

Atenor : profitez de l'Europe centrale

Immobilier

Bourse de Bruxelles • 70,60 EUR

Dividende net : 1,62 EUR (2,3%)

Risque : ③

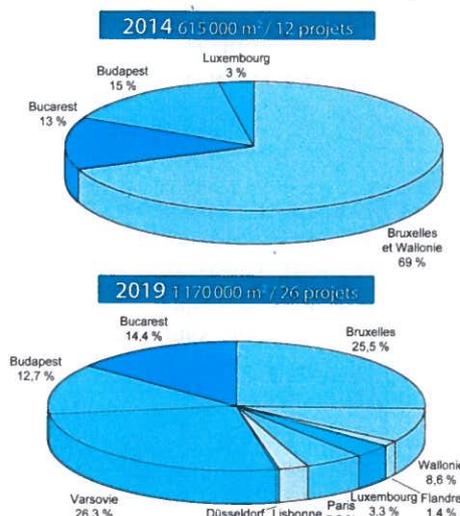
En 3 ou 4 ans, le promoteur Atenor a doublé son portefeuille en développement. Alors qu'il visait pour 2021 un palier de 900 000 m² de projets en cours, il en est déjà à 1 170 000 m². Et le poids de l'Europe centrale, région la plus dynamique de l'UE, ne cesse d'y grossir (la zone pèse pour 53% du portefeuille). Les prochains exercices devraient procurer de solides bénéfices. Nous misons pour ces 3 prochaines années sur une moyenne annuelle de 8 EUR par action. De quoi permettre une accélération du dividende. Alors que le groupe a longtemps promis une croissance annuelle de 2% du dividende, une hausse annuelle de 5% pourrait devenir la nouvelle règle.

► Achetez.

Stratégie

- Atenor investit, seul ou en partenariat, dans des projets immobiliers, surtout de bureaux et résidentiels et surtout en milieu urbain. Des projets rentables, avec une localisation de première qualité. Atenor assume l'ensemble du processus : architecture, obtention des permis, financement, construction, recherche de locataires et vente. L'objectif est de réaliser des plus-values à la livraison ou en cours de réalisation. Il vise normalement 400 EUR par m² de plus-value mais c'est parfois bien plus.
- Ces dernières années Atenor a cherché à multiplier le nombre de projets et à se développer au-delà de ses marchés historiques (Belgique et Luxembourg), avec le support d'équipes locales expérimentées. L'objectif est double : alimenter la croissance et contenir le risque (plus de projets, à des stades différents, sur plus de marchés), et assurer une rotation plus rapide des capitaux investis (en diminuant la durée moyenne des projets). Ici l'internationalisation joue un rôle majeur. Alors qu'à Bruxelles, pour obtenir un permis, dans le meilleur des cas, il faut un an ou un an et demi, en Hongrie, cela

prend 3 mois. A Paris, où le groupe est à la tête de deux projets, un des deux permis a aussi été décroché en 3 mois. Atenor n'abandonnera pas Bruxelles pour autant. Les projets contigus *The One* et *Realex*, idéalement situés pour intéresser les institutions européennes, seront de très gros contributeurs aux bénéfices futurs. Le projet mixte *City Dox* aussi (157 000 m² à Anderlecht).



Cap sur l'Europe centrale

- Atenor a entamé ses deux premiers projets de bureaux en Europe Centrale (Budapest et Bucarest) à la veille de la crise financière, au prix fort. Ils ont donc été longs à rentabiliser. Mais depuis plusieurs années, les économies hongroises et roumaines sont très porteuses (croissance 2019 attendue de 4% pour la Hongrie et près de 3% pour la Roumanie). Les immeubles du groupe répondent à la demande des grandes multinationales (Deutsche Telekom, General Electric, Nokia, Exxon...) qui accroissent leur présence sur place, attirées par la jeunesse éduquée et les salaires très compétitifs.
- Aujourd'hui le groupe a 3 projets en cours à Budapest (150 000 m² répartis sur 7 immeubles) et 4 en Roumanie (168 000 m²). A Varsovie (où il est déjà actif dans le redéveloppement de deux immeubles de bureaux), il vient d'acquérir un terrain de 14,1 ha près de l'aéroport, pour un gros projet de bureaux, hôtels etc., d'au moins 250 000 m² (qui va l'occuper pour 10 ans).
- A Budapest, les investisseurs sont attirés par les rendements locatifs.

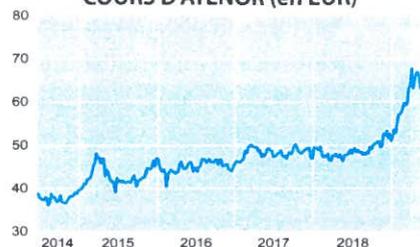
Car s'ils y sont en baisse, ils y restent élevés : 5,5% pour les immeubles de premier choix contre 4% à Bruxelles et 3% à Paris. Depuis 2015, Atenor y a déjà vendu 4 des 6 immeubles de son projet de *Váci Greens* (100% loués) et nous sommes très optimistes pour la suite. Un des deux derniers immeubles en construction, pré-loué à 50%, devrait attirer les investisseurs. C'est aussi le cas du projet *Besci* : 15 000 m² de bureaux à Buda, dans la zone résidentielle la plus prestigieuse de la ville.

- En Roumanie, les investisseurs internationaux sont plus timides. Mais les taux de vacances sont en baisse. Et les rendements locatifs très élevés (7%) devraient finir par séduire. Le projet *Dacia-One* (15 800 m² de bureaux) est pré-loué à 100% et candidat à la vente. Le projet *Hermes Business Campus* aussi : 75 000 m² loués à 100% et générant 10 millions d'euros de revenus locatifs par an en attendant la vente.

La dette ne doit pas inquiéter

La dette nette d'Atenor inquiète certains car elle s'élève à presque deux fois les fonds propres (qui sont de ±30 EUR par action). Mais à tort. Car Atenor ne s'endette que pour la construction des projets. L'achat des terrains est toujours financé sur fonds propres, de sorte que des retards pour les permis ou les aléas conjoncturels ne sont jamais des menaces. De plus, pour certains projets, le risque est très limité : Atenor a déjà trouvé des locataires pour son projet *Dacia One* alors qu'il n'a même pas encore le permis ! Enfin, Atenor veille à diversifier ses sources financières (banques, obligations) et à bien étaler ses échéances dans le temps.

COURS D'ATENOR (en EUR)



En septembre 2018, nous nous étions étonnés encore de la stagnation du cours alors que le groupe atteignait un nouveau palier de développement. Aujourd'hui les investisseurs commencent enfin à le prendre en compte. Mais il reste du potentiel.