

## ATENOR

### Changement de conseil

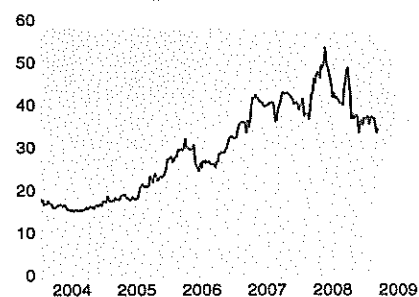
Construction et immobilier  
Bourse de Bruxelles • 35,60 EUR  
Risque : ②

*Avec la récession et la rareté du crédit les turbulences dans l'immobilier vont persister jusqu'en 2010. Certes la qualité des projets d'Atenor, sa solidité financière et sa prudence devraient le préserver. Mais la visibilité est à ce point réduite et la politique de croissance de dividende étant mise entre parenthèses, nous changeons de conseil : n'achetez plus.*

➤ *Conservez.*

L'année 2008, bien qu'un peu inférieure à nos attentes, a battu les records (bénéfice par action : 8,20 EUR). L'exercice 2009 sera sans doute surtout nourri par la fin du projet *Président* (Luxembourg). Pour l'heure, les conditions de marché et la frilosité des investisseurs ne permettent plus de vendre des projets inachevés et non loués à 100 %. Une série d'espoirs de revenus sont donc reportés à 1 ou 2 ans. C'est le cas des projets gelés en Roumanie et en Hongrie. C'est aussi le cas de *South City* (gare du midi à Bruxelles) : en pleine construction mais déjà loué pour 1/3, nous attendions des résultats dès cette année. Au vu du taux de vacance très réduit des environs (1,5 %), nul doute cependant que le projet trouvera preneur. Mais il faudra attendre 2010.

Nous prévoyons un bénéfice 2009 limité à 3,80 EUR par action (contre 5,26 EUR auparavant). Financièrement solide, le groupe paiera un dividende stabilisé à 1,95 EUR net (croissance suspendue donc) et nous estimons la valeur intrinsèque à ±50 EUR.



*Aucun projet d'Atenor ne semble directement menacé. Mais les revenus se feront attendre plus longtemps. Le cours (en EUR) reflète cette incertitude.*

### ATENOR GROUP

Promoteur immobilier belge (bureaux, construction résidentielle, magasins) actif en Belgique, au Luxembourg et aussi en Europe de l'Est.

*Indicateur de risque: de ① (le risque lié à l'action est faible) à ⑤ (risqué lié à l'action élevé). Cet indicateur tient compte de l'ampleur des fluctuations de cours de l'action (volatilité), du risque lié à sa situation financière et à son secteur d'activité et du respect des règles de corporate governance.*