre d'autres projets ont très bien avancé (permis, lancement de commercialisation...).

• En 2014, le bénéfice proviendra d'au moins sept ou huit projets sur les douze existants.

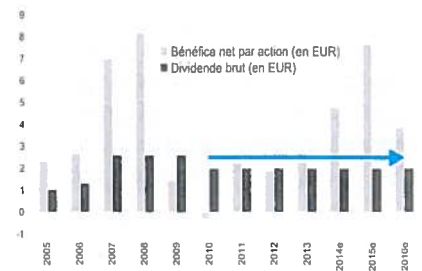
Des négociations sont en cours pour la vente du dernier bloc de bureaux du site *Up-Site* (le long du canal, Bruxelles); quant aux 357 appartements de la tour de ce site, ils sont déjà réservés à 70 % et vont maintenant profiter de la présence d'un nouvel appartement témoin (au 27^e étage).

Le *Trebel* (rue Belliard, Bruxelles), contribuera encore au bénéfice, au fur et à mesure de sa construction et jusqu'en 2016.

A Luxembourg, le projet *Air*, acheté l'été passé et déjà loué, pourrait déjà être vendu.

A Namur, les préventes dans le résidentiel vont plus vite que prévu....

• En Europe de l'Est, les deux projets se débloquent enfin! En Hongrie, le premier de cinq blocs de bureaux prévu est loué à 100 % et donc vendable; un deuxième bloc est en cours de construction. En Roumanie, le premier de trois blocs de bureaux prévus est loué à 40 %; au vu des contacts en cours pour la location de nouvelles surfaces, il est probable qu'il soit aussi vendable d'ici fin 2014. Une seconde phase pourrait suivre. Il n'est à présent plus impossible que ces deux projets, qui bénéficient d'excellentes localisations, mais dans lesquels Atenor s'est engagé au plus mauvais moment (en 2008 juste avant la crise), pourraient, en fin de compte, être bénéficiaires. C'est une bonne nouvelle (même si nous restons prudents et ne tablons pas encore sur une contribution significative au bénéfice du groupe).



Le cycle bénéficiaire qui s'annonce rassure quant à l'espoir de maintien du dividende.

Nouveau cycle bénéficiaire

En 2013, le bénéfice a un peu dépassé nos attentes (2,29 EUR par action). Cette année, il pourrait s'approcher de 5 EUR. Certes, il reste difficile de faire des prévisions précises, vu le timing et le poids relatif d'une ou l'autre opération. Mais Atenor est clairement à l'aube d'environ cinq belles années, au cours desquelles il devrait récolter au total 20 à 30 EUR de bénéfice par action. C'est la garantie d'un dividende stable à 1,50 EUR net ! Comme l'an passé, un dividende optionnel sera proposé (en cash ou en actions). Si vous n'avez pas besoin de liquidités, optez pour le dividende en actions, qui permet d'acquérir le titre avec une décote de 10 à 15 % (modalités à préciser le 25/04). L'an passé, tous les actionnaires de référence et 76 % du total des actionnaires ont privilégié cette formule.

SOCIÉTÉS DE LIQUIDITÉS

*Avec des dizaines de sociétés, Atenor est inculpé dans un dossier de ventes de sociétés (entre 1998 et 2000), qui ont ensuite été vidées de leur substance par les acheteurs, puis mises en faillite, en éludant l'impôt. Selon le Parquet, au vu des prix de ventes, Atenor ne pouvait ignorer les intentions des acheteurs. La procédure se poursuit (elle a duré 17 ans pour Wereldhave, finalement acquitté !). Atenor clame sa bonne foi. Mais le risque concerne surtout les dirigeants, en termes de réputation. Car pour le groupe, même en cas d'amende, les montants seraient très limités. Atenor n'a d'ailleurs inscrit aucune provision**.*