



# COURBET

Hotels / France

## Construire l'offre hôtelière de demain

Initiation cov. - 05/12/2022

Avec l'arrivée de Jean-François OTT, professionnel aguerri de l'immobilier européen, COURBET a pris un nouveau départ en 2022. Un portefeuille supérieur à €100m est visé à terme en France, notamment sur l'hôtellerie. Il sera constitué dans une phase du cycle favorable aux acheteurs, offrant ainsi un profil de risque maîtrisé à l'actionnaire.

### Nouveau départ sous l'impulsion de M. OTT

Depuis le 26 Février 2022, M. Jean-François OTT est P-DG de COURBET. M. OTT est un professionnel reconnu de l'immobilier pour avoir créé, développé et accompagné le déploiement de projets et actifs en Europe ces trente dernières années pour plusieurs milliards d'euros, notamment sur l'hôtellerie mais aussi le résidentiel et les bureaux. Il est également actif au capital de plusieurs sociétés cotées. Investisseur, entrepreneur, M. OTT a démontré un réel savoir-faire dans la détection d'actifs en devenir dont la valeur a depuis été multipliée par parfois 5x ou 20x (Prague, Berlin, Hvar, Austin) du fait de prix d'acquisition particulièrement bas (€150-300 par m<sup>2</sup> à Berlin ou Prague dans les années 1990 par exemple). Privilégiant les actifs délaissés situés en France, à acquérir par unité, Courbet bénéficiera de prix d'acquisition bas.

### Stratégie de Buy & Hold

Avec les hôtels de La Bourboule puis Cannes en 2022, soit plus de 200 chambres exploitées à maturité, Courbet a débuté l'agrégation d'actifs devant porter son portefeuille au-delà de €100m en valeur de marché à moyen terme

En investissant significativement sur les actifs acquis pour le remettre à niveau, Courbet les portera aux meilleurs standards tant en termes d'attractivité (adéquation offre / demande) qu'en termes d'exploitation (optimisation des coûts, émissions carbone, normes environnementales, optimisation du *pricing* absolu comme relatif vs. établissements concurrents).

### Accélération en phase favorable du cycle et valorisation

Des taux d'intérêt plus élevés couplés au vieillissement des propriétaires d'hôtels (hors chaînes) auxquels s'ajoute le sous-investissement des années Covid vont ouvrir un point d'entrée favorable à Courbet. A la différence de ceux qui ont investi massivement sur des dossiers chers au cours de la dernière décennie, Courbet est en position d'accumuler des actifs dans une phase favorable du cycle.

Le *business model full ownership* étant privilégié, Courbet aura à payer peu de loyers. C'est un facteur de résilience (réduction du risque pour l'investisseur) impactant favorablement la valorisation à long terme (valeur immobilière patrimoniale). Outre les leviers classiques liés au remboursement des emprunts (capitalisation de la valeur) et à une exploitation rapidement bénéficiaire (base de coûts maîtrisée), l'effet de portefeuille est une opportunité de création de valeur additionnelle pour l'actionnaire à long terme.

Sa vitesse de déploiement placera Courbet sur le segment « croissance » qui le distinguera des grandes foncières, raison pour laquelle nous n'appliquons pas de décote vs. ANR. Notre objectif de cours anticipe une part de la création de valeur future vs. dernier ANR publié par la Société (€1.20 par action, Juin 2022). Le

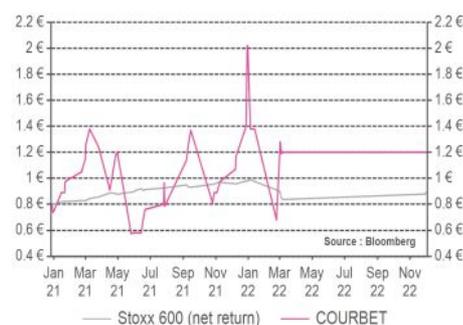


**Christian AUZANNEAU**  
hotelscatering@alphavalue.eu  
+33 (0) 1 70 61 10 50  
corporate.alphavalue.com

Cette analyse a été commandée et financée par l'entreprise concernée et constitue donc un avantage non-monnaire mineur tel que défini par MIFID2

Accumuler	Potentiel: 25,0 %
Cours objectif à 6 mois	1,50 €
Cours	1,20 €
Cap. boursière M€	7,62
Momentum du cours	<b>FORT</b>
Extrême 12 mois	0,68 ▶ 2,02
Sustainability score	0,4 /10
Credit Risk	C ↗
Bloomberg	MLCOU FP Equity
Reuters	COUP.PA

[Téléchargez l'analyse complète](#) [Page valeur](#)



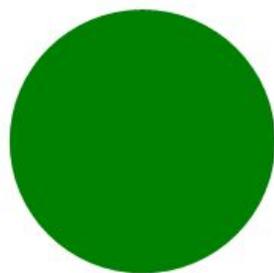
Performance	1s	1m	3m	12m
COURBET	n/a	n/a	n/a	n/a
Hôtels, Restaurants, Loisirs	1,31 %	4,27 %	7,94 %	8,43 %
STOXX 600	0,58 %	7,23 %	6,57 %	-4,76 %

Dernière maj : 05/12/2022	06/22A	06/23E	06/24E	06/25E
PER ajusté (x)	7,70	ns	ns	ns
Rendement net (%)	0,00	0,00	0,00	0,00
VE/EBITDA(R) (x)	ns	ns	88,8	29,4
BPA ajusté (€)	0,15	-0,01	-0,01	0,00
Croissance des BPA (%)	23,7	n/a	n/a	n/a
Dividende net (€)	0,00	0,00	0,00	0,00
Chiffre d'affaires (M€)	0,00	0,82	1,29	3,30
Marge d'EBITDA/R (%)	ns	7,41	20,0	23,8
Résultat net pdg (M€)	0,96	-0,13	-0,15	0,03
ROE (après impôts) (%)	-47,3	-8,70	-3,10	0,52
Taux d'endettement (%)		65,3	108	148

[Valorisation](#) - [Comptes](#)

développement du patrimoine nécessitera des apports en fonds propres importants vs. capitalisation boursière actuelle de €8m. Nous n'en attendons cependant pas de dilution significative vs. ANR, ce qui protégera les minoritaires. Nous initions la couverture de Courbet avec une recommandation Accumuler.

## Géographie du chiffre d'affaires



■ France (100,0 %)

Compte d'exploitation consolidé		06/22A	06/23E	06/24E
Chiffre d'affaires	M€	0,00	0,82	1,29
Croissance du CA	%	-90,0	ns	57,2
Variation des coûts de personnel	%	-45,9	1 100	200
EBITDA	M€	-0,03	0,05	0,14
<b>Marge d'EBITDA(R)</b>	%	<b>ns</b>	<b>20,0</b>	<b>20,0</b>
Dotations aux amortissements	M€	0,00	-0,15	-0,23
Résultat opérationnel courant	M€	-0,03	-0,10	-0,09
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>M€</b>	<b>-0,03</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,09</b>
Résultat financier net	M€	-0,01	-0,05	-0,11
dt serv. des engagts de retraites	M€	0,00	0,00	0,00
Éléments except. et autres (avt impôts)	M€	1,00	0,00	0,00
Impôts sur les sociétés	M€	0,00	0,03	0,05
Mises en équivalence	M€	0,00	0,00	0,00
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>M€</b>	<b>0,96</b>	<b>-0,13</b>	<b>-0,15</b>
NOPAT	M€	-0,02	-0,08	-0,07

## Tableau de financement

EBITDA	M€	-0,03	0,05	0,14
Variation du BFR	M€	0,00	0,00	0,00
Dividendes reçus des SME	M€	0,00	0,00	0,00
Impôt payé	M€	0,00	0,03	0,05
Éléments exceptionnels	M€	0,00	0,00	0,00
Autres cash flow d'exploitation	M€	0,00	0,00	0,00
Cash flow d'exploitation total	M€	-0,03	0,07	0,19
Investissements matériels	M€	-1,50	-6,60	-4,50
Flux d'investissement net	M€	-1,50	-6,60	-4,50
Charges financières nettes	M€	-0,01	-0,05	-0,11
Dividendes (maison mère)	M€	0,00	0,00	0,00
Dividendes payés aux minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	M€	0,00	7,10	0,00
Flux financiers totaux	M€	0,00	6,04	-0,25
Variation de la trésorerie	M€	-1,53	-0,49	-4,56
<b>Cash flow disponible (avant div)</b>	<b>M€</b>	<b>-1,54</b>	<b>-6,58</b>	<b>-4,42</b>

## Données par action

Nbre d'actions net de l'autocontrôle	Mio	6,35	12,3	12,3
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio	6,35	9,31	12,3
<b>BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.)</b>	<b>€</b>	<b>0,15</b>	<b>-0,01</b>	<b>-0,01</b>
Actif net réévalué par action	€	1,20	1,20	1,40
<b>Dividende net par action</b>	<b>€</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

## Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	1,51 €	75 %	
DCF	1,48 €	25 %	
Objectif de cours	1,50 €	100 %	

[Calcul NAV/SOTP](#)

Bilan	06/22A	06/23E	06/24E
Survaleurs	M€		
Total actif incorporel	M€	0,00	0,00
Immobilisations corporelles	M€	1,50	7,95
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	0,00	
BFR	M€	0,00	0,00
Autres actifs courants	M€		
Actif total (net des engagements CT)	M€	1,50	7,95
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>M€</b>	<b>-2,04</b>	<b>4,97</b>
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€	0,00	0,00
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00
Provisions pour retraite	M€	0,00	0,00
Autres prov. pour risques et charges	M€	0,00	0,00
Total des prov. pr risques et charges	M€	0,00	0,00
Charges d'IS	M€	0,00	0,00
Autres charges	M€	0,03	0,00
<b>Endettement net / (trésorerie)</b>	<b>M€</b>	<b>3,50</b>	<b>2,98</b>
Passifs totaux	M€	1,50	7,95

## Capitaux employés

Capitaux investis	M€	1,50	8,76	13,0
-------------------	----	------	------	------

## Ratios de profits & risques

<b>ROE (après impôts)</b>	%	<b>-47,3</b>	<b>-8,70</b>	<b>-3,10</b>
Rendement des capitaux investis	%	-1,50	0,11	0,14
<b>Ratio d'endettement</b>	%		<b>65,3</b>	<b>108</b>
Dette nette ajustée/EBITDA(R)	x	-117	23,1	31,8
Couverture des frais financiers	x	-2,14	-0,81	-0,40

## Ratios de valorisation

<b>PER ajusté</b>	<b>x</b>	<b>7,70</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>
Rendement du cash flow disponible	%	-21,0	-44,7	-30,0
P/ANC	x	-3,61	2,96	3,06
<b>Rendement du dividende</b>	%	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>

## Valeur d'entreprise

Capitalisation boursière	M€	7,36	14,7	14,7
+ Provisions	M€	0,00	0,00	0,00
+ Pertes/(gains) actuar. non reconnus	M€	0,00	0,00	0,00
+ Dette nette fin d'année	M€	3,50	2,98	7,40
+ Dette liée aux immo. en locat° op.	M€	0,00	0,81	0,81
- Immo. fin. (juste valeur) et autres	M€	0,00	0,00	0,00
+ Intérêts minoritaires (juste valeur)	M€	0,00	0,00	0,00
= Valeur d'entreprise	M€	10,9	18,5	22,9
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>88,8</b>
VE/CA	x	ns	22,5	17,8

Analyste : Christian Auzanneau, Changements de prévisions : 05/12/2022.