

L'Initié de la Bourse

10.03.2010

1B

38,5 EUR

DIGNE D'ACHAT LT

ATENOR GROUP

5% de dividende net pour patienter

Comme prévu et attendu par tous, le bénéfice du promoteur immobilier s'est effondré l'an dernier. Mais ceux qui connaissent le secteur de la promotion immobilière savent que les années de vaches grasses et de vaches maigres s'alternent en permanence. Or la crise économique et financière explique que nous vivions une année de vaches maigres en l'occurrence.

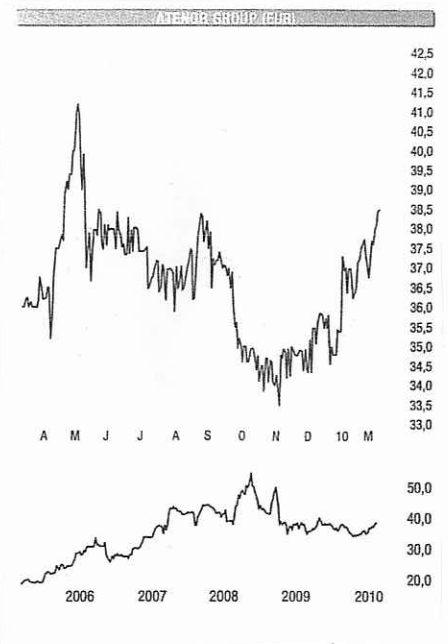
De plus, même sans la crise, Atenor devait rechercher de nouvelles sources de bénéfice après le projet *Président* qui apparaît toutefois encore dans les résultats 2010 en raison du retard de la livraison. Ce projet -le plus rentable de l'histoire du groupe- de trois bâtiments sur le plateau *Kirchberg* au Luxembourg fut une source de bénéfices considérable en 2007 et 2008, mais le 25 février 2010, le groupe n'a finalement pu livrer qu'une partie du projet. Un accord a cependant été conclu entre l'acheteur *CRI* et Atenor au sujet de la livraison effective et du paiement du solde du prix. Au premier semestre, des travaux seront exécutés qui doivent compenser les problèmes rencontrés jusqu'ici par rapport à la livraison. La discussion est en revanche plus délicate entre l'entrepreneur général et Atenor par rapport à la partie qui devra assumer la responsabilité financière du retard. Un accord à l'amiable est recherché et dans cette attente, aucune indemnité financière n'est comptabilisée au niveau du résultat.

Heureusement, le 'retard' du projet *Président* a pu être compensé partiellement par la vente (complète) plus rapide que prévu du projet résidentiel *Media Gardens* à Bruxelles. Ce projet se trouve sur le site de l'ancienne filiale *Matermaco* à Schaerbeek (près de *Meiser*). Il s'agit de 281 logements sur près de 26.000 m², répartis sur cinq blocs. Un premier contrat de vente portant sur un bloc de 75 appartements a d'abord été conclu avec la sicafi résidentielle

Aedifica. Pour les autres blocs, soit 206 appartements, un accord a été trouvé avec *Optima Financial Planners*. Optima a déjà signé un accord de vente pour 193 de ces 206 appartements et un engagement de vente définitif a été conclu pour le solde. L'essentiel (94%) des revenus a été enregistré dans les chiffres de 2009, le reste au niveau des résultats de cette année.

Globalement, Atenor a réalisé l'an dernier un bénéfice net de 7,32 millions EUR ou 1,45 EUR par action, contre encore 41,3 millions de bénéfice ou 8,20 EUR par action en 2008. Ces 1,45 EUR par action sont inférieurs aux prévisions, mais ceci est évidemment lié aux frais plus élevés inhérents au retard du projet *Président* et à la réalisation plus rapide de *Media Gardens* à un rendement légèrement inférieur aux attentes. En revanche, le dividende a bel et bien été maintenu comme prévu à 2,6 EUR bruts par action (1,95 EUR net, soit un rendement de dividende net de 5,1%). Le dividende est supérieur au bénéfice. Autrement dit, le groupe, tout comme par le passé, puise dans les réserves accumulées pendant les années de vaches grasses. Au début de cette année, le promoteur immobilier a déjà fait parler de lui en plaçant avec succès une obligation d'entreprise d'une valeur de 75 millions EUR à cinq ans, assortie d'un coupon brut de 6% et ayant un prix d'émission de 101,875%.

Le portefeuille contient sept autres projets d'une superficie totale proche de 300.000 m². Il s'agit là d'un portefeuille unique et très spécifique, réparti en bureaux extrêmement bien situés (sites AAA : *Hermes Business Campus* à Bucarest et *Vaci Ut* à Budapest), en projets mixtes urbains (*South City*, *Premium*, *Europa* et *Victor*, tous à Bruxelles) et en un projet résidentiel (*Namur Waterfront* à Namur). Le groupe n'a pas avancé de perspectives (de bénéfice) concrètes



tes pour cette année. C'est compréhensible, vu les incertitudes d'ordre économique et financier.

En fonction du cycle économique, Atenor est un promoteur immobilier qui peut générer 20 à 25 millions EUR (4 à 5 EUR par action) de bénéfice sur la vente de projets. Sur cette

base et celle de la valeur du portefeuille immobilier, l'action mérite selon nous d'être étiquetée digne d'achat (rating 1B) pour le plus long terme. L'investisseur (value) doit pouvoir patienter grâce au rendement de dividende net de 5,1%. L'objectif de long terme est fixé à 45 EUR.