

Atenor: résultats en croissance

Grâce à davantage de projets contribuant au bénéfice, les chiffres de ce promoteur immobilier sont en constante croissance. La remontée des taux peut-elle constituer un frein ?

Contrairement aux SIR, les chiffres des promoteurs immobiliers connaissent un parcours plus volatil. Car ils dépendent du timing de la livraison de grands projets. Atenor veut en être moins tributaire. Rencontre avec le CFO Sidney D. Bens.



Sidney D. Bens (CFO)

Atenor vise un bénéfice annuel au moins égal à celui de 2016 (20,4 mio. ou 3,62 EUR p.a.). Une prévision prudente malgré un solide premier semestre (16,75 mio. EUR)? 'Début 2017, nous tablions sur un résultat stable. Lors des chiffres semestriels, nous avons relevé cet objectif. Nous préférons jouer la prudence. Notre objectif futur : générer un bénéfice de 25 à 30 mio. EUR/an. De quoi pouvoir

relever le dividende annuellement de 2%. Pour 2016, il était de 2,04 EUR ('payout' limité à 56,3%).'

A fin 2012, il y avait 12 projets dans les cartons pour 650.000 m². Aujourd'hui, c'est 18 (> 750.000 m²). 'Notre diversification internationale et un nombre croissant de dossiers permettent de générer des chiffres plus récurrents et en croissance. 2007/08 furent des années records, grâce au vaste chantier 'President' à Luxembourg. Un an plus tard, le bénéfice s'élevait à 7,3 mio. EUR. Nous souhaitons mettre un terme à de telles fluctuations de bénéfice'.

La situation en Europe centrale, formant un quart de vos projets, est en nette amélioration. 'Notre premier investissement en Europe centrale s'est produit à la

Atenor (47,6 EUR) est actif dans cinq régions en Europe (Bruxelles-Walonie, Luxembourg, Paris, Budapest et Bucarest). L'accent est mis avant tout sur le développement de bureaux et d'appartements. Atenor pèse 266,9 mio. EUR en bourse. La moitié (49,9%) du capital est aux mains du large public. Ces 12 derniers mois, les échanges quotidiens ont porté sur 1.840 actions en moyenne.

veille de la crise bancaire. Aujourd'hui, la Hongrie croît à un rythme de plus de 4% et le marché des bureaux connaît une belle dynamique. Budapest attire beaucoup d'entreprises internationales (GE, Xerox, Unilever, AON,...) en quête de travailleurs bien formés aux conditions salariales attrayantes. De belles entreprises, alors que Bruxelles est surtout tributaire de l'Europe'.

En un an et demi, Atenor a vendu 4 immeubles de bureaux à Budapest. Et vous vous y étendez encore. 'Les institutionnels, qui font le gros dos aux bureaux coûteux en Europe occidentale, sont attirés par ce segment en Europe centrale. Ici les bureaux rapportent 6,75% de rendement locatif brut (= yield), contre moins de 4% dans les grandes métropoles d'Europe occidentale, voire 3,5% à Paris. Notre projet 'Vaci Greens' se décline en 6 immeubles de bureaux pour une superficie de 130.000 m². Deux doivent encore être construits. L'attrait est à ce point grand que nous pouvons nous permettre de vendre des immeubles pré-loués partiellement (comme la récente aile 'D' vendue). En l'espace d'un an et demi, ces ventes ont généré 185 mio. EUR de revenus. A Budapest, des terrains supplémentaires ont été achetés à l'été dernier pour y développer un nouveau projet'.

Et à Bucarest ? Les rumeurs d'une vente font depuis longtemps le tour ! 'Notre *Hermes Business Campus* - superficie de bureaux de 73.180 m² - est entièrement loué (revenus locatifs de plus de 11 mio. EUR/an). Si on tient compte d'un yield de 7,6%, la vente peut rapporter 150 mio. EUR. Mais il n'y a pas urgence. Vu la croissance solide du pays (PIB +6,5%), nous continuons à encaisser les loyers tout en préparant la vente du projet'.

Quels sont pour Atenor les objectifs en matière de bénéfice ?

'Ce qui importe pour nous est l'IRR (*Internal Rate of Return* ou rendement attendu). Tenant compte d'un prix moyen de 400-500 EUR/m² pour le terrain et l'objectif de gagner encore une fois 400 à 500/m² (sur une période de 5 à 6 ans), nous obtenons un IRR d'en-

viron 15%. Il s'agit certes d'une moyenne. Ainsi, un terrain à Ath ne coûte que 150 EUR/m² tandis qu'avec le projet AIR à Luxembourg, nous avons gagné 1.100 EUR/m². Ce qui confère aux projets en portefeuille (750.000 m²) un gain potentiel de 375 mio. EUR. Etalé sur une période d'environ 7 ans, c'est un peu plus de 53 mio. EUR/an. Déduisez les frais administratifs et charges financières et on obtient 30 à 35 mio. EUR/an, notre objectif de bénéfice annuel'.

Quid si les taux continuent à augmenter ? Vous n'êtes pas couvert.

'Ces dernières années, nous avons décidé de ne pas nous couvrir et avons donc profité de la baisse des taux. Pour l'instant notre charge d'endettement est de 2,9%. En octobre, nous avons remboursé une obligation de 60 mio. EUR (sur une dette totale de 392 mio. EUR à fin juin), avec un coupon élevé de 5,375%. En janvier 2018, nous avons annoncé une plus grande diversification pour mieux échelonner les échéances. Les crédits bancaires sont limités et il n'y a pas de covenant bancaire. Nous envisageons de nous couvrir contre une remontée des taux, mais pour un IRR de 15%, un taux court de 2% ne pose pas problème. Cette charge ne représente qu'une petite portion du budget total d'un projet (les dépenses de construction sont bien plus importantes). N'oubliez pas non plus que contrairement aux SIR, ceci n'a pas d'impact sur la valorisation de nos actifs. Pour le bilan, nous comptabilisons nos actifs 'at cost' (prix coûtant), donc de façon très prudente'.

Quid de la valorisation ? 'Notre diversification inter-

► Projets immobiliers d'Atenor				Contribution		Stade
Projets actuels	Type	Taille (m ²)	Où ?	2017	2018	
The One	Mixte (B+R)	38.000	Bruxelles	*	*	P/C
City Dox	Mixte	165.000	Bruxelles	*	*	P/C
Realex (90% Atenor)	Bureaux	42.000	Bruxelles			P/C
Victor (50% Atenor)	Mixte	109.500	Bruxelles			terrain
Berges de L'Argentine	Résidentiel	26.000	La Hulpe		(*)	P/C
Le Nysdam	Bureaux	15.600	La Hulpe	*	*	loyers
Au fil des Grands Prés	Mixte (B+R)	75.000	Mons	*	*	P/C
La Sucrierie	Résidentiel	20.000	Ath	*	*	P/C
Lot 46	Mixte (R,B,M)	14.300	Luxembourg			terrain
Naos (55% Atenor)	Mixte (B+M)	14.000	Luxembourg		(*)	P/C
Am Bann	Bureaux	16.000	Luxembourg			terrain
Bezons	Mixte (B+M)	35.000	Paris District			terrain
Vaci Greens	Bureaux	45.000 (1)	Budapest	*	*	P/C
H30	Mixte (B+M)	85.500	Budapest			P
Hermes Business Campus	Bureaux	73.180	Bucarest	*	*	loyers
Expozitie	Bureaux	44.000	Bucarest			terrain
Dacia One	Bureaux	15.000	Bucarest		(*)	terrain
Projets (quasi) bouclés	Type	Taille (m ²)	Où ?			
Palatium	Mixte (R+B)	14.000	Bruxelles			-
Port du Bon Dieu	Bureaux	7.600	Namur	*		-
Brasserie de Neudorf	Mixte (R+M)	11.500	Luxembourg	*		-

Type: R=Résidentiel, B=bureaux, M=magasins Stade: P=Permis/C=Construction (1) encore les biens E et F (*) = objectif

nationale permet de profiter de la croissance au Luxembourg, en Hongrie et en Roumanie. Notre valorisation doit pouvoir refléter des résultats récurrents basés sur la croissance organique du portefeuille tout autant que notre capacité à délivrer un dividende en croissance régulière de 2%/an. En termes plus financiers, le 'dividend discount model' et l'évolution de notre 'price earning' montrent un potentiel d'évolution positive de notre valorisation sur base de notre modèle de croissance organique de notre portefeuille de projets et surtout de nos résultats'.



NOTRE CONSEIL POUR ATENOR (C+ 2)

Après avoir en 2015 et 2016 atteint près de 20 mio. EUR (environ 3,6 EUR par action), le bénéfice 2017 devrait être encore un rien supérieur (chiffres annuels prévus le 8 mars 2018). Un bénéfice tiré en avant par une dizaine de projets sur les 18 qu'Atenor a en portefeuille. Un bénéfice supérieur à 20 mio. EUR sur des fonds propres de près de 150 mio. EUR revient à un rendement sur fonds propres (ROE) de près de 13%. C'est beau. Pour l'exercice 2017, le dividende devrait être relevé pour se situer entre 2,08 et 2,1 EUR p.a., soit un **rendement brut de 4,4% sur base du milieu de la fourchette**. Son endettement est tout-à-fait gérable. Au niveau de sa dette, la partie emprunts obligataires a grandement diminué. Aussi ne serions-nous pas étonnés de voir Atenor ces prochains mois à nouveau faire appel aux marchés obligataires. **Cette valeur de rendement peut, sur repli vers 45 EUR, être repêchée. Mais compte tenu de la négociabilité assez faible du titre, songez toujours à limiter votre ordre.**