



# COURBET

Hotels / France

## Tripler l'ANR d'ici 2030

Publication Res./CA - 14/08/2024

**Le développement du portefeuille de COURBET AM se poursuit à rythme soutenu. Le Groupe OTT accompagne la société via une augmentation de capital globale (immédiate et différée) de €20m.**

### Actualité

- L'AG du 28 Juin 2024 a permis de valider les comptes clos au 30 Juin 2023
- COURBET S.A. devient COURBET ASSET MANAGEMENT
- L'exercice fiscal est étendu du 30 Juin 2024 au 31 Décembre 2024 soit un exercice fiscal exceptionnel de 18 mois
- Le plan stratégique 2030 fixe un objectif d'ANR de €10.00 NAV par action vs. €3.40 en Juin 2024
- Le Groupe OTT accompagne COURBET AM via une augmentation de capital de €9m et la souscription de c.€11m d'obligations remboursables en actions (ORA)
- Ce plan s'appuie sur une création de valeur amorcée à Prague (Hôtel Mozart), sur la mise en valeur des actifs déjà en portefeuille et sur la poursuite d'acquisitions tout au long de la décennie

### Analyse

#### Résultats de l'exercice clos au 30 Juin 2023

Les comptes de l'exercice fiscal 06/2023 approuvés lors de l'AG du 28 Juin 2024 ne sont pas réellement significatifs. COURBET AM est dans une phase d'agrégation d'actifs qui transforme rapidement son périmètre et son aspect global. De ce fait, les comptes 06/2023 n'exigent pour l'instant pas de réel commentaire. COURBET AM présente d'ailleurs des comptes sociaux mais pas de comptes consolidés à ce stade. On note le soutien très actif du Groupe OTT qui aura apporté environ €23m d'actifs et de cash en 18 mois. A l'issue de cette phase de structuration, nous aurons une image plus claire du potentiel du cœur du portefeuille d'ici fin 2025 à notre avis.

#### Nombre d'actions, capitalisation boursière, effet relutif

En Mars 2023, le nombre d'actions avait été augmenté de 2.5m émises chacune à €1.20 (8.8m d'actions au total à la clôture du 30 Juin 2023), via injection de capital par le Groupe OTT de €3.0m. Cela a permis d'étendre sensiblement le périmètre. L'AG du 28 Juin 2024 a autorisé une nouvelle augmentation de capital avec la création de 2.6m d'actions nouvelles à €3.40 l'unité (soit €9.0m d'augmentation de capital) rémunérant des apports d'actifs par le Groupe OTT.

Cette opération a un impact relutif fort sur notre objectif de cours ainsi qu'en séquentiel : le Groupe OTT a souscrit à €3.40 des actions à l'ANR 2024 (source COURBET AM) qui est d'environ 3x celui de Mars 2023 (€1.20). Compte tenu de ces dernières opérations, la capitalisation boursière actuelle de COURBET AM est de €37m, avec un ANR de €39m (28 Juin 2024). Cela dote COURBET AM d'une assise solide qui permettra de financer le déploiement et notamment un vaste programme de travaux sur les projets à Cannes, La Bourboule, Prague et Lourdes.



**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-matériel mineur tel que défini par MIFID2

Vente	Potentiel: -53,2 %
Cours objectif à 6 mois	1,50 €
Cours	3,20 €
Cap. boursière M€	20,3
Momentum du cours	<b>NÉGATIF</b>
Extrême 12 mois	1,80 ▶ 4,00
Sustainability score	0,5 / 10
Credit Risk	B ↗
Bloomberg	MLCOU FP Equity
Reuters	COUP.PA



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



Performance	1s	1m	3m	12m
COURBET	-5,88 %	6,67 %	-8,57 %	77,8 %
Hôtels, Restaurants, Loisirs	1,61 %	-2,15 %	-4,29 %	6,87 %
STOXX 600	2,71 %	-4,28 %	-3,69 %	9,25 %

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	98,0	ns	60,7
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](#)

À l'issue des opérations sur le capital, le solde du Compte Courant d'Actionnaires du Groupe OTT de €20m en Juin 2024 sera ramené à €11m qui prendront la forme d'une obligation remboursable en actions COURBET AM (ORA) au prix de €4.0 l'unité. La maturité de ce produit n'est pas précisée à ce stade mais il offrira un rendement de 5.0%. Sur une période de 5 ans (hypothèse AV), ce produit générera €2.75m d'intérêts cumulés, conduira à émettre 2.75m d'actions nouvelles (soit 24% des actions existantes actuellement) et limitera matériellement l'accroissement de l'ANR dilué par action sur la période.

Il existe une prime de 25% vs. cours actuel de €3.20, soit une prime de 18% sur l'ANR. Sur un horizon 5 ans cela correspondrait à 3.3% de croissance annuelle de l'ANR et 4.8% après prise en compte des intérêts à verser. Nous estimons que le taux offert, par courtoisie du Groupe OTT, est pour sa part favorable à l'actionnaire minoritaire (cf. coût de la dette bancaire actuellement et coût du capital de COURBET AM). Dans la mesure où il s'agit d'un produit remboursable en actions et non d'une obligation convertible, le profil du produit est par nature sécurisant pour le minoritaire sous hypothèse de stabilité des paramètres d'échange d'ici au remboursement.

### Périmètre actuel du portefeuille et financement

COURBET AM se finance actuellement en capital (via apports du Groupe OTT) et dette équivalant crowdfunding pour Cannes-Hollywood (hôtel) et l'acquisition de Lourdes-Christ Roi (hôtel). Les modalités de ces financements (maturité, taux et garanties principalement) ne sont pas connues. Le tableau ci-dessous donne une synthèse du portefeuille actuel.

Courbet Asset Management: Portfolio (June 2024)				
€uros	Purpose	Trademark	Valuation (equity portion)	As a percentage
<b>Prague - Mozart</b>	<b>Hotel</b>	<b>Sofitel Legend</b>	<b>21,0</b>	<b>48%</b>
<b>Cannes</b>			<b>15,0</b>	<b>34%</b>
Hollywood	Hotel	Kyriad	9,0	21%
Collège International	Hotel & Mixed	Hosho	6,0	14%
<b>La Bourboule</b>			<b>4,7</b>	<b>11%</b>
Grand Medecis	Hotel	To be confirmed	4,0	9%
Charlet	Hotel	n.r.	0,7	2%
<b>Lourdes</b>			<b>2,0</b>	<b>5%</b>
Christ Roi	Hotel	To be confirmed	2,0	5%
Future acquisitions	Hotel	-	0,0	0%
<b>Side Assets</b>			<b>1,2</b>	<b>3%</b>
Chevenoz	Housing	Residential Development	0,5	1%
Cannes	Housing	Residential Development	0,7	2%
<b>A = Total</b>			<b>43,9</b>	<b>100%</b>
<b>B = Number of shares (m, 08/2024)</b>			<b>11,5</b>	
<b>C = A / B (€uros per share)</b>			<b>3,82</b>	

Source: Courbet Asset Management, Press Release 27 June 2024.

NOTA 1 : n.r. = not relevant ; NOTA 2 : potential Minorities Interests are unavailable ; NOTA 3 : including or excluding duties is unavailable information ; NOTA 4 : before or after latent corporate tax is unavailable information ; NOTA 5 : line C doesn't define NAV per share (EPRA NTA) therefore.

### Plan stratégique 2030

L'enjeu premier est de financer le programme de travaux du groupe. Le montant n'est pas chiffré à ce jour dans la mesure où il dépendra des modalités des autorisations d'urbanisme finales notamment. On parle néanmoins en dizaines de millions d'euros dans le périmètre des projets actuellement en portefeuille. Le déploiement et la phase d'exécution s'appuieront sur les équipes existantes et expérimentées du Groupe OTT.

La stratégie générale est inchangée : adresser des destinations à la fréquentation et à la notoriété importantes, en y achetant des actifs peu onéreux sur lesquels effectuer un travail de repositionnement de la visibilité (notamment via formats et

partenaires de rang mondial comme Accor ou Louvre Hotels), des prix, pour au final dégager une profitabilité incrémentale substantielle. Pour le permettre, l'apport de l'Hôtel Mozart à Prague est décisif. Cet actif historique du Groupe OTT (7,200 m<sup>2</sup> de planchers après les €20m de travaux achevés en 2026) dote COURBET AM d'une vitrine de très grande qualité sur un actif de rang mondial, actuellement valorisé €53m (source : COURBET AM, suggérant c.€32m de dette vs. la valorisation de €21m, cf. tableau supra, soit un LTV ratio ex-post de c.52-58% en 2026-27 sur cet actif). Dès 2026, cet actif pourra offrir des garanties aux prêteurs dans le cadre du financement des travaux sur les biens les plus récemment acquis.

Ces travaux significatifs devraient permettre de créer de la valeur et favoriser sur le même modèle une poursuite des investissements et de l'accroissement du portefeuille. La phase travaux, son financement (notamment lever de la dette bancaire classique) et son exécution (calendriers et budgets), restent donc des enjeux centraux ces toutes prochaines années. Comme pour tout projet immobilier, la capacité à lever de la dette et faire jouer l'effet de levier financier dicteront la vitesse de développement de l'ANR.

### **ANR par action**

L'exemple même de création de valeur attendue par COURBET AM est que les €20m de travaux engagés sur l'hôtel Mozart à Prague (exploité sous marque Accor / Sofitel Legend pour 30 ans) permettront de porter sa valeur de €51m à €90-100m à horizon 2027 (sans doute avant prise en compte de l'IS latent, au sens de la définition EPRA NTA) : les travaux de €20m créeront ainsi une valeur brute de €39-49m soit nette avant IS latent de €19-29m, ou €1.6-2.5 par action permettant de propulser "l'ANR brut" de €3.40 (Juin 2024) à €5.0-5.9 d'ici 2027. Ce dernier est de c.€4.8-5.5 une fois pris en compte l'exercice vraisemblable des Obligations Remboursables en Actions (ORA) à €4.0 à horizon 5 ans (hypothèse AV), et avant prise en compte des frais financiers qui lui sont liés sur la période (c.€0.20 par action).

L'hôtel Mozart à Prague, son actif principal, permettra ainsi de sécuriser environ un tiers du chemin séparant l'actuel ANR de l'objectif de €10 en 2030. Les deux tiers restants devront être apportés par l'amortissement des dettes bancaires à souscrire pour les travaux, le FCF résiduel généré par les actifs, la création de valeur elle-même attribuable aux travaux puis enfin l'ensemble de ces éléments appliqués aux futures acquisitions.

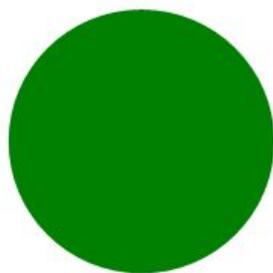
Dans notre esprit, COURBET AM a aujourd'hui une base substantielle de projets en portefeuille qui nécessiteront plusieurs années de travail (dont autorisations d'urbanisme et phase travaux) qui peuvent permettre une accélération de la taille du portefeuille d'ici la fin de la décennie. Pour que la création de valeur fonctionne avec l'objectif 2030, et compte tenu du poids de l'Hôtel Mozart dans l'actif en 2027, il faut anticiper un doublement ou triplement du portefeuille d'ici la fin de la décennie (AV est.), notamment à Lourdes avec des projets d'acquisition significatifs suite à l'achat de l'hôtel Christ Roi (8,000 m<sup>2</sup> de planchers pour 180 chambres acquis pour €2m).

En synthèse, COURBET AM dispose selon nous, sur les marchés qu'il adresse déjà, sur des marchés qu'il connaît, d'un réservoir significatif d'acquisitions potentielles qu'il pourra actionner progressivement une fois franchie l'étape de mise en valeur de ce qui est déjà en portefeuille. Cette stratégie lui procurera un effet d'expérience favorable accompagné d'une légitimité locale incontournable, ensemble constitutifs d'une forme d'avantage compétitif.

## ■ Impact

L'injection relative de liquidités à €3.40 l'unité (et €4.0 l'unité pour les ORA) étant très supérieur à notre objectif de cours initial, elle aura un impact très favorable sur ce dernier. Dès que COURBET AM donnera un peu plus de détail sur ses actifs (dont valorisation), ses modalités de financement à venir notamment sur les travaux à engager et plus globalement son ANR détaillé (dont IS latent, droits d'enregistrement et intérêts minoritaires éventuels), ainsi que ses résultats intérimaires détaillés et consolidés au 30 Juin 2024 par exemple, nous serons en capacité de revoir notre modèle en profondeur. Nous réajusterons sensiblement à la hausse notre objectif de cours.

## 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	1,47 €	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	61,8	52,0
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	-53,4	-11,4
P/ANC	x	-3,61	2,48	8,06
<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	12,3	38,8
+ 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	16,1	47,0
<b>VE/EBITDA(R)</b>	<b>x</b>	<b>ns</b>	<b>98,0</b>	<b>ns</b>
VE/CA	x	ns	19,6	36,4

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