



COURBET

Hotels / France

Accélération du déploiement du pipeline

Nouvelle importante - 12/03/2024

Les nombreux projets en cours vont nécessiter de revoir en profondeur notre modèle, nos chiffres, notre valorisation par action. Nous faisons un point sur l'actualité de Courbet.

Actualité

- Signature d'un accord de gestion à Prague, avec Accor, concernant l'hôtel Mozart qui passera en Sofitel.
- Le collège de Cannes passera sous enseigne Hosho dans le cadre d'un accord avec Louvre Hôtels (groupe Jinjiang). Un permis de construire qui fera évoluer significativement le site a été déposé.
- L'hôtel Hollywood à Cannes fonctionne et devrait être ouvert en totalité pour la saison d'été 2025.
- A La Bourboule (France), les projets progressent. Courbet dispose d'autres projets en développement qui sont des leviers de valorisation pour l'actionnaire.

Analyse

L'hôtel Mozart, Prague, a changé le profil de Courbet

M. OTT, actionnaire de référence, a apporté l'hôtel Mozart à Courbet. Courbet a signé un partenariat avec le groupe Accor visant, à l'issue de travaux significatifs, à transformer le Mozart en Sofitel Legend. C'est selon nous l'un des plus beaux hôtels d'Europe Centrale, dans un bâtiment du XVIIIème siècle. En contrepartie d'un investissement à réaliser par Courbet pour environ €15m (estimation AV), cet hôtel de grande classe ouvrira en 2027 une centaine de chambres et suites aux meilleurs standards du luxe actuel. Il est facile d'estimer la valeur de cet hôtel (VE, murs et fonds), à plusieurs dizaines de millions d'euros, chiffre à affiner progressivement pour un atterrissage en 2027, lors de livraison.

Accor en assurera la gestion via un contrat de management qui laisse donc à Courbet la pleine propriété de l'actif. D'ici 2027, et pendant la phase travaux, cet actif ne générera pas de revenus. Il contribuera toutefois significativement à la GAV de Courbet en raison de sa taille. Le périmètre financier de l'opération sera précisé ultérieurement, dont valeur d'apport de l'hôtel à Courbet ainsi que dette attachée.

Dès 2028, cet hôtel pourra selon nous être utilisé par Courbet en garantie d'emprunts pouvant lui permettre d'accélérer son développement. Dans un premier temps (2026-27) l'accélération du déploiement pourrait être assurée par l'opération de développement de Chevenoz (cf. infra). Pour ce qui concerne le financement des travaux de rénovation du Mozart, le contrat signé avec Accor nous semble être une garantie suffisante pour obtenir des crédits bancaires.

La Bourboule

La projet progresse. Des retards dans le planning initial des autorisations, qui devaient conduire initialement à l'ouverture d'un hôtel fin 2023, amènent Courbet à soumettre une demande d'autorisation en 2024 sur un format différent. Un point complémentaire, sur le volet financement et rentabilité, devra être effectué à obtention et purge des autorisations, courant 2024-25 désormais.



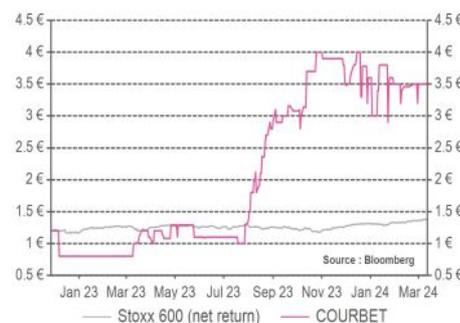
Christian AUZANNEAU
hotelscatering@alphavalue.eu
+33 (0) 1 70 61 10 50
corporate.alphavalue.com

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

Vente	Potentiel: -57,2 %
Cours objectif à 6 mois	1,50 €
Cours	3,50 €
Cap. boursière M€	22,2
Momentum du cours	FORT
Extrême 12 mois	1,00 ▶ 4,00
Sustainability score	0,4 / 10
Credit Risk	B ↗
Bloomberg	MLCOU FP Equity
Reuters	COUP.PA



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



Performance	1s	1m	3m	12m
COURBET	0,00 %	2,94 %	-7,89 %	250 %
Hôtels, Restaurants, Loisirs	-0,63 %	-1,73 %	11,3 %	14,6 %
STOXX 600	0,82 %	3,44 %	5,87 %	10,5 %

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	65,4
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](#)

Compte tenu du poids de Cannes, Prague et Chevenoz, La Bourboule devrait avoir au final une contribution modérée à la GAV du groupe. Cela en améliore aussi le *risk reward* global à notre avis.

Cannes Collège

L'enthousiasmant projet du Collège International va connaître une vive accélération avec le dépôt d'une demande de Permis de Construire visant à doubler la surface exploitable de 6,000 m² tout en réorganisant profondément le bâti. Un partenariat avec le groupe JinJiang (par ailleurs actionnaire d'Accor) va favoriser l'augmentation des revenus locatifs à long terme. Le cœur du projet est de créer un campus de dimension internationale, sur une destination réputée. Le concept retenu (Hosho) est hybride : il mixe étudiants, touristes étrangers sur un format proche de l'auberge de jeunesse.

En cas d'obtention rapide des autorisations, une ouverture est prévue au S2 25. Lancé en 2020, le concept Hosho existe déjà à Paris (porte d'Italie). Via une offre partielle en dortoirs collectifs, il permet aux résidents d'obtenir un couple prix / nuitée particulièrement abordable en travaillant sur les espaces et leur répartition et à l'exploitant de massifier la fréquentation ainsi que le revenu par sqm (*density*). Courbet ne précise pas, pour le moment, le Rol de cet investissement (ou son *Yield on Cost*), la durée du contrat de management projeté avec JinJiang et les autres paramètres. Un point devra être fait à obtention des autorisations purgées et à sécurisation du contrat de management. L'obtention de droits à construire pour 6,000 m² à Cannes aura déjà, en elle-même, une valeur d'ANR significative.

À l'échelle de Courbet, Cannes Collège est le second projet phare du Groupe après Prague. Proportionnellement à la taille de Courbet, il demandera un investissement significatif dont les conditions (fonds propres à émettre, dette) seront précisées ultérieurement. Nous continuons de croire en l'intérêt du foncier à Cannes ainsi qu'au potentiel du projet Cannes Collège. Le concept à déployer correspond à la vocation du site. Plus généralement, et dans la lignée du déploiement des hôtels Meninger par exemple, offrir un accès abordable à l'hôtellerie est un véritable enjeu d'une industrie dont les prix de revient ont fortement monté ces dernières années (cf. RevPAR Europe en 2021-23, taux d'occupation etc.), en raison de l'inflation des coûts (énergie et salaires). Il y a, à notre avis, une vraie place pour ce segment « abordable & friendly » dans l'hôtellerie de demain.

Hôtel Hollywood Cannes

La livraison de la première tranche de travaux permet d'ouvrir le restaurant ainsi qu'une moitié des 100 chambres pour la saison 2024. La seconde tranche devrait conduire à une exploitation à pleine puissance, sur une offre totalement renouvelée, pour la saison 2025. C'est un retard sur nos estimations initiales (environ 1 an) que nous devons recalibrer sans impact significatif négatif sur notre ANR. À la suite des annonces sur Cannes Collège et Prague, il semble probable que le Hollywood Cannes bénéficiera lui aussi d'un contrat de gestion à long terme à l'issue des travaux.

Chevenoz

Courbet déploie un projet d'aménagement sur un terrain 3ha. Cette opération de promotion permettrait de livrer 17,000 sqm d'appartements sur une zone proche de la frontière Suisse (à proximité d'Evian / Lac Léman) qui bénéficie du fort pouvoir d'achat des frontaliers et d'une pénurie de foncier qu'encouragent les prix résidentiels extraordinairement élevés en Suisse. Nous n'attendons pas de débouclage complet de ce projet, potentiellement très rémunérateur (marge de promotion par sqm portant sur 17,000 sqm) avant 2026. Les contours précis (dont

financements, taille et coût) n'en seront détaillés qu'à obtention des autorisations définitives également.

Autres destinations

Conformément à la stratégie de Courbet et de ce qui est en cours à La Bourboule (ou ce qui a été fait à Cannes Hollywood), Courbet reste en négociations avancées pour l'acquisition d'autres unités hôtelières à optimiser, en France. Les volets « cibles / périmètre » et « financement » seront précisés au fur et à mesure des concrétisations.

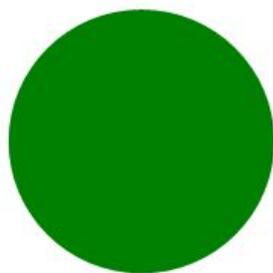
■ Impact

Courbet dispose d'un *pipeline* de projets qui représente un vrai levier de valorisation en cas de succès. Dans une phase où les conditions du marché du crédit se sont tendues pour toutes les professions liées à l'immobilier, il y a un vrai enjeu de financement pour Courbet qui a toutefois l'avantage de pouvoir s'appuyer sur son actionnaire de référence.

La prochaine publication des comptes de Courbet et son Assemblée Générale (AGM tenue l'an dernier le 30 Mars) donnera lieu à une révision en profondeur de notre modèle, dont objectif de cours. Celui-ci devra tenir compte de la multiplication des options de valorisation positives, qui resteront sujettes, certes, à la mise en place des financements. Sur l'ensemble des projets en portefeuille, l'enjeu est de financer plusieurs dizaines de millions de travaux et acquisitions. La *market cap* actuelle de Courbet est de €22m. En l'état du portefeuille, Courbet a déjà de beaux sujets à travailler pour les prochaines années. Nous en déduisons que le portefeuille est en voie de finaliser la première phase d'agrégation d'actifs initiée par M. OTT. La seconde pourra être lancée en capitalisant sur les profits (promotion) ou flux (hôtels) qui seront générés ces prochaines années.

Pendant toute la première phase de mise en place du portefeuille, l'essentiel de la valeur de Courbet résidera dans son ANR avec en face peu de revenus. Ces derniers se concrétiseront progressivement lors des livraisons des unités ou leur vente (dans le cas de Chevenoz par exemple). Nous allons donc prévoir une phase de préparation sur 2024-26, qui sera suivie par une accélération des livraisons, revenus et profits à partir de 2027-28. Nos estimations agrégeront progressivement les projets bénéficiant : i/ d'autorisations d'urbanisme définitives et ii/ de financements.

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
Marge d'EBITDA(R)	%	ns	20,0	20,0
Dotations aux amortissements	M€	0,00	-0,15	-0,23
Résultat opérationnel courant	M€	-0,03	-0,10	-0,09
Résultat d'exploitation (EBIT)	M€	-0,03	-0,10	-0,09
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
Résultat net ajusté, pdg	M€	0,96	-0,13	-0,15
NOPAT	M€	-0,02	-0,08	-0,07

Tableau de financement

		06/22A	06/23E	06/24E
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
Cash flow disponible (avant div)	M€	-1,54	-6,58	-4,42

Données par action

		06/22A	06/23E	06/24E
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
BPA ajusté (at amort. surval. et dilut.)	€	0,15	-0,01	-0,01
Actif net réévalué par action	€	1,20	1,20	1,40
Dividende net par action	€	0,00	0,00	0,00

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	0,00
Immobilisations corporelles	M€	1,50	7,95	12,2
Immo. fin. (invest. LT dans sociétés)	M€	0,00		
BFR	M€	0,00	0,00	0,00
Autres actifs courants	M€			
Actif total (net des engagements CT)	M€	1,50	7,95	12,2
Capitaux propres part du groupe	M€	-2,04	4,97	4,82
Quasi-fonds propres et actions de préf.	M€	0,00	0,00	0,00
Intérêts minoritaires	M€	0,00	0,00	0,00
Provisions pour retraite	M€	0,00	0,00	0,00
Autres prov. pour risques et charges	M€	0,00	0,00	0,00
Total des prov. pr risques et charges	M€	0,00	0,00	0,00
Charges d'IS	M€	0,00	0,00	0,00
Autres charges	M€	0,03	0,00	0,00
Endettement net / (trésorerie)	M€	3,50	2,98	7,40
Passifs totaux	M€	1,50	7,95	12,2

Capitaux employés

		06/22A	06/23E	06/24E
Capitaux investis	M€	1,50	8,76	13,0

Ratios de profits & risques

		06/22A	06/23E	06/24E
ROE (après impôts)	%	-47,3	-8,70	-3,10
Rendement des capitaux investis	%	-1,50	0,11	0,14
Ratio d'endettement	%		65,3	108
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

		06/22A	06/23E	06/24E
PER ajusté	x	7,70	ns	ns
Rendement du cash flow disponible	%	-21,0	-53,4	-10,3
P/ANC	x	-3,61	2,48	8,91
Rendement du dividende	%	0,00	0,00	0,00

Valeur d'entreprise

		06/22A	06/23E	06/24E
Capitalisation boursière	M€	7,36	12,3	42,9
+ 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	51,1
VE/EBITDA(R)	x	ns	98,0	ns
VE/CA	x	ns	19,6	39,6

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