

Les promoteurs immobiliers

2012 et 2013 n'auront pas été des 'grands crus' pour les promoteurs immobiliers. Ces deux prochaines années promettent d'être meilleures. Peut-on encore entrer ?

2012 aura été une année de vaches maigres en matière de promotion immobilière en Belgique. 2013 aura été 'modéré'. **Banimmo** a même dû confesser une lourde perte. Son objectif de vente de 60 mio. EUR a pourtant largement été dépassé. Au final, ses ventes immobilières ont porté sur 75 mio. EUR, soit bien plus qu'en 2012 (à peine 12 mio. EUR). Son résultat s'est retrouvé en rouge foncé suite à une **sérieuse moins-value sur sa part dans City Mall**, un promoteur de centres commerciaux. A Charleroi, le projet a été rejeté. C'est d'ailleurs un des grands risques inhérents à un investissement dans un promoteur immobilier : la non obtention du permis de bâtir (voir cadre bleu).

Chez **Immobel**, l'année 2013 s'annonçait prometteuse. Déjà en été, le promoteur bruxellois, actif depuis 1863 (!), avait estimé que son bénéfice annuel progresserait d'au moins 50%. Car la vente de la première tranche de l'important projet immobilier *Belair* à Bruxelles devait être finalisé à fin 2013. Ce fut finalement le 10 mars 2014. Qu'en 2013, son profit se soit donc limité à 1,5 mio. EUR (0,36 EUR p.a.) est donc dans ce cas précis à relativiser. Il s'agit d'un bénéfice reporté et non annulé.

Atenor a veillé à apporter la note positive. Jusqu'en novembre, il était question d'égaliser le bénéfice de l'année d'avant (9,5 mio. EUR ou 1,88 EUR p.a.). Grâce à quelques projets de vente finalisés avant la fin de l'année, c'est finalement 2,29 EUR p.a. de bénéfice qui a été réalisé. Bien que nous soyons encore loin des records absolus de 2007-2008 (bénéfice de 35 à 45 mio. EUR), 2013 fut la meilleure année depuis lors.

De plus, son bénéfice dépasse à nouveau son généreux dividende fixé depuis quatre ans consécutifs à 2 EUR bruts p.a. En matière de politique de dividendes, **Atenor** fait office d'exception (voyez plus loin).

La 'belge' **VGP** forme depuis son entrée en bourse en 2007 un cas à part parmi les promoteurs immobiliers. Le groupe est spécialisé dans la construction de parcs industriels, alors que les trois autres ont des projets diversifiés en portefeuille (magasins, bureaux, résidentiels). De plus, VGP n'est pas actif en Belgique. Initialement, il était tourné vers l'Europe centrale (surtout la Tchéquie). Un choix dont n'a sûrement pas eu à se plaindre l'entreprise par le passé. Après avoir vendu une grande part de ses parcs industriels en 2010-2011 (une belle réduction de capital a suivi), il a en 2012-2013 mis l'accent sur l'achat de nouveaux terrains, surtout en Allemagne (parmi les 958.000 m² de superficies acquises en 2013, 803.000 m² se situent en Allemagne). A fin 2013, son portefeuille de terrains à bâtir s'élevait à 2,05 mio. m². Même si en 2013, il était question d'un doublement par rapport au maigre chiffre précédent (jusqu'à 24,3 mio. EUR ou 1,31 EUR p.a.), VGP est toujours en phase de développement pour l'instant et les grands dossiers de vente n'arriveront probablement que d'ici fin 2014-2015. Nous considérerons 2013 comme une année transitoire.

Permis de bâtir

Avant de lancer le chantier d'un projet immobilier, il faut s'assurer d'avoir obtenu tous les permis de bâtir. C'est loin d'être une sinécure. Ces démarches prennent des mois voire des années parfois. Beaucoup de projets doivent être redessinés ou adaptés en fonction des 'normes' d'un quartier donné. Et il arrive du coup que le nouveau plan soit moins rentable que le projet initial.

LEUR FAIBLE NÉGOCIABILITÉ RESTE LEUR TALON D'ACHILLE

Le segment des promoteurs immobiliers belges pèse 798,9 mio. EUR en bourse. C'est donc un relativement petit segment immobilier comparé aux 16 sicafi (6,9 mia. EUR). Et si on ne tient compte que du capital détenu par le public (le 'free float'), la valeur boursière 'ajustée' retombe à seulement 248,9 mio. EUR. Chez VGP, plus de 94% du capital est en mains fixes. On ne s'étonne donc pas que l'action soit peu échangée. En cas d'achat ou de vente, placez donc de préférence des limites.

► Promoteurs immobiliers: données boursières

	Immobel	VGP	Banimmo	Atenor
Cours	40,3	17,95	8,11	39,43
Cap. Bours. (mio. €)	166,1	333,6	92,1	207,1
Freefloat (mio. €)	108,1	19,8	21,7	99,3
Volumes/jour (€)	77.658	3.446	25.821	77.598

Endettement sous contrôle

Un promoteur immobilier ne finance qu'une partie des projets à l'aide de fonds propres. Le reste est financé à crédit. **L'objectif est en effet de profiter au maximum de l'effet de levier d'endettement (financier).** Supposez que vous financiez un projet uniquement à l'aide de vos moyens propres (par exemple 100 EUR) et que vous vendiez l'immeuble pour 150 EUR, votre rendement sera alors de 50%. Si vous financez ce même projet en n'employant que la moitié de vos fonds propres et que vous le vendiez ensuite au même prix, votre rendement atteindra alors 100% (50 EUR de bénéfice sur une mise de départ de 50

► Promoteurs immobiliers: endettement				
	Immobel	VGP	Banimmo	Atenor
Charges intérêts '13	-	4,6%	4,5%	4,6%
Endettement '13 (1)	1,47	0,55	1,69	1,68
Endettement '12 (1)	0,85	trésorerie	1,76	1,34

(1) Dettes nettes/Fonds propres

ne pas être trop tributaire d'un seul mode de financement. A ce titre, il est significatif de voir que TOUS les promoteurs ont au cours des dernières années profité des taux bas pour faire appel au marché obligataire. Loin des banques, donc. **VGP** a levé en juillet et décembre 2013 au total 150 mio. EUR en offrant sur une durée de 4 à 5 ans un rendement d'un peu plus de 5%. Le gros de sa dette financière (limitée) se compose chez VGP de ces deux emprunts. Chez **Atenor**, la majeure partie de sa dette provient aussi des deux obligations émises en 2010 et 2012. Chez **Banimmo**, les emprunts obligataires représentent 26,7% du total. Et si leur endettement a crû, c'est à mettre en balance avec de nombreux nouveaux investissements (terrains, nouveaux projets).

Politique dividendaire

Contrairement aux sicafi, qui en échange d'un statut fiscalement favorable (pas d'impôt de société) doivent rétrocéder légalement minimum 80% de leur bénéfice sous forme de dividende, les promoteurs immobiliers n'ont pas cette obligation. Ces derniers déterminent donc librement le degré de générosité à l'égard de leurs actionnaires. Chez **Immobel**, la politique est très claire. Il verse près de 50% du bénéfice sous forme de dividende. Chez **Banimmo**, le dividende est déjà moins sûr. **Atenor** tient lui à son image de généreux donateur

► Dividende: pas de garantie absolue			
	Immobel	Banimmo	Atenor
bpa '13	0,36	-1,23	2,29
Divid. '13	0,00	0,00	2,00
bpa '12	2,84	0,24	1,88
Divid. '12	1,40	0,27	2,00
bpa '11	3,93	0,10	2,25
Divid. '11	1,75	0,27	2,00
bpa '10	2,56	0,04	-0,32
Divid. '10	1,25	0,35	2,00

EUR). **Bien entendu, trop de dettes augmentent les risques. De plus, un promoteur immobilier veillera à**

► Valeur intrinsèque Banimmo	
	EUR p.a.
Valeur portefeuille	32,2
Dettes nettes	-19,9
Valeur intrinsèque	12,3
Valeur comptable	10,2

(rendement dividendaire de 3,9% nets), même en 2010, une année déficitaire. Cette année-là, **Atenor** a dû puiser dans ses fonds propres, ce qui n'est pas très sain. Pour limiter les sorties de caisse, **Atenor** offre depuis 2012 un dividende optionnel. **VGP** fait à nouveau exception. Depuis son 'IPO' en 2007, l'actionnaire n'aura perçu que quatre coupons (souvent des remboursements en capital). Ceux-ci ont eu lieu à des dates diverses en fonction des ventes importantes et ont varié entre 0,28 EUR et 2,15 EUR par action.

Valorisation

Ne se baser que sur le rendement dividendaire comme seul critère pour investir est donc contre-indiqué chez ces promoteurs. **Etant donné que leur dividende n'est pas stable, il faut donc s'intéresser aux éléments de valeur.** A l'inverse des sicafi qui calculent leur valeur intrinsèque chaque trimestre (= valeur des biens immobiliers estimés par un expert indépendant-dette), ce n'est pas le cas des promoteurs.

Banimmo (C+ 2) est le seul publier chaque semestre une 'fair value'. Pour **Banimmo** ce calcul est plus facile vu que son portefeuille de 365 mio. EUR (32,2 EUR p.a.) se compose de beaucoup de projets matures. Près de la moitié de son portefeuille est valorisé à sa valeur comptable

(conservative). Les autres composants sont comptabilisés à leur valeur de marché ou valeur boursière. Ainsi, **Banimmo** détient e.a. 12,2% de la sicafi *Montea* (valeur: 26,4 mio. EUR). Une part qui à tout moment peut être vendue. La décote par rapport à sa valeur intrinsèque ressort à plus de 30%. Avant de considérer cela comme une opportunité, il convient de voir comment sa valeur intrinsèque évoluera dans les prochains six mois. N'oublions pas que sa valeur intrinsèque s'élevait encore à fin 2012 à 15,1 EUR p.a. Cette année, **Banimmo** mettra surtout l'accent sur la location d'immeubles matures (car un bien loué a en toute logique plus de valeur en cas de vente). L'objectif est de faire remonter le taux d'occupation de 74% à 80%. **Banimmo** a aussi sélectionné quelques biens qu'il pourrait céder. **2014 ne sera pas encore une année-phare mais nous comptons à nouveau sur un bénéfice et un dividende. Le grand projet de magasins à Gand ('The LOOP'), pour lequel Banimmo espère obtenir les permis de bâtir d'ici fin 2014, et dont la réception finale est prévue à fin 2016, sera un projet déterminant dans le futur. Nous maintenons notre conseil d'accumuler.**

Pour **Immobel (A 1)**, l'exercice en cours devrait indubitablement se révéler bien meilleur. La vente en mars

2014 de la première phase du projet *Belair* permettra au bénéfice du premier semestre à se hisser déjà sûrement à 5,7 EUR p.a. (comparé à 0,36 EUR p.a. pour l'ensemble de 2013). La direction est même d'avis de verser un dividende intérimaire en septembre, aussi en partie pour compenser l'absence de coupon pour l'exercice 2013. Comme le montre le tableau, ses fonds propres n'ont quasi pas augmenté. Par contre Immobilier a fortement investi dans de nouveaux projets. Les stocks, qui reprennent les immeubles de bureaux et résidentiels et les lotissements (Immobilier détient pour 4,5 mio. m² de terrains), a quasi doublé depuis 2010. 28% des projets sont situés à l'étranger (Luxembourg et Pologne). Immobilier compte dans ses cartons des dizaines de projets. Nous attendons surtout la réception de grands projets de bureaux comme *Cedet* (Varsovie) et à Bruxelles, le *Black Pearl*, dont le chantier devrait s'achever d'ici l'automne. **Dans ce**

► Immobilier: stocks et dettes en nette augmentation				
	2010	2011	2012	2013
Stocks (en mio. €)	240,7	327,8	359,9	464,6
Dettes nettes (mio. €)	53,9	136,7	160,4	268,7
Fonds propres (mio. €)	172,1	182,8	187,8	183,2
Fonds propres (p.a.)	41,8	44,4	45,6	44,4

cas son bénéfice (et donc ses fonds propres) pourrait faire un saut en avant. D'ici deux ans, nous pensons que sa valeur comptable pourrait rapidement atteindre 50 EUR. Nous confirmons notre conseil d'achat.

Le fait que le portefeuille immobilier de **VGP (C+ 1)** ait l'an dernier largement doublé en valeur incombe pour moitié aux nombreux achats de terrains. Comme nous pouvons en déduire des revenus locatifs engrangés (voir tableau), le nombre de propriétés louées est relativement petit, surtout comparé à 2010. Son portefeuille immobilier se compose donc principalement de terrains. Ces prochaines semaines, l'accent sera surtout mis sur la mise en chantier de nouveaux parcs industriels. Et si l'an dernier, le bénéfice de VGP a encore doublé et est quasi aussi élevé qu'en 2010 s'explique par les plus-values sur revalorisation des biens. Nous pensons que VGP pourrait dans les mois

► Données de base VGP				
	2010	2011	2012	2013
Valeur portef. (mio. €)	481,6	105,6	101,6	225,8
Fonds propres p.a.	9,49	8,33	8,14	8,93
Loyers (mio. €)	28,6	14,4	3,1	4,6
Bénéfice par action	1,42	0,70	0,62	1,31

à venir offrir encore un coupon honorable (probablement pour rembourser du capital) d'au moins 1 EUR par action. **Nous avons de ce fait récemment relevé notre conseil à 'prendre une première position'.**

Chez **Atenor (C+ 2)**, ses différents projets en cours (12 pour une superficie totale de près de 600.000 m²) connaissent un coup d'accélérateur. Si en 2012, la majeure partie du bénéfice provenait encore de la tour 'UP-site',

► Atenor: de plus en plus de projets contribuent au bénéfice			
Projets Atenor	Type immobilier	Surface en m ²	Contribuera en 2014 ?
Up-Site (BxL)	rés./bureaux	80.000 (1)	oui
Trebel (BxL)	bureaux	29.766	oui
Port Bon Dieu (Namur)	résident.	18.225	oui
Vaci Greens (Hongrie)	bureaux	87.354	possible
AIR (Luxembourg)	bureaux	11.000	possible
Brasser. Neudorf (Lux.)	résident.	11.400	possible
Sucrerie (Ath)	résident.	19.578	possible
Grands Prés (Mons)	mixte	n.c.	possible
Hermes (Roumanie)	bureaux	78.212	non
Brussel Europa (BxL)	rés./bureaux	29.000 (2)	non
Victor (BxL)	rés./bureaux	100.000	non
City Docks (BxL)	mixte	165.000	non

(1) bureaux: 29.615 m², résidentiel: 48.435 m², magasins: 1.972 m²
 (2) uniquement la partie bureaux. Résidentiel non communiqué.

le long du canal à Bruxelles, l'an dernier ce sont déjà trois projets (UP-site, le très lucratif immeuble de bureaux bruxellois 'Trebel' et le projet résidentiel 'Port du Bon Dieu' à Namur) qui ont contribué au bénéfice. Pour 2014, cinq autres projets supplémentaires pourraient contribuer (voir tableau). Nous songeons principalement à l'immeuble de bureaux AIR au Luxembourg. L'an dernier, la location intégrale - à un loyer honorable - du premier bloc de bureaux en Hongrie (projet *Vaci Greens*) fut une bonne surprise et pourrait devenir un des prochains dossiers de vente d'Atenor. De même, le projet de bureaux *Hermes* en Roumanie évolue bien. Le premier bloc est déjà loué à plus de 40%. D'ici fin 2014, nous espérons que la location passera à 80%. Par ailleurs, on attend l'obtention cette année du permis de bâtir pour l'important projet 'Brussels Europa' (rue de la Loi). Le plan original avait dû être modifié.

En 2014 nous prévoyons un bénéfice annuel supérieur. Plus important encore est qu'Atenor a bon espoir qu'il obtiendra d'ici fin 2014 les autorisations pour la plupart de ses projets, ce qui devrait se traduire en bénéfices futurs. Par contre, nous ne tablons pas sur un dividende supérieur pour 2014. Sur le plan du dividende, Atenor s'est en effet montré un peu trop généreux ces dernières années au vu des bénéfices engrangés. Cette année aussi, nous conseillerons d'opter pour le dividende en actions (ex-dividende le 28/04 et période de choix du 5 au 21 mai). Les investisseurs de long terme peuvent tenter un achat vers 36-37 EUR (cours d'entrée avant le détachement du coupon).

