

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

# Courbet Héritage

## Une nouvelle offre hôtelière répondant à la demande de demain

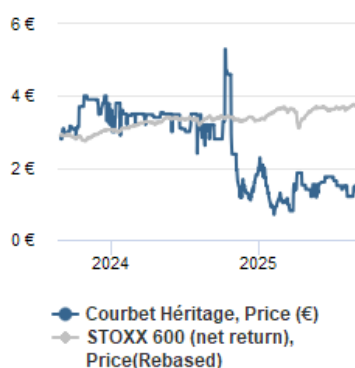
| Opinion                       | Achat       |
|-------------------------------|-------------|
| Upside (%)                    | 174         |
| Cours (€)                     | 1,48        |
| Objectif de cours (€)         | 4,06        |
| Bloomberg Code                | MLCOU<br>FP |
| Capitalisation boursière (M€) | 17,0        |
| Enterprise Value (M€)         | 96,5        |
| Momentum                      | BON         |
| Sustainability                | 1/10        |
| Credit Risk                   | CCC         |

### Analyste financier

Christian Auzanneau

+33 (0) 1 70 61 10 50

[hotelscatering@alphavalue.eu](mailto:hotelscatering@alphavalue.eu)



### POUR

- La revitalisation d'actifs sous-marketés est une stratégie offrant un levier opérationnel potentiellement significatif. Le projet est porté par M. OTT qui dispose d'une longue expérience immobilière en Europe.
- L'hôtellerie du centre de la France (Projet 1) adresse le marché en croissance du tourisme vert, économiquement accessible, de proximité, à faible empreinte carbone, centré sur la santé.
- COURBET a acquis un deuxième hôtel à Cannes en Septembre 2022 (Projet 2). Appuyé sur son actionnaire majoritaire, COURBET a la capacité de constituer un groupe au profil patrimonial.

### CONTRE

- Relancer l'attractivité de certaines destinations peut exiger des budgets marketing durablement élevés : i/ de collectivités publiques indépendantes ; ii/ de COURBET sur ses propres actifs.
- Afin de financer le déploiement, des appels significatifs au marché sont probables à l'avenir. De premières émissions à €1.20 par action auront lieu en 2022-23 pour €7m.
- Dans l'immédiat, la taille de COURBET se traduira par un statut boursier de micro-cap sur un marché non réglementé. Il s'accompagnera d'une liquidité réduite du titre.

| Chiffres Clés           | 12/21A | 12/22A | 12/23E | 12/24E | 12/25E |
|-------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| PER ajusté (x)          | 6,87   | -40,1  | ns     | -34,6  | ns     |
| Rendement net (%)       | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| VE/EBITDA(R) (x)        | ns     | 94,8   | ns     | ns     | 22,5   |
| BPA ajusté (€)          | 0,15   | -0,02  | -0,03  | -0,09  | -0,03  |
| Croissance des BPA (%)  | 23,7   | n/a    | n/a    | n/a    | n/a    |
| Dividende net (€)       | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| Chiffre d'affaires (M€) | 0,00   | 0,80   | 3,28   | 4,24   | 13,1   |
| Marge d'EBITDA/R (%)    | ns     | 27,5   | 8,35   | 11,0   | 26,3   |
| Résultat net pdg (M€)   | 0,96   | -0,18  | -0,30  | -1,02  | -0,34  |
| ROE (après impôts) (%)  | -47,1  | 27,5   | -5,96  | -11,4  | -4,08  |
| Taux d'endettement (%)  |        | 744    | 324    | 739    | 899    |

### Conflits d'intérêts

|                                                   |     |
|---------------------------------------------------|-----|
| Contrat de liquidité                              | Non |
| Activité de placement (actions/obligations)       | Non |
| Intérêt personnel de l'analyste                   | Non |
| Conseil auprès de l'émetteur                      | Non |
| Recherche financée par l'émetteur                 | Non |
| Rencontres investisseurs payées par l'émetteur    | Non |
| Activité de négociation sur titre chez AlphaValue | Non |
| Client de la recherche AlphaValue                 | Non |

Comptes détaillés à la fin de ce rapport

**Ratios clés**

|                                   |   | 12/22A | 12/23E | 12/24E | 12/25E |
|-----------------------------------|---|--------|--------|--------|--------|
| PER ajusté                        | x | -40,1  | ns     | -34,6  | ns     |
| VE/EBITDA                         | x | 94,8   | ns     | ns     | 22,5   |
| P/ANC                             | x | 11,9   | 2,39   | 4,19   | 2,11   |
| Rendement du dividende            | % | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| Rendement du cash flow libre      | % | -60,7  | -247   | -47,1  | -25,4  |
| Rendement des fonds propres (ROE) | % | 27,5   | -5,96  | -11,4  | -4,08  |
| Rendement des capitaux investis   | % | 1,51   | 0,44   | -0,27  | 1,09   |
| Dette nette/EBITDA                | x | 41,2   | 82,0   | 526    | 17,4   |

**Compte d'exploitation consolidé**

|                                       |    | 12/22A | 12/23E | 12/24E | 12/25E |
|---------------------------------------|----|--------|--------|--------|--------|
| Chiffre d'affaires                    | M€ | 0,80   | 3,28   | 4,24   | 13,1   |
| EBITDA                                | M€ | 0,06   | -0,02  | -0,55  | 3,60   |
| Résultat opérationnel courant         | M€ | 0,06   | -0,27  | -0,98  | 0,59   |
| Résultat d'exploitation (EBIT)        | M€ | 0,06   | -0,27  | -0,98  | 0,59   |
| Résultat financier net                | M€ | -0,24  | -0,08  | -0,05  | -1,10  |
| Profits avant impôts et exceptionnels | M€ | -0,18  | -0,35  | -1,03  | -0,51  |
| Impôts sur les sociétés               | M€ | 0,00   | 0,05   | 0,01   | 0,17   |
| Résultat net pdg                      | M€ | -0,18  | -0,30  | -1,02  | -0,34  |
| Résultat net ajusté, pdg              | M€ | -0,18  | -0,30  | -1,02  | -0,34  |

**Tableau de financement**

|                                  |    | 12/22A | 12/23E | 12/24E | 12/25E |
|----------------------------------|----|--------|--------|--------|--------|
| Cash flows d'exploitation total  | M€ | 0,06   | 0,03   | -0,54  | 3,77   |
| Investissements matériels        | M€ | -5,00  | -55,5  | -16,0  | -7,00  |
| Flux d'investissement net        | M€ | -5,00  | -55,5  | -16,0  | -7,00  |
| Dividendes (maison mère)         | M€ | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| Augmentation de capital          | M€ | 3,00   | 9,00   | 0,00   | 0,00   |
| Flux financiers totaux           | M€ | 3,00   | 59,2   | 16,0   | 4,78   |
| Variation de la dette nette      | M€ | -1,94  | -46,5  | -16,6  | -4,33  |
| Cash flow disponible (avant div) | M€ | -5,18  | -55,5  | -16,6  | -4,33  |

**Bilan**

|                                      |    | 12/22A | 12/23E | 12/24E | 12/25E |
|--------------------------------------|----|--------|--------|--------|--------|
| Survaleurs                           | M€ |        |        |        |        |
| Total actif incorporel               | M€ | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| Immobilisations corporelles          | M€ | 7,92   | 63,2   | 78,7   | 82,7   |
| BFR                                  | M€ | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| Actif total (net des engagements CT) | M€ | 7,92   | 63,2   | 78,7   | 82,7   |
| Capitaux propres part du groupe      | M€ | 0,72   | 9,42   | 8,40   | 8,07   |
| Provisions pour retraite             | M€ | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| Endettement net / (trésorerie)       | M€ | 7,20   | 53,8   | 70,3   | 74,7   |
| Passifs totaux                       | M€ | 7,92   | 63,2   | 78,7   | 82,7   |
| Gross Cash                           | M€ | 5,81   | 9,50   | 8,95   | 10,5   |

**Données par action**

|                                                             |            | 12/22A       | 12/23E       | 12/24E       | 12/25E       |
|-------------------------------------------------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)</b> | €          | <b>-0,02</b> | <b>-0,03</b> | <b>-0,09</b> | <b>-0,03</b> |
| <b>Dividende net par action</b>                             | €          | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  |
| Cash flow libre par action                                  | €          | -0,68        | -5,46        | -1,44        | -0,38        |
| Actif net comptable par action                              | €          | 0,08         | 0,82         | 0,73         | 0,70         |
| <b>Nombre d'actions dilué (moyen)</b>                       | <b>Mio</b> | <b>7,60</b>  | <b>10,2</b>  | <b>11,5</b>  | <b>11,5</b>  |

## Table des matières

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| Activités et tendances.....      | 4  |
| Mécanismes de profit.....        | 12 |
| Valorisation.....                | 19 |
| DCF.....                         | 23 |
| Actif net .....                  | 24 |
| Dette.....                       | 25 |
| A Savoir.....                    | 28 |
| Durabilité.....                  | 31 |
| Gouvernance & Management.....    | 32 |
| Environnement.....               | 34 |
| Social.....                      | 36 |
| Effectifs et retraites.....      | 38 |
| Mises à jour.....                | 39 |
| Objectif de cours & Opinion..... | 42 |
| Graphiques.....                  | 43 |
| Comptes.....                     | 44 |
| Méthodologie.....                | 52 |

## Activités et tendances

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). Sous l'impulsion de M. OTT, l'objectif recherché par COURBET sera proche : identifier, acquérir et porter à long terme des actifs délaissés, par nature peu chers, bénéficiant d'évolutions de marché favorables qui en augmenteront sensiblement la valeur économique. Bien au-delà du traditionnel levier opérationnel (capitalisation du remboursement des dettes bancaires, EBITDAR de l'hébergement etc.), l'attractivité de COURBET réside donc dans la revalorisation de son patrimoine et l'accumulation d'actifs. L'un des atouts de cette stratégie est de pouvoir acquérir des actifs décotés à l'unité en format *cherry picking* qui, assemblés, bénéficieront d'une valeur de portefeuille plus élevée (en blocs). Ces prochaines années, la valeur vénale du portefeuille immobilier est sans doute appelée à dépasser €100m. L'accélération de la croissance (au-delà des projets déjà annoncés) nous semble en phase avec le *timing* de marché : nous partageons le sentiment de M. OTT que l'évolution de la situation économique (taux d'intérêt, inflation, évolution des comportements de consommation) créera de nombreuses opportunités d'achat. A la différence de nombreux acteurs qui ont accumulé des actifs chers dans la phase ascendante du cycle et se trouvent désormais fortement endettés, COURBET va accroître fortement son patrimoine dans une phase plus favorable du cycle.

## Introduction

COURBET, fondée en 1955, est cotée de longue date sur Euronext Access (marché non réglementé, ex-Marché Libre). La société est une coquille vide depuis plus de dix ans, sans donc d'activité opérationnelle significative. La dernière participation résiduelle a été cédée en Août 2021. Au 30 Juin 2021, le total de bilan était de €0.1m. Le Conseil d'administration de COURBET a été réorganisé en 2021. En sus du P-DG, il compte deux membres proches du groupe OTT. Cette réorganisation de la Gouvernance a été un préalable à l'utilisation de COURBET comme véhicule visant à agréger des actifs immobiliers à repositionner, en France.

En Juin 2022 COURBET a annoncé l'acquisition d'un premier ensemble immobilier de plus de 8,000m<sup>2</sup> à La Bourboule (France) auprès du groupe OTT, détenant 95% du capital de COURBET via OTT HERITAGE.

En Septembre 2022 COURBET a annoncé l'acquisition de 100% d'un deuxième actif à Cannes (France), soit un hôtel de 100 chambres. Cet actif est apporté au S2 22 en contrepartie de la création de 3m d'actions émises à

€1.20 l'unité soit une valeur de €3.6m. Cet actif sera totalement rénové d'ici 2023-24.

La stratégie vise à acquérir, en France, des actifs hôteliers à redynamiser en les rénovant, les dotant de moyens de communication modernes ainsi que d'une équipe de gestion professionnelle. COURBET bénéficie d'un différentiel de prix favorable entre actifs « en bloc à rénover » et actifs « au détail standard » avec des prix d'acquisition en rapport (€70,000 par clé à Cannes après travaux, €200 / m<sup>2</sup> à La Bourboule avant travaux).

### **S'inscrire dans un vaste marché**

Le marché mondial de l'hôtellerie est constitué de 700,000 établissements, offrant 18m de chambres pour \$600bn de chiffre d'affaires. En 2021, l'INSEE estimait le taux de croissance moyen du marché mondial à 13% entre 2020 et 2027.

COURBET opérera plus précisément sur le marché français constitué de 18,000 hôtels de tourisme (hors campings et résidences de tourisme). Le tourisme contribuait pour 8% au PIB français dont 40% sont liés aux flux internationaux. Selon l'OCDE, la part du tourisme – au sens large – est stable depuis une vingtaine d'années entre 7% et 8% du PIB. La France reste la première destination touristique mondiale avec 90m d'arrivées annuelles et la 3ème destination en termes de recettes internationales (€58bn). Les seuls hôtels commercialisent annuellement 215m de nuitées (Source Atout France, 2019) et réalisent environ €19bn de chiffre d'affaires annuel. La France dispose de 650,000 chambres (environ 400,000 en 1980) dont 156,000 en Île de France. Le marché est stable depuis 2010-15. La capacité moyenne est de 36 chambres par hôtel. Le taux d'occupation (TO) moyen est de 62%, dont 79% en Île de France, soit par déduction 56% environ pour l'ensemble du territoire hors Île de France. Hors les cures thermales, la durée moyenne de séjour de tourisme en hôtel est de 1.8 jour (1.6 pour les français, 2.1 pour les étrangers).

Les hôtels peuvent être classés selon trois modes d'exploitation principaux : i/ indépendants et affiliés (82% des unités) ; ii/ intégrés, détenus et gérés par des chaînes type Accor (18%). Du fait de localisations mieux choisies et à plus forte intensité capitalistique (vs. indépendants plus nombreux mais moins bien situés et offrant des capacités unitaires moindres) les chaînes commercialisent 47% des nuitées. COURBET ne recourra pas à une enseigne ni ne créera de marque spécifique. Le groupe exploitera donc ses hôtels en indépendant non affilié.

Le marché hôtelier est considéré comme mature, en témoigne la relative stabilité du nombre d'établissements depuis une décennie. Cette stabilité masque néanmoins une évolution de l'offre. La modification des modes de distribution via internet, bien que modifiant les comportements, n'est pas considérée comme disruptive. Comme en témoignent des exemples célèbres (Negresco à Nice, Sacher à Vienne etc.), le bâti hôtelier bien placé se caractérise par sa permanence en dépit des changements de propriétaires ou exploitants à la faveur des crises. Le renforcement des normes n'a pas à ce

jour créé de vague de fermeture d'hôtels. Ces normes, comme par exemple l'adaptation à venir des modes de chauffage (et isolation thermique), ont généralement un impact inflationniste sur le prix des nuitées et déflationniste sur le prix des actifs, sans pousser à une restriction de l'offre. L'hôtellerie reste donc une industrie mature dont le *pricing* est guidé par les coûts.

### Marché des indépendants français

Le TO des hôtels indépendants non-classés dépasse rarement 50%. Il s'agit généralement d'unités de moins de 30 chambres, mal situées, mal commercialisées ou difficilement commercialisables. Les indépendants bénéficiant d'une taille suffisante (50-80 chambres), à qui le classement procure une visibilité (par exemple trois étoiles), bénéficient généralement d'une prime à l'occupation du fait de leur capacité à allouer du temps-homme à l'accueil, à l'investissement et à la commercialisation, et simplement du fait de leur localisation. Les taux d'occupation peuvent être très liés à la saisonnalité de l'activité de la zone d'implantation. COURBET recherchera sans doute un classement trois étoiles, sur des zones à saisonnalité touristique amortie sur La Bourboule (curistes) comme à Cannes (queues de saison actives via activité de congrès, festival du film etc.).

Depuis 10 ans, les indépendants ont fait évoluer fortement leur mode de commercialisation en s'adaptant à l'émergence des OTA (*Online Travel Agencies*). Les booking.com, hotels.com et autres Airbnb ont bousculé les hôteliers qui aujourd'hui tentent de se réapproprier leur commercialisation en la rationalisant. Cette réappropriation n'est optimisable – en interne – que dans le cadre de « grappes d'hôtels » mutualisant certains frais opérationnels. Nous estimons à 1,000 chambres (soit 10-12 hôtels, ce qui est l'objectif de COURBET) la taille optimale d'une plateforme permettant d'absorber les coûts liés à l'optimisation professionnelle des frais de commercialisation (*pricing & yield management* internes, communication externe, allocation des ressources d'investissement, *risk management* etc.).

### Impact COVID

Après une baisse des revenus de 49% en 2020 attribuable à la crise COVID, l'industrie hôtelière française a amorcé un redressement rapide pour s'approcher dès S1 2022, voire les dépasser suivant les actifs, des niveaux pré-crise de Taux d'Occupation (TO) et prix par nuitée (RevPAR). De par le calendrier de lancement de ses projets, COURBET intervient après cette crise et n'est donc pas impactée. En année pleine 2023, la France pourrait avoir retrouvé ses niveaux d'activité de 2019 selon World Travel & Tourism Council.

A moyen terme, nous anticipons que la crise COVID et la hausse des taux d'intérêt va conduire à une phase de sous-investissement de l'ensemble de l'industrie hôtelière précipitant notamment la chute des unités les plus vétustes ou mal gérées. Il existe donc une opportunité pour tout nouvel entrant de présenter un produit rénové, en phase avec les attentes du marché. Compte tenu du taux de rotation de la propriété des hôtels et de la structure de détention du marché (dont chaînes) nous estimons que l'impact COVID sera gommé autour de 2030. D'ici là, il existe à notre avis un gisement d'acquisition

d'hôtels relativement profond car durablement fragilisé par la crise ou marqué par le vieillissement de leurs propriétaires-exploitants.

COURBET envisage également sa propre activité sous un angle « post-COVID » qui se traduirait par une évolution durable des comportements de consommation : i/ tourisme vert ; ii/ localisme et écologie ; iii/ inflation générale avec demande grandissante d'un tourisme responsable, raisonnable, durable, accessible géographiquement et économiquement, qualitatif.

### **Premier projet. La Bourboule, localisation et destination**



En première étape, les ressources de COURBET reposeront sur la commercialisation de chambres à La Bourboule (projet 1) et à Cannes (Projet 2, voir plus loin). La Bourboule est une station thermale du Puy-de-Dôme (centre de la France, Auvergne) à 850 mètres d'altitude, développée sur le segment du traitement des affections respiratoires. 89 stations sont aujourd'hui actives en France. L'absorption de richesse à partir de 1914, l'évolution de la médecine comme celle des modes de consommation et des possibilités de tourisme international par le développement de l'aviation, ont conduit à un déclin du thermalisme seulement interrompu par une période de stabilisation depuis les années 1990.

L'exploitation des bains est attestée à La Bourboule depuis les romains. Après avoir été une station hautement mondaine, à clientèle essentiellement française, La Bourboule s'est révélée la première destination thermale pour les enfants entre 1950 et 1980 aux fins de traiter l'asthme notamment. La Bourboule demeure la première station pédiatrique de France. Les enfants représentent environ un tiers des curistes. S'y ajoutent les accompagnants adultes.

Au sens strict (hors spa & detox de luxe comme Palace Chenot, Clinique La Prairie, ou la clinique des Champs Elysées) le marché des cures thermales en France repose sur environ 600,000 patients observant un séjour unitaire de 18

jours, soit 11 millions de nuitées (c.5% du marché français de l'hôtellerie). 90% du chiffre d'affaires du thermalisme est réalisé par des cures remboursées par la Sécurité Sociale (hors hébergement, à la charge des patients) soit un poids négligeable de 0.2% de ses dépenses. 75% des cures sont orientées sur la rhumatologie, spécialité que La Bourboule n'adresse pas du fait de son positionnement sur les voies respiratoires (asthme) et la dermatologie (eczéma, psoriasis). La Bourboule bénéficie globalement d'une bonne notoriété liée en partie aux spécialités qu'elle traite. L'emploi de cette notoriété peut laisser espérer une progression du nombre des curistes à l'avenir.

La Bourboule est à la 40ème place des 89 stations thermales répertoriées accueillant un peu plus de 100 établissements thermaux. Avec 4,500 curistes par an sur une saison principale d'Avril à Décembre, La Bourboule est une station de taille intermédiaire avec environ 1% du marché national. Les 18 premiers établissements accueillent plus de 9,000 curistes chacun à l'année captant ainsi 61% du marché (plus de 20,000 annuels pour Balaruc-les-Bains – 55,000, Dax – 48,000, Gréoux-les-Bains – 35,000, Amélie-les-Bains – 27,000). Un fort investissement lié à la reprise de la gestion en régie municipale en 2009 a permis de faire progresser sensiblement la fréquentation à La Bourboule : 2,400 en 2010, 3,300 en 2014 et près de 5,000 désormais. La ville ne bénéficie plus d'une desserte ferroviaire. Elle est à 4h30 de Paris en automobile.

En Janvier 2021, la commune de La Bourboule a voté un plan d'investissement de €7m sur les thermes municipaux à horizon 2024, afin d'améliorer la capacité de soins et d'accueil comme procéder à des travaux de maintenance sur le bâti. Dans le cadre du plan gouvernemental Avenir Montagnes annoncé en 2021, La Bourboule devrait recevoir des subventions significatives pour ce faire. Au titre du recyclage des friches (plan gouvernemental France Relance), une subvention additionnelle de €2.3m semble déjà acquise à la commune. L'ensemble de ces investissements pérennisera et développera l'infrastructure locale à concurrence d'un montant global que COURBET cite à €22m sur l'ensemble de la station, incluant €5m de travaux au casino municipal géré par le groupe indépendant Arevian (Délégation de Service Public de 12 ans signée en 2010). Au-delà de cette extension de capacité et maintenance des installations, le traitement du poste « mise en lumière commerciale » et renforcement de l'attractivité (communication et faire-savoir) ne semble pas sensiblement traité à ce jour. Pour autant, la fréquentation touristique en Auvergne a globalement progressé de 12% en 2022 vs. 2021. 43% des types d'hébergement ont enregistré une hausse de fréquentation par rapport à 2019.

La difficulté pour trouver un logement de tourisme à La Bourboule est conforme à la moyenne nationale des stations thermales. L'offre commerciale de logement est constituée par 9 hôtels totalisant 254 chambres (taille moyenne 29 chambres). S'ajoutent campings et divers pour 970 lits qui répondent au besoin de la fréquentation d'environ 400-450 curistes (accompagnants en sus) présents en permanence pour un séjour standard de 18 jours. L'offre hôtelière actuelle peut être considérée comme en moyenne

vétuste ou nécessitant des besoins d'investissement / rénovation significatifs pour atteindre un niveau de qualité adapté à une clientèle de tourisme CSP+ que peut désirer capter la station.

Le développement de l'offre hôtelière du fait du projet de COURBET repose donc en partie sur l'hypothèse d'un accroissement d'environ 30% de la fréquentation thermique de la station, à moins de capter une partie de la clientèle fréquentant des établissements d'hébergement concurrents. Cette augmentation de fréquentation ne peut être obtenue que par trois moyens : i/ forte hausse de la demande autonome liée au COVID (données 2022 non disponibles à ce jour mais les thermes du Mont-Dore ont annoncé en Avril 2022 espérer retrouver en 2023 leur fréquentation d'avant crise) ; ii/ forte augmentation du budget communication de la municipalité focalisé sur la région parisienne et iii/ diversification à long terme de l'économie locale en dehors du thermalisme, reposant alors sur des séjours de plus courte durée revenant à envisager une multiplication de la clientèle de tourisme CSP+ « classique », cherchant des prestations thermales de bien-être en annexe.

A ce titre, la station peut bénéficier à long terme de l'augmentation de la demande pour un tourisme « vert », économiquement abordable, en altitude, au frais pendant les périodes de chaleur, avec toutefois une fréquentation essentiellement centrée sur le cœur de saison de Juin à Septembre. Une telle évolution pourrait permettre un *yield management* des hôteliers, favorisant les touristes en été et les curistes sur les queues de saison afin d'optimiser et lisser le taux d'occupation des infrastructures sur l'ensemble de l'année. Cette hypothèse repose sur le développement d'une offre-produit locale bien plus importante (notamment sports de plein air) qui ne pourra correspondre qu'à des initiatives individuelles isolées. Le développement d'offres de tourisme vert (dont vélo électrique) et de formules « familles » par les établissements hôteliers peut se révéler séduisante à long terme.

#### **Cannes : acquisition de l'hôtel Hollywood en 2022**



Cannes est une destination touristique et de congrès de renommée mondiale disposant de 130 hôtels et 8,000 chambres. En pleine Côte d'Azur, l'attractivité est renforcée par la présence de 500 restaurants, 3 casinos et 31 plages privées. En Septembre 2022, COURBET annonce l'acquisition d'un hôtel de 100 chambres (Société de l'Hôtel Gril Aéroport de Cannes Mandelieu S.A.) apporté à la Société par OTT HERITAGE en contrepartie de 3m d'actions COURBET émises à €1.20 l'unité. La localisation de l'hôtel Hollywood, sur le terrain de la concession exploitant l'aéroport de Cannes-Mandelieu, ainsi que son environnement immédiat sur un foncier de qualité (piscine, stationnement, terrain arboré), lui apporteront la clientèle naturelle d'un établissement entrée-milieu de gamme situé à 20mn en automobile de la Croisette. Un hébergement intermédiaire (classement trois étoiles) sur cette destination constitue à nos yeux un actif de bon niveau.

Cet hôtel est exploité sous Autorisation d'Occupation Temporaire (AOT) renouvelée le 26 Octobre 2022 et portée à 2044. Il bénéficiera en deux tranches d'un investissement en rénovation de €5m (€2.5m déjà investis antérieurement à l'apport) permettant de remettre l'hôtel totalement à niveau soit un prix de revient l'ordre de €70,000 par clé. Ce prix de revient est modéré mais à mettre en rapport avec le mode de détention de l'actif, qui n'est pas en pleine propriété.

### Projets futurs

COURBET souhaite poursuivre ses investissements à l'avenir que ce soit à La Bourboule ou sur d'autres destinations. Ces projets pourront être à l'origine d'une création de valeur additionnelle en ANR. Dans un premier temps, COURBET ambitionne de constituer un groupe d'une douzaine d'établissements en France.

### Chiffre d'affaires par division

| Secteur                           | 12/22A      | 12/23E      | 12/24E      | 12/25E      | Chgt 23E/22 |                 | Chgt 24E/23E |                  |
|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|--------------|------------------|
|                                   |             |             |             |             | M€          | % du total      | M€           | % du total       |
| <b>Chiffre d'affaires</b>         | <b>0,80</b> | <b>3,28</b> | <b>4,24</b> | <b>13,1</b> | <b>2</b>    | <b>100 %</b>    | <b>1</b>     | <b>100 %</b>     |
| <i>O/w organic growth (%)</i>     | <i>0,00</i> | <i>312</i>  | <i>29,3</i> | <i>209</i>  | <i>312</i>  | <i>12 581 %</i> | <i>-283</i>  | <i>-29 448 %</i> |
| <b>Hotel</b> Hotels               | 0,80        | 3,28        | 4,24        | 13,1        | 2           | 100 %           | 1            | 100 %            |
| <b>Food &amp; Beverage</b> Hotels | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0           | 0 %             | 0            | 0 %              |
| Other                             | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0           | 0 %             | 0            | 0 %              |

### Principales expositions

|                                  | Revenus | Coûts  | Fonds propres |
|----------------------------------|---------|--------|---------------|
| Devises "émergentes"             | 49,0 %  | 40,0 % | 50,0 %        |
| Dollar                           | 0,0 %   | 0,0 %  | 0,0 %         |
| Euro                             | 51,0 %  | 60,0 % | 50,0 %        |
| Prix de l'électricité (MWh en €) | 0,0 %   | 10,0 % | 0,0 %         |
| Risque climatique à long term    | 50,0 %  | 50,0 % | 50,0 %        |
| Taux d'intérêt long terme        | 0,0 %   | 0,0 %  | 100,0 %       |

### Géographie du chiffre d'affaires

|        |         |
|--------|---------|
| France | 100,0 % |
|--------|---------|

Nous identifions les expositions aux thématiques macro économiques (quelle est la part du chiffre d'affaires exposée au Dollar par ex.) plutôt que les sensibilités (quel est l'impact d'une variation de 5pc du Dollar sur le résultat net par ex.). Les expositions du chiffre d'affaires sont simples à comprendre.

Celles qui concernent les coûts sont plus difficiles à identifier. C'est encore plus complexe en termes de fonds propres. L'évaluation se fait en prenant par défaut la position d'un investisseur en action jugeant de son patrimoine en Euro. Certains cas de figure sont délicats à démonter tel qu'un investisseur de la zone Euro achetant une valeur suisse cotant en CHF mais avec des comptes en Dollar...

## Mécanismes de profit

### Stratégie de COURBET et *business model*

COURBET s'inscrit dans une stratégie de création de pôle hôtelier répondant à une logique d'optimisation de l'exploitation et de la commercialisation dans des destinations touristiques établies qui offrent un potentiel de développement ou de re-développement. Le Groupe souhaite acquérir des unités en perte de vitesse ou « endormies », à redynamiser. Cette stratégie permet des prix d'acquisition faibles en contrepartie d'un retour sur investissement espéré rapide à l'issue d'une phase de remise à niveau des actifs (ré-investissement). Cette stratégie a été appliquée par M. OTT à Prague dans les années 1990 alors qu'il n'y avait pas / plus de marché offrant alors des prix d'acquisition anormalement bas. Notre analyse économique se focalise sur les seuls actifs dont l'acquisition a été annoncée à ce jour (La Bourboule et Cannes). La Société projette d'annoncer d'autres investissements. Il existe actuellement de nombreux actifs à la vente et à redynamiser sur l'ensemble du territoire. Notre analyse et nos estimations seront complétées au fil des acquisitions.

### Emplacement et gestion du risque

COURBET vise l'acquisition d'unités de tailles potentiellement significatives à l'échelle locale. Le premier projet de la Société porte ainsi sur un bâtiment en centre-ville de La Bourboule d'une capacité de 130 chambres à terme, soit la moitié de la capacité strictement hôtelière locale à Juin 2022. L'acquisition de ce premier bâtiment a été annoncée en Juin 2022 pour un prix de €1.5m vs. surface de plancher de 8,400m<sup>2</sup> (soit moins de €200/m<sup>2</sup> acquis, hors frais et travaux). En masse, le risque *cash* initial est modéré. Avec une ouverture prévue en plusieurs étapes, le risque *forward* est considéré maîtrisable : la dépense d'investissement accompagne graduellement la réussite du projet. Cet actif bénéficie d'une qualité de bâti remarquable de type Haussmann. Bien que jouxtant un parc paysager public de 12 hectares, cet hôtel ne dispose pas d'extérieurs ni d'un parking privés. COURBET a informé de son intention de négocier un accès direct au parc Fenestre et communiqué pouvoir offrir dès l'ouverture une solution de stationnement à ses clients.

A Cannes, la localisation de l'hôtel Hollywood n'est pas *prime* mais il s'agit d'une destination très fréquentée sur un actif de « bon milieu de gamme » une fois achevée la rénovation. Cannes est à notre avis un actif dont le niveau de risque est lui aussi modéré en raison principalement de sa localisation.

### Chiffre d'affaires

- La Bourboule

A l'issue d'une première phase de rénovation légère, l'hôtel désire ouvrir 40 (communiqué de Juin 2022) pouvant être porté à 68 chambres pour la saison estivale 2023. Compte tenu des délais d'approvisionnement et divers sur le segment de la construction / rénovation, nous n'excluons pas une ouverture pour la saison de printemps 2024, sans que cela modifie significativement le risque global du projet ni notre valorisation par action COURBET. Nous prenons en compte 40 chambres facturables en première phase d'ouverture. Il

est utile de rappeler que COURBET ne visera pas la seule clientèle des curistes (et leurs accompagnants) mais également les touristes. Cela pourrait être de nature à optimiser le remplissage en saison haute (Mai à Septembre) sans que cela permette, à notre avis, de rejoindre un taux de 80% à l'année.

|                                         | 2022/2023 | 2023 / 2024 | 2024 / 2025 | 2025 / 2026 | 2026 / 2027 | 2027 / 2028 | 2028 / 2029 |
|-----------------------------------------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                         | 2023      | 2024        | 2025        | 2026        | 2027        | 2028        | 2029        |
| <b>I - La Bourboule</b>                 |           |             |             |             |             |             |             |
| <b>Hotel</b>                            |           |             |             |             |             |             |             |
| Number of available rooms               |           | 40          | 40          | 80          | 80          | 100         | 130         |
| Sqm (full)                              |           | 8 400       | 8 400       | 8 400       | 8 400       | 8 400       | 8 400       |
| Sqm (full in operations)                |           | 2 500       | 2 500       | 5 000       | 6 000       | 7 000       | 8 400       |
| OR (Occupancy rate)                     |           | 30%         | 65%         | 65%         | 65%         | 65%         | 65%         |
| Price per night (incl. VAT)             |           | 95          | 95          | 110         | 110         | 110         | 110         |
| VAT                                     |           | 10%         | 10%         | 10%         | 10%         | 10%         | 10%         |
| Price per night (ex-VAT)                |           | 86          | 86          | 100         | 100         | 100         | 100         |
| Revenue (EUR k, ex-VAT)                 |           | 378         | 820         | 1 898       | 1 898       | 2 373       | 3 084       |
| RevPAR - Total /365 days                |           | 26          | 56          | 65          | 65          | 65          | 65          |
| RevPAR - Total ex-annual closing period |           | 62          | 67          | 78          | 78          | 78          | 78          |

A ce stade, en attente de plus d'information, notre modèle néglige la contribution de la restauration, dont l'apport au résultat net (en euros) est considéré faible en première approche. Nous notons que sur cet actif COURBET peut avoir à offrir de la pension complète ou de la demi-pension sur les longs séjours des curistes (18 jours), ce qui peut accroître significativement le volume d'affaires reflété par nos estimations actuelles. Nous n'en attendons pas, cependant, de contribution substantielle de la restauration (F&B) aux *free cash flows* ou à la valorisation à l'avenir. Nous nous concentrons sur l'hébergement en incluant simplement un taux de captage petit déjeuner de 80%. Nous retenons un prix moyen de « lancement » €95 TTC par nuitée à l'ouverture, petit déjeuner et stationnement payant inclus. Ce chiffre est compatible avec : i/ les tarifs maximaux pratiqués localement par la concurrence ; ii/ le positionnement recherché par COURBET (tourisme abordable) ; iii/ la localisation en centre-ville et les particularités de son actif. A ce stade, notre estimation est inférieure à celle de COURBET qui est de €130 à maturité. Cette dernière attente nous semble ambitieuse.

A court terme, nous retenons un TO de 30% sur 6 mois d'ouverture en première année, soit l'équivalent de c.60% en année pleine. Ce TO prend partiellement en compte le risque qu'une part significative des curistes – et leurs accompagnants dans le cas des enfants – réservent à l'avance leur hébergement compte tenu de la planification des soins effectuée par les thermes en début de saison.

Le TO de 65% retenu à maturité est en phase avec la fermeture des thermes sur Décembre et Janvier (sauf en cas d'extension de la saison des cures). Par extrapolation, en supposant l'hôtel fermé sur cette période, le TO sur Février-Novembre serait de 78%, une hypothèse élevée qui devra être confirmée. Nous ne disposons pas du TO actuel des hôtels concurrents. Toutefois, les prix des actifs à la vente actuellement à La Bourboule, sur des biens de moindre qualité voire vétustes, suggèrent un TO modéré. L'atteinte de ce seuil dépendra en partie de l'attractivité intrinsèque de l'hôtel de COURBET face à

la concurrence comme de l'évolution de l'attractivité de la destination « La Bourboule ».

COURBET pense profiter pleinement de l'évolution des aspirations des touristes en faveur du tourisme vert, dans une région faiblement peuplée, non polluée. Notre opinion est que l'évolution des comportements de consommation doit par définition être appréciée dans le temps, au-delà du paramètre déclencheur du COVID. Cette contribution de la clientèle touristique au taux d'occupation doit s'appréhender sur longue période : le nombre de touristes à La Bourboule – hors curistes – ne sera pas multiplié par un facteur 3-5x en l'espace de deux saisons. La durée moyenne d'un séjour thermal étant 5 fois plus élevée que celle d'un touriste, nous pensons que l'essentiel du chiffre d'affaires demeurera lié à l'activité thermique. Le tourisme ne saturant l'occupation qu'en période de congés et de saison, il ne permettra pas de porter le TO annuel à un niveau significativement supérieur à notre avis.

En 2025, le RevPAR s'établirait à €65 (hors retraitement d'une période de fermeture sur Décembre et Janvier, €78 après retraitement) ce qui est proche de la moyenne nationale mais supérieur au RevPAR de la région Auvergne-Rhône Alpes s'établissant à €52 (chiffres 2019). Au niveau national, le RevPAR est sensiblement supérieur sur les établissements moyenne gamme et luxe, qui est le positionnement recherché par COURBET (respectivement €74 et €149).

- Cannes

Anciennement exploité sous enseigne Campanile, COURBET attend sur cet actif un TO supérieur à 65% pour un prix moyen de €125 TTC par nuit. Ce prix nous semble cohérent avec l'actif. Le TO sur l'ensemble de la côte d'Azur (Cannes, Nice, Saint Tropez) était de 63% sur l'année 2019 avec une saisonnalité prononcée (usuelle sur cette région touristique : 86% en Août, 42% en Janvier), raison pour laquelle nous anticipons un TO autour de 70% pour cet hôtel pleinement rénové avec un bon rapport qualité / prix / localisation.

|                                         | 2022/2023 | 2023 / 2024 | 2024 / 2025 | 2025 / 2026 | 2026 / 2027 | 2027 / 2028 | 2028 / 2028 |
|-----------------------------------------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                         | 2023      | 2024        | 2025        | 2026        | 2027        | 2028        | 2028        |
| <b>II - Cannes</b>                      |           |             |             |             |             |             |             |
| <b>Hotel</b>                            |           |             |             |             |             |             |             |
| Number of available rooms               | 50        | 50          | 100         | 100         | 100         | 100         | 100         |
| Sqm (full)                              | 2 500     | 2 500       | 2 500       | 2 500       | 2 500       | 2 500       | 2 500       |
| Sqm (full in operations)                | 1 500     | 1 500       | 2 500       | 2 500       | 2 500       | 2 500       | 2 500       |
| OR (Occupancy rate)                     | 55%       | 55%         | 65%         | 72%         | 72%         | 72%         | 72%         |
| Price per night (incl. VAT)             | 90        | 100         | 115         | 120         | 120         | 120         | 120         |
| VAT                                     | 10%       | 10%         | 10%         | 10%         | 10%         | 10%         | 10%         |
| Price per night (ex-VAT)                | 82        | 91          | 105         | 109         | 109         | 109         | 109         |
| Revenue (EUR k, ex-VAT)                 | 821       | 913         | 2 480       | 2 867       | 2 867       | 2 867       | 2 867       |
| RevPAR - Total /365 days                | 45        | 50          | 68          | 79          | 79          | 79          | 79          |
| RevPAR - Total ex-annual closing period |           |             |             |             |             |             |             |

Le phasage des travaux (rénovation par moitié) devrait permettre une pleine maturité économique sur l'exercice 2024-25.

### Coûts et investissements

Le *business model* est simple, savoir celui de l'exploitation d'hôtels. Il est admis généralement que les charges de personnel sont à 70% fixes et 30% variables. Dans l'ensemble, un hôtel est un modèle à charges essentiellement fixes (dont loyer). Dans le cas de COURBET, qui privilégie la pleine propriété « murs + fonds de commerce », les charges fixes usuelles sont significativement minorées par toute absence de loyers (généralement 10-20% du chiffre d'affaires).

Le ratio personnel / chambre est en moyenne de 0.5 pour un hôtel trois étoiles, soit 50 employés pour une unité de 100 clés. Le personnel représente le principal poste de coûts. Il est principalement constitué de salariés rémunérés au SMIC. Les coûts d'exploitation sont supposés normés (personnel, commercialisation, énergie et chauffage, ménage, location-entretien textile, taxes), avec une phase de démarrage à faible performance sur une saison (EBITDAR 20% sur La Bourboule) tendant vers les 35% à pleine capacité. A titre de *benchmark* la rémunération des *top managers* d'Accor en 2019 était basée sur une marge EBITDAR cible de 27.5%. Compte tenu de sa taille, et à long terme, COURBET ne supportera pas de frais de siège significatifs ni de rémunération d'enseigne. Il bénéficiera d'une pleine maîtrise de ses prix. Le ratio d'EBITDAR ainsi que le chiffre d'affaires lui-même, seront décisifs dans la valorisation à terme de COURBET. En première approche, nous normalisons les coûts d'exploitation sur les hôtels acquis ou à acquérir et anticipons une marge EBITDA normée moyenne de l'ordre de 35% à maturité. Cette hypothèse pourra être validée progressivement d'ici 2028 une fois La Bourboule et Cannes portés à maturité.

En phase de maturité à 130 chambres, l'actif de La Bourboule devrait générer un EBITDA / CapEx de l'ordre de 12-15% soit un retour sur investissement *unleveraged* (approche par le « TRI projet ») élevé. Notre modèle est basé sur un CapEx (HT, acquisition foncière incluse) de €8.0m. Les murs sont amortis sur 30 ans, les travaux sur 20 ans, le terrain n'est pas amorti. Compte tenu de l'absence de loyers, l'activité devrait être profitable très rapidement. Seule la dimension de ce profit reste à préciser. A ce stade nous ne disposons pas de l'information suffisante permettant de conclure au bénéfice d'un report fiscal déficitaire utilisable et affectable à l'activité opérationnelle. La Bourboule est en *Zone de Revitalisation Rurale*. Compte tenu de la structure juridique de détention retenue (SPV dédié), nous supposons que COURBET bénéficiera d'exonérations fiscales partielles ou complètes sur les cinq premières années. A ce stade, nous retenons un taux d'IS normé de 25% appliqué dès la première année par simplicité sur l'ensemble du Groupe. Le gain fiscal *forward* cumulé traduit en ANR 2027 pourrait être de l'ordre de €0.02 par action.

A Cannes, l'investissement de l'ordre de €6m pourrait générer un retour sur investissement (EBITDA / CapEx) de 25% selon COURBET (FCF avant remboursement de dette de €1.5m par an à maturité). Nos hypothèses reflètent un taux de l'ordre de 12-15% ce qui est en soi déjà performant.

Sur l'ensemble du groupe, nous ne retenons pas de frais siège liés au groupe OTT, ni de rémunération significative du P-DG ou du Conseil d'administration. A des fins de management nous n'excluons pas la mise en place d'un plan de *stock options*. A notre avis, ce dernier serait non dilutif sur l'ANR actuel de €1.20 (source Société, Juin 2022) ni notre objectif de cours et pourrait être représenté par la simple émission de BSA dont le nombre reste à déterminer.

En termes de coûts, le périmètre prévisionnel de COURBET sur 2023 à 2025 est insuffisant en l'état pour envisager créer une plateforme mutualisant pleinement les coûts et charges de commercialisation. Ce sujet sera traité ultérieurement en accompagnement du développement de COURBET. Pourrait en résulter une optimisation du Taux d'Occupation et une marge EBITDAR supérieure à nos estimations. En cas de croissance très rapide du périmètre de COURBET en direction de 10-12 unités, nous aurons à prendre en compte une telle possibilité d'optimisation à l'avenir.

### Investissement et marketing

- La Bourboule

L'acquisition réalisée pour €1.5m va nécessiter à terme des travaux importants de l'ordre de €8-10m (HT). Pour une atteinte de pleine capacité à 130 chambres (objectif COURBET), nous budgétions : i/ €70-80k par chambre ou iii/ des travaux inférieurs à €1,300 par m². Ce budget est compatible avec une mise à niveau sensible de l'ensemble du bâti.

L'enjeu du projet est de parvenir à capter une clientèle « longue durée » (curistes) en y ajoutant une clientèle de tourisme de passage pour des séjours plus courts (généralement 1 à 3 nuitées) via notamment une offre en *family rooms* pour séjour demi-pension ou pension complète (chambre parentale à laquelle s'ajoute une chambre enfants avec lits superposés). L'offre famille (type séjours au ski) pourrait permettre d'étendre la durée moyenne des séjours touristiques. Nous n'anticipons aucune clientèle étrangère significative. Cela nécessitera une stratégie marketing qui n'a pas été parfaitement détaillée à ce stade (réseau de distribution, communication externe). Nous nous attendons cependant que l'hôtel de La Bourboule soit référencé sur MyHotelMatch (société du groupe OTT, couverte par AlphaValue, PFR). Comme évoqué dans notre analyse de marché, une partie du marketing dépendra des budgets extérieurs alloués par les collectivités locales autour de la « destination La Bourboule » elle-même. Les modes de communication traditionnels devront être déployés par l'équipe de COURBET pour aussi mieux commercialiser. Les salons professionnels, mais aussi journalistes, influenceurs, campagnes de communication numériques, devront permettre de re-crée une image liée à la destination La Bourboule comme à celle de l'hôtel lui-même. Soulignons que ces dépenses (collectivités locales et COURBET) devront idéalement être pilotées ensemble afin d'en optimiser l'impact.

A ce stade, l'équipe de gestion n'a pas été constituée. Le groupe OTT dispose de ressources propres. La mise à disposition de personnel ou de moyens via une convention réglementée n'a pas été évoquée à ce stade. L'essentiel du

personnel opérationnel pourra être recruté sur place : le marché de l'emploi n'y est pas tendu.

|                            | 2022/2023 | 2023 / 2024 | 2024 / 2025 | 2025 / 2026 | 2026 / 2027 | 2027 / 2028 | 2028 / 2029 |
|----------------------------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| I - La Bourboule           | 2023      | 2024        | 2025        | 2026        | 2027        | 2028        | 2029        |
| Revenue (EUR k, ex-VAT)    |           | 378         | 820         | 1 898       | 1 898       | 2 373       | 3 084       |
| EBITDAR (EUR k)            |           | 76          | 164         | 569         | 664         | 830         | 1 079       |
| EBITDAR margin             |           | 20%         | 20%         | 30%         | 35%         | 35%         | 35%         |
| Rents (EURk)               |           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| EBITDA (EUR k)             |           | 76          | 164         | 569         | 664         | 830         | 1 079       |
| EBITDA margin              |           | 20%         | 20%         | 30%         | 35%         | 35%         | 35%         |
| Depreciation               |           | 83          | 165         | 315         | 315         | 440         | 440         |
| EBIT (EURk)                |           | -7          | -1          | 254         | 349         | 390         | 639         |
| Financial expenses (EUR k) |           | 55          | 55          | 118         | 115         | 163         | 155         |
| PBT (EUR k)                |           | -62         | -56         | 137         | 235         | 228         | 484         |
| Corporate Tax (EUR k)      |           | -15         | -14         | 34          | 59          | 57          | 121         |
| Net profit (EUR k)         |           | -46         | -42         | 102         | 176         | 171         | 363         |
| Gross cash-flow (EUR k)    |           | 36          | 123         | 417         | 491         | 611         | 803         |
| Gross cash-flow (EUR k)    |           | 36          | 123         | 417         | 491         | 611         | 803         |
| Debt repayment (EUR k)     |           | 0           | 142         | 146         | 320         | 327         | 477         |
| Dividends (EUR k)          |           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Working capital (EUR k)    |           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Free cash flow (EUR k)     |           | 36          | -20         | 272         | 171         | 284         | 327         |

- Cannes

La « destination Cannes » ne nécessite pas d'effort de communication de la part de COURBET. Elle se suffit à elle-même. L'unité acquise est déjà un hôtel au format classique de 100 chambres (ex-enseigne Campanile) nécessitant un réinvestissement à moindre risque, sans transformation d'envergure. L'emplacement n'est pas *prime* en raison des nuisances liées à la proximité des pistes de l'aéroport (aviation d'affaires) mais l'emplacement est techniquement très pratique pour la clientèle pour cette même raison. Nous considérons donc l'actif comme un « bon milieu de gamme ».

Nous n'identifions pas de risque spécifique sur ce projet. Hors un rafraîchissement global à faire en deux tranches, la gestion de cette unité exige des compétences usuelles de gestion : l'hôtel de Cannes n'est pas un produit particulier de par son profil. C'est un second facteur de maîtrise du risque. La main d'œuvre est disponible en nombre sur la Côte d'Azur, son coût devant cependant être supérieur à celui de La Bourboule.

Cannes devrait générer €1.5m de *free cash flow* annuel selon COURBET soit c.€30m (nominal, cumulé, non actualisé, non inflaté, avant remboursement des emprunts) sur la période 2022-44. Nous en attendons pour notre part environ €0.7-0.8m annuels en *run rate* opérationnel (pleine maturité sur 2024-25) avant déduction du remboursement du principal des financements (dont emprunts bancaires) à souscrire pour l'achèvement des travaux.

Comme sur La Bourboule, nous n'ajoutons pas de contribution de la restauration (potentiellement €0.5-1.0m de volume d'affaires additionnel à faible marge) et nous restreignons à l'analyse de la composante profitable : l'hébergement. Il est possible que l'hôtel de Cannes puisse utiliser son foncier pour étendre son activité à la réception d'événements et ainsi améliorer sa rentabilité. Nos estimations d'un FCF sont cependant inférieures aux projections de COURBET ce qui constituera un potentiel de révision à la

hausse significatif de nos estimations en cas d'atteinte des prévisions de la Société.

|                            | 2022/2023 | 2023 / 2024 | 2024 / 2025 | 2025 / 2026 | 2026 / 2027 | 2027 / 2028 | 2028 / 2028 |
|----------------------------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| II - Cannes                | 2023      | 2024        | 2025        | 2026        | 2027        | 2028        | 2028        |
| Revenue (EUR k, ex-VAT)    | 821       | 913         | 2 480       | 2 867       | 2 867       | 2 867       | 2 867       |
| EBITDAR (EUR k)            | 164       | 183         | 620         | 860         | 1 003       | 1 003       | 1 003       |
| EBITDAR margin             | 20%       | 20%         | 25%         | 30%         | 35%         | 35%         | 35%         |
| Rents (EURk)               | 116       | 116         | 203         | 207         | 211         | 215         | 220         |
| EBITDA (EUR k)             | 48        | 67          | 417         | 653         | 792         | 788         | 784         |
| EBITDA margin              | 6%        | 7%          | 17%         | 23%         | 28%         | 27%         | 27%         |
| Depreciation               | 152       | 152         | 277         | 277         | 277         | 277         | 277         |
| EBIT (EURk)                | -103      | -85         | 141         | 377         | 516         | 512         | 507         |
| Financial expenses (EUR k) | 0         | 55          | 51          | 47          | 43          | 38          | 34          |
| PBT (EUR k)                | -103      | -140        | 90          | 330         | 473         | 473         | 473         |
| Corporate Tax (EUR k)      | -26       | -35         | 22          | 82          | 118         | 118         | 118         |
| Net profit (EUR k)         | -78       | -105        | 67          | 247         | 355         | 355         | 355         |
| Gross cash-flow (EUR k)    | 74        | 47          | 344         | 524         | 632         | 632         | 632         |
| Gross cash-flow (EUR k)    | 74        | 47          | 344         | 524         | 632         | 632         | 632         |
| Debt repayment (EUR k)     | 0         | 0           | 184         | 188         | 193         | 197         | 201         |
| Dividends (EUR k)          | 0         | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Working capital (EUR k)    | 0         | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| Free cash flow (EUR k)     | 74        | 47          | 160         | 336         | 439         | 435         | 431         |

#### EBITDA/R par division

|                     | 12/22A | 12/23E | 12/24E | 12/25E | Chgt 23E/22                            |            | Chgt 24E/23E                           |            |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|----------------------------------------|------------|----------------------------------------|------------|
|                     |        |        |        |        | M€                                     | % du total | M€                                     | % du total |
| Total               | 0,22   | 0,27   | 0,47   | 3,44   | 0 <span style="color: green;">▲</span> | 100 %      | 0 <span style="color: green;">▲</span> | 100 %      |
| Food & Beverage     | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0 <span style="color: green;">▲</span> | 0 %        | 0 <span style="color: green;">▲</span> | 0 %        |
| Hotel               | 0,16   | 0,27   | 0,47   | 3,44   | 0 <span style="color: green;">▲</span> | 220 %      | 0 <span style="color: green;">▲</span> | 100 %      |
| Other/cancellations | 0,06   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0 <span style="color: red;">▼</span>   | -120 %     | 0 <span style="color: green;">▲</span> | 0 %        |

#### Marge d'EBITDA/R par division

|                 | 12/22A | 12/23E | 12/24E | 12/25E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| Total           | 27,5 % | 8,35 % | 11,0 % | 26,3 % |
| Food & Beverage |        |        |        |        |
| Hotel           | 20,6 % | 8,35 % | 11,0 % | 26,3 % |

## Valorisation

### Introduction

La capitalisation boursière de COURBET, préalablement à l'annonce de l'acquisition de l'ensemble immobilier de La Bourboule et de Cannes, était de €8m sur la base d'un cours coté de €1.20 par action. COURBET étant une coquille vide affichant €2m de fonds propres négatifs aux derniers comptes disponibles, cette capitalisation boursière pré-annonce valorisait un *goodwill* de l'ordre de €10m. Ce dernier est élevé. Il est en rapport avec le flottant réduit de COURBET (5%) et un faible nombre de transactions sur le marché du titre.

La valorisation des coquilles vides est variable dans le temps. Elle dépend d'un grand nombre de facteurs, dont rareté des coquilles disponibles sur le marché en premier lieu, qualité du bilan (litiges en cours ou potentiels etc...), nature de l'activité (permettant l'utilisation de déficits fiscaux reportables éventuels), coûts de cotation d'une nouvelle entité sur un marché réglementé etc. Nous ne disposons pas d'exemple d'une coquille vide valorisée €10m correspondant à la VE de COURBET à fin 2021 (capitalisation boursière de €8m s'ajoutant à €2m environ de dette d'associé exigible à Juin 2022). COURBET est par ailleurs cotée sur un marché non réglementé, ce qui grève la valeur coquille.

### ANR COURBET

En Juin 2022, COURBET a communiqué un ANR de €1.20 par action correspondant à la valeur de marché de l'ensemble immobilier de La Bourboule, une fois les travaux achevés, avec un hôtel en pleine exploitation. Cet ANR à horizon 2026-28 (estimation AV) ne prend donc pas en compte d'actualisation ni de risque de dérive sur le budget travaux pour atteindre une unité de 130 clés. Cet ANR résulte d'une valorisation indépendante à dires d'experts, nets du prix d'acquisition (€1.5m) et des travaux à engager, soit une valeur de marché brute à neuf de l'ordre de €17m ou €2,000 par m<sup>2</sup> de plancher, ou €138,000 par clé livrée. En absolu, ces chiffres ne pourront être validés que par la performance économique de l'hôtel lui-même à maturité soit d'ici 2026 au plus tôt. Pour l'heure, nous les considérons comme une borne haute au regard de transactions observables sur le marché pour des hôtels de meilleure localisation, ou pour des hôtels de luxe de taille intermédiaire, bien placés, accessibles pour une valeur à peine supérieure (€20-25m l'unité) s'accompagnant d'une valeur patrimoniale plus élevée (moindre niveau de risque).

COURBET ne disposant pas d'un statut SIIC (*REIT*) il est soumis de plein droit à l'IS. Cet ANR, sur lequel est centré notre objectif de cours, dépendra fortement de l'atteinte de performances commerciales ambitieuses qui ne pourront être validées qu'à horizon 2026-27 (TO, 130 clés en service, €130 facturés par nuitée sur La Bourboule).

L'ANR de COURBET à Juin 2022 (€1.20 par action) sera accru par la valorisation en valeur de marché de l'hôtel de Cannes acquis en Septembre 2022. Nous attendons à ce que l'ANR publié consolidé tangente €1.50 à horizon 2025-27, proche de notre objectif de cours. Il est à rappeler que l'hôtel de Cannes n'étant pas en pleine propriété : sa valeur vénale constatera de ce

fait une désactualisation liée à la consommation de la durée résiduelle de l'Autorisation d'Occupation Temporaire.

### Objectif de cours

Notre objectif de cours est essentiellement fixé par ANR et DCF. Il aboutit à une valorisation unitaire de €1.50 par action. Bien que sa construction soit différente, notre objectif de cours est en ligne avec l'ANR publié par COURBET en Juin 2022 auquel s'ajoute l'incrément d'ANR estimé sur Cannes et un complément de création de valeur future. Le potentiel de hausse vs. cours actuel (c. 25%) s'explique principalement par la capitalisation boursière élevée de COURBET préalablement à l'annonce (€8m pour une coquille vide).

Notre objectif de cours est équivalent à un ANR (estimation AV) de €0.70 par action / La Bourboule qui prend en compte des performances économiques inférieures aux estimations de COURBET pour l'hôtel de La Bourboule (TO / Prix par nuitée / budget travaux). Nous lui ajoutons la hausse d'ANR attendue sur Cannes (€0.35) ainsi qu'une prime de €0.45 par action (soit €6m nets) valorisant par anticipation une partie de la création de valeur liée aux trois projets d'acquisition annoncés en Juin 2022 (hors Cannes). Cette création de valeur anticipée reste dépendante de : i/ la concrétisation de ces projets ; ii/ leur analyse individuelle ultérieure ; iii/ le mode de financement retenu (émission d'actions nouvelles pour la part fonds propres, dont paramètre prix d'émission et dilution éventuelle). Cet incrément de €6m de valeur nette correspond à une création de valeur résultant de un ou deux établissements dans des conditions proches de celles de Cannes. Il s'agit ainsi d'anticiper la création de valeur de M. OTT, de son, équipe, et de leur capacité à identifier des objets d'investissement recelant de la valeur cachée à extraire à moyen terme.

### DCF

En raison de l'absence de flux, il est délicat d'analyser COURBET par la méthode des DCF. Les performances réelles de l'actif hôtelier à terme permettront seules de préciser la valeur au-delà du plan d'affaires que nous élaborons, par nature imprécis en l'absence de *business plan* présenté par COURBET. Le montant des travaux et le succès commercial détermineront la dimension de toute création de valeur ultérieure (ANR). Notre valorisation pourra donc sensiblement varier à l'avenir, favorablement ou défavorablement.

Notons qu'à notre valeur DCF nous avons ajouté un incorporel de €0.45 par action correspondant à la création de valeur future liée aux projets non annoncés à ce jour. Nous pouvons rappeler que M. OTT bénéficie d'une vaste expérience des sujets immobiliers de toutes natures, dont hôteliers. Ses réseaux peuvent leur permettre d'identifier des cibles d'investissement significatives à l'origine d'une création de valeur ultérieure. Cette création de valeur reposerait sur une valeur de marché ex-post supérieure au prix d'acquisition, générant un incrément d'ANR. En fonction de la nature des actifs accueillis, il y aura cependant lieu d'évaluer la nécessité d'appliquer une décote liée à l'illiquidité (capitalisation boursière ex-post de COURBET vs. dynamique de croissance), à l'absence de statut SIIC (taxation des profits à

l'IS, déduction d'une part croissante d'impôt sur plus-values latentes pour conduire à l'ANR) ou symétriquement une prime liée au rendement et à la qualité des actifs apportés / acquis.

### Transactions récentes

Il n'existe pas de transaction récente qui permette de fixer une valorisation des actions COURBET. Les conditions d'acquisition du bloc de 95% du capital de COURBET par le groupe OTT – dont prix du rachat de la dette d'associé – ne sont pas connues. La valeur de marché de la coquille COURBET avant annonce du projet de La Bourboule n'est de ce fait pas publique.

### Valorisation *fully diluted*

Il n'existe pas à ce jour d'instrument dilutif en circulation ou potentiel. En cas d'émission d'instrument dilutif, nous pourrions raisonner sur une base *fully diluted* en analysant le *strike* des outils émis ou à émettre en vertu de délégations ultérieures du Conseil d'administration (BSA, OC, autres). Il est à noter qu'un plan de *stock options* est possible. Nous n'anticipons pas qu'il sera dilutif sur notre objectif de cours.

En d'autres termes, est laissée à l'entière main de l'actionnaire majoritaire actuel (M. OTT) la détermination du prix d'émission des futures actions COURBET à créer. A notre connaissance, il n'existera pas de minorité de blocage pour faire pièce à une décision de l'actionnaire de référence. Dans la mesure où l'actuel nominal par action COURBET est de €0,035 l'unité, toute dilution massive ultérieure sur la base du nominal (sans prime d'émission) ferait converger le prix par action vers sa valeur nominale actuelle. De ce fait, la valorisation finale par action COURBET pourrait techniquement s'établir à une valeur nettement inférieure au cours actuel en cas d'émission substantielle réalisée sur un prix unitaire faible. Soulignons néanmoins que compte tenu de son taux de détention de 95% du capital en Juin 2022 (89% estimé à Décembre 2022), le groupe OTT n'est pas sensible au prix d'émission unitaire s'il souscrit à sa quote-part de toute augmentation de capital.

### Impôt

La Bourboule est située en Zone de Revitalisation Rurale et bénéficie à ce titre d'exemptions fiscales d'impôt sur les bénéfices (IS). Nous pourrions avoir à comptabiliser une absence d'impôt sur les années 1 à 5, ce qui pourrait générer €0.02 d'ANR additionnel ultérieurement. Le taux d'IS sur Cannes est supposé normé.

### Dividendes

COURBET étant orienté « développement » nous ne tablons sur aucun dividende significatif à échéance prévisible. Le *cash* généré par l'activité sera réinvesti dans les acquisitions et travaux sur de nouvelles unités.

### Valorisation

| Méthodes          | Valeurs<br>(€) | Potentiel | Poids |
|-------------------|----------------|-----------|-------|
| Somme des parties | 4,09           | 176 %     | 75 %  |
| DCF               | 3,98           | 169 %     | 25 %  |
| Objectif de cours | 4,06           | 174 %     |       |

Valorisation basée sur les comparables

Calculé sur 18 mois de prévisions

|                         |
|-------------------------|
| Ratios des pairs        |
| Ratios Courbet Héritage |
| Prime                   |
| Cours objectifs (€)     |

## DCF par action

|                                                 |    |      |                                            |     |             |
|-------------------------------------------------|----|------|--------------------------------------------|-----|-------------|
| Coût moyen pondéré du capital (CMPC)            | %  | 8,10 | Dette (trésorerie) nette moyenne           | M€  | 62,0        |
| Valeur actuelle des cash flow des années 1 à 11 | M€ | 48,4 | Provisions                                 | M€  | 0,00        |
| Free cash flow de l'année 11                    | M€ | 8,56 | Pertes/(gains) actuariels non reconnus     | M€  | 0,00        |
| Taux de croissance à l'infini "g"               | %  | 2,00 | Immobilisations financières (juste valeur) | M€  | 0,00        |
| "g" de Durabilité                               | %  | 1,50 | Intérêts minoritaires (juste valeur)       | M€  | 0,00        |
| Valeur terminale                                | M€ | 130  | Valeur des fonds propres                   | M€  | 45,8        |
| Valeur actuelle de la valeur terminale          | M€ | 59,5 | Nombre d'actions                           | Mio | 11,5        |
| en % de la valeur totale                        | %  | 55,1 | <b>DCF par action</b>                      | €   | <b>3,98</b> |
| Valeur totale actuelle                          | M€ | 108  | Impact de la Durabilité sur le DCF         | %   | -9,61       |

## Evaluer le coût du capital

|                                                    |       |                     |                                                       |          |             |
|----------------------------------------------------|-------|---------------------|-------------------------------------------------------|----------|-------------|
| Taux sans risque synthétique                       | %     | 3,50                | Spread de crédit                                      | bp       | 250         |
| Prime de risque normative                          | %     | 5,00                | Coût marginal de la dette                             | %        | 6,00        |
| Taux d'impôt normalisé                             | %     | 25,0                | <b>Bêta de la société (endettée)</b>                  | <b>x</b> | <b>3,00</b> |
| Échéance moyenne de la dette                       | Année | 5                   | Ratio d'endettement à valeur de marché                | %        | 316         |
| Bêta sectoriel                                     | x     | 1,00 <sup>(1)</sup> | Dette/VE                                              | %        | 76,0        |
| Bêta de la dette                                   | x     | 0,50                | <b>Taux de rentabilité exigé par les actionnaires</b> | <b>%</b> | <b>18,5</b> |
| Capitalisation boursière                           | M€    | 17,0                | Coût de la dette                                      | %        | 4,50        |
| Dette nette (trésorerie) à valeur comptable        | M€    | 53,8                | <b>Coût des fonds propres desendettés</b>             | <b>%</b> | <b>8,50</b> |
| Dette nette (trésorerie) à valeur de marché (Est.) | M€    | 49,1                | Coût moyen pondéré du capital (CMPC)                  | %        | 8,10        |

1. Small portfolio at this stage, requiring a higher beta than the sector

## Calcul du DCF

|                                                         |           | 12/22A       | 12/23E              | 12/24E                     | 12/25E       | Croissance    | 12/26E       | 12/33E       |
|---------------------------------------------------------|-----------|--------------|---------------------|----------------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|
| Chiffres d'affaires                                     | M€        | 0,80         | 3,28                | 4,24                       | 13,1         | <b>2,00 %</b> | 13,4         | 15,4         |
| EBITDA                                                  | M€        | 0,06         | -0,02               | -0,55                      | 3,60         | <b>2,00 %</b> | 3,67         | 4,21         |
| Marge d'EBITDA                                          | %         | 6,91         | -0,55               | -12,9                      | 27,4         |               | 27,4         | 27,4         |
| Variation du BFR                                        | M€        | 0,00         | 0,00                | 0,00                       | 0,00         | <b>2,00 %</b> | 0,00         | 0,00         |
| Cash flow d'exploitation total                          | M€        | 0,06         | -0,02               | -0,55                      | 3,60         |               | 3,67         | 4,21         |
| Impôts sur les sociétés                                 | M€        | 0,00         | 0,05                | 0,01                       | 0,17         | <b>2,00 %</b> | 0,18         | 0,20         |
| <b>Bouclier fiscal</b>                                  | <b>M€</b> | <b>-0,06</b> | <b>-0,02</b>        | <b>-0,01</b>               | <b>-0,27</b> | <b>2,00 %</b> | <b>-0,28</b> | <b>-0,32</b> |
| Investissements matériels                               | M€        | -5,00        | -55,5               | -16,0                      | -7,00        | <b>2,00 %</b> | -7,14        | -8,20        |
| Investissements matériels/CA                            | %         | -628         | -1 692              | -377 <sup>(2)</sup>        | -53,4        |               | -53,4        | -53,4        |
| Cash flows libres avant coût du financement             | M€        | -5,00        | -55,5               | -16,5                      | -3,51        |               | -3,58        | -4,11        |
| Divers ajustements (incl R&D, etc.) pour les besoins... | M€        |              | 0,00 <sup>(3)</sup> | 40,0 <sup>(2)</sup>        | 4,00         |               | 5,00         | 12,5         |
| <b>Free cash flow ajustés</b>                           | <b>M€</b> | <b>-5,00</b> | <b>-55,5</b>        | <b>23,5 <sup>(2)</sup></b> | <b>0,49</b>  |               | <b>1,42</b>  | <b>8,39</b>  |
| <b>Free cash flow actualisés</b>                        | <b>M€</b> | <b>-5,00</b> | <b>-55,5</b>        | <b>21,7</b>                | <b>0,42</b>  |               | <b>1,13</b>  | <b>3,85</b>  |
| Capitaux investis                                       | €         | 8,76         | 67,9                | 83,5                       | 87,5         |               | 94,3         | 184          |

2. Including €40m of value from: i/ future value creation and ii/ owned assets unproductive of revenue and EBITDA in 2024

3. Incluant un incorporel de €10m lié à l'anticipation de création de valeur future.

## Somme des parties

|                                                                      | %<br>détenu | Technique<br>d'évaluation | Multiple<br>utilisé | Participation<br>à 100%<br>(M€) | Valorisation<br>participation<br>(M€) | En devise<br>par action<br>(€) | % des actifs<br>bruts |
|----------------------------------------------------------------------|-------------|---------------------------|---------------------|---------------------------------|---------------------------------------|--------------------------------|-----------------------|
| <b>GAV Hotels COURBET</b>                                            | 100 %       | GAV                       |                     | 116                             | 116                                   | 10,1                           | 100 %                 |
| Autre                                                                |             |                           |                     |                                 | 0,00                                  | 0,00                           | 0,00 %                |
| <b>Actif brut</b>                                                    |             |                           |                     |                                 | <b>116</b>                            | <b>10,1</b>                    | <b>100 %</b>          |
| Trésorerie/(dette) nette fin d'année                                 |             |                           |                     |                                 | -69,0 <sup>(1)</sup>                  | -6,00                          | -59,5 %               |
| Engagements donnés                                                   |             |                           |                     |                                 | 0,00                                  | 0,00                           | 0,00 %                |
| Engagements reçus                                                    |             |                           |                     |                                 |                                       |                                |                       |
| Somme des parties                                                    |             |                           |                     |                                 | 47,0                                  | 4,09                           | 40,5 %                |
| <b>Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)</b>            |             |                           |                     |                                 | <b>11,5</b>                           |                                |                       |
| <b>Somme des parties par action (€)</b>                              |             |                           |                     |                                 | <b>4,09</b>                           |                                |                       |
| <b>Décote du cours actuel par rapport à la somme des parties (%)</b> |             |                           |                     |                                 | <b>63,8</b>                           |                                |                       |

1. Debt corresponding to the cash out necessary to bring the entire portfolio to a stage of maturity allowing full exploitation

## Dettes

### Introduction

La structure de bilan de COURBET demeure déséquilibrée au 30 Juin 2022, bien que simple suite à la cession de son dernier actif en Août 2021. Suite à l'acquisition de l'ensemble immobilier de La Bourboule en Juin 2022, les comptes clos au 30 Juin 2022 (exercice fiscal 2021-22) devraient faire apparaître des fonds propres négatifs de €2m, un compte courant d'associé de même montant au profit du groupe OTT (supposition AlphaValue), un BFR non significatif (estimations AlphaValue) puis symétriquement des immobilisations de €1.5m (La Bourboule) ainsi qu'une dette vis-à-vis du groupe OTT de €1.5m. Le total de bilan serait ainsi porté à €1.6m. Nos estimations anticipent une conversion du compte courant d'actionnaires de €2m à sa valeur nominale en contrepartie d'actions nouvelles COURBET avant le 30 Juin 2023.

Face aux fonds propres négatifs de €2m à fin Juin 2022 et en l'absence de trésorerie, COURBET aura au 30 Juin 2022 une dette de €3.5m vis-à-vis du groupe OTT, actionnaire à 95% à même date. Nous estimons que ces créances sont une ressource à long terme. Nous anticipons leur conversion complète en capital (*debt to equity*) afin de favoriser l'obtention de financements bancaires.

### Financement bancaire

En ayant apporté €1.5m en trésorerie pour financer l'acquisition initiale (préalablement à la cession à COURBET), le groupe OTT a constitué un apport suffisant pour supposer l'adossage de la rénovation de La Bourboule €6-7m d'emprunts en plusieurs tranches, dont la première de €1-2m afin de livrer 40 chambres à ouvrir à l'été 2023 (printemps 2024 selon AlphaValue). Dans cette première étape, le LTV (exprimé en nominal) sera de seulement 50-55%. Les banques financeront vraisemblablement l'achèvement des travaux dans un second temps (tranches 2 et 3) à preuve du succès de la tranche 1. Nous n'excluons cependant pas des apports en capital complémentaires à l'avenir de la part du groupe OTT ou tout autre partenaire pour financer les acquisitions des projets 3 et au-delà. Sur Cannes, l'apport est de l'ordre de €3.6m face à une seconde tranche de travaux de l'ordre de €2.5m. Le ratio *Loan to Cost* serait ainsi nettement inférieur à 50%. Dans l'ensemble, le levier prévisionnel semble tout à fait raisonnable.

COURBET a évoqué la possibilité d'émission obligataire. Compte tenu de sa taille, nous excluons des tirages classiques (*green bonds* etc.) mais envisagerons des placements de petite taille (€10-20m) parallèlement aux acquisitions. Le coût de cette solution reste à évaluer (couple liquidité / taux à horizon 2025).

### Financement en fonds propres

En se basant sur l'ANR déclaré par COURBET en Juin 2022 (€1.20), la Société émettra environ 6m d'actions nouvelles, soit un doublement du nombre d'actions existant au 30 Juin 2022, pour rémunérer les différents apports et conversions de créances du groupe OTT (Cannes, La Bourboule). Le taux de détention du groupe OTT passerait mécaniquement de 95% à 89% du capital

au 31 Décembre 2022. Sans que l'annonce en eût encore été faite, nous intégrons ces émissions sur l'exercice 06/2023 compte tenu de leur caractère probable.

Même si quelques opérations opportunistes de promotion immobilière sont une option, notre hypothèse est que COURBET conservera à son bilan les actifs rénovés dans une logique patrimoniale à long terme. Sans compter sur la cession d'aucun hôtel, tout développement rapide de COURBET sur d'autres projets en 2023-26 nécessitera donc de lever de nouveaux fonds propres que nous scénariserons ultérieurement. Au-delà de 2026-28 (maturité sur La Bourboule et Cannes), COURBET pourra déployer son *free cash flow* capitalisé pour autofinancer une politique d'acquisition régulière jusqu'à une unité par an en optimisant son levier financier. La Société pourra recourir à l'avenir à des outils à dilution différée (quasi-fonds propres, engagement de blocage de compte courant à moyen terme, nantissement dudit compte courant au profit des banques, OC etc.). Suivant la vitesse de déploiement, l'acquisition de 8-10 hôtels additionnels (atteindre l'effet grappe de 10-12 unités) est une hypothèse crédible à une échéance 2030. Nette de la génération de trésorerie, une injection complémentaire de capital dur de l'ordre de €5-10m semble probable, soit la moitié de la capitalisation boursière à Novembre 2022.

### **Liquidité**

Pour l'heure, il n'existe pas à notre connaissance d'engagement ferme ou chiffré de l'actionnaire majoritaire de soutenir l'exploitation. COURBET ne bénéficie pas encore d'engagement de prêt ferme de banques en financement de la phase travaux à La Bourboule ou phase de 2 de rénovation à Cannes.

A La Bourboule, les autorisations administratives nécessaires et la planification des travaux pour une ouverture à l'été 2023 laissent présumer une autorisation de financement bancaire début 2023 sur des montants, durée et taux d'intérêt à connaître. Nos estimations scénarisent la mise en place de crédits travaux de €7m (hors crédit TVA) en trois tranches, décaissées progressivement entre 2022 et 2026-27.

A Cannes, nous attendons un financement bancaire de €2.0-2.5m tiré en 2023-24.

Le groupe OTT et M. Jean-François OTT en nom personnel sont à notre avis ensemble suffisamment solvables pour accompagner COURBET dans les projets connus à ce jour et assurer la liquidité de la Société.

Detailed financials at the end of this report

**Financement et liquidité**

|                                                            |           | 12/22A       | 12/23E       | 12/24E       | 12/25E       |
|------------------------------------------------------------|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBITDA                                                     | M€        | 0,06         | -0,02        | -0,55        | 3,60         |
| Cash flow des opérations                                   | M€        | 0,06         | -0,05        | -0,59        | 2,67         |
| <b>Fonds propres</b>                                       | <b>M€</b> | <b>0,72</b>  | <b>9,42</b>  | <b>8,40</b>  | <b>8,07</b>  |
| Dette brute                                                | M€        | 13,0         | 63,2         | 79,3         | 85,2         |
| + Trésorerie brute                                         | M€        | 5,81         | 9,50         | 8,95         | 10,5         |
| <b>= Dette nette / (trésorerie)</b>                        | <b>M€</b> | <b>7,20</b>  | <b>53,8</b>  | <b>70,3</b>  | <b>74,7</b>  |
| Autorisations de découvert non tirées                      | M€        | 0,00         | 0,00         | 0,00         |              |
| Ratio d'endettement                                        | %         | 744          | 324          | 739          | 899          |
| Fonds propres/Actif total (%)                              | %         | 9,08         | 14,9         | 10,7         | 9,75         |
| <i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>                       | <i>x</i>  | <i>41,2</i>  | <i>82,0</i>  | <i>526</i>   | <i>17,4</i>  |
| <i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>                       | <i>x</i>  | <i>74,3</i>  | <i>96,4</i>  | <i>593</i>   | <i>19,9</i>  |
| <i>Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds ...)</i> | <i>%</i>  | <i>94,8</i>  | <i>87,0</i>  | <i>90,4</i>  | <i>91,3</i>  |
| <i>Ebit cover</i>                                          | <i>x</i>  | <i>0,33</i>  | <i>-0,25</i> | <i>-3,03</i> | <i>0,61</i>  |
| <i>CF des opérations/dette brute</i>                       | <i>%</i>  | <i>0,42</i>  | <i>-0,08</i> | <i>-0,74</i> | <i>3,14</i>  |
| <i>CF des opérations/dette nette</i>                       | <i>%</i>  | <i>0,76</i>  | <i>-0,09</i> | <i>-0,84</i> | <i>3,58</i>  |
| <i>FCF/Dette brute ajustée</i>                             | <i>%</i>  | <i>-39,8</i> | <i>-87,8</i> | <i>-20,9</i> | <i>-5,08</i> |
| <i>(Trésor. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>         | <i>x</i>  |              | <i>-250</i>  | <i>-4,92</i> | <i>3,53</i>  |
| <i>FCF/Dette CT</i>                                        | <i>x</i>  |              | <i>-301</i>  | <i>-10,7</i> | <i>-2,47</i> |

## A Savoir

### Cotation sur un marché non réglementé

COURBET étant cotée sur Euronext Access, non réglementé (ex-Marché Libre), les actionnaires minoritaires ne bénéficient pas de la loi PACTE permettant la mise en œuvre d'un process OPR/RO (*squeeze out*) au profit d'un actionnaire détenant plus de 90% du capital. Les actionnaires bénéficient toutefois d'un *process* « d'offre volontaire de rachat » préalable à une radiation de la cote. Le groupe OTT détient 95% du capital à Juin 2022 et 89% estimés à fin 2022.

Nous n'avons pas été informés à ce stade de l'intérêt de COURBET de changer de segment au profit d'un marché réglementé. M. OTT a néanmoins informé vouloir faire de COURBET un véhicule patrimonial à long terme et désirer en conserver le contrôle majoritaire à un horizon prévisible.

### Fonds propres négatifs et report fiscal déficitaire

Les fonds propres de COURBET sont négatifs de €2m à fin 2021 pour un total de bilan de €0.2m. La structure précise du passif (dont dette liquide et exigible) n'est pas connue en détail à ce jour.

Les fonds propres négatifs suggèrent l'existence d'un report fiscal déficitaire. En l'état de l'information disponible, nous ne pouvons évaluer la possibilité matérielle d'utiliser ce report en déduction de profits futurs, ni les possibilités éventuelles de *carry back*. COURBET n'ayant eu aucune activité opérationnelle significative récemment, notre hypothèse est que les pertes connues sont liées à des titres participations et ne sont pas reportables ni utilisables. Nous retenons donc un taux d'IS normé dès l'année 1.

### Financement à court terme

Aux derniers comptes disponibles, la trésorerie disponible de COURBET était nulle. La continuité d'exploitation se doit d'être assurée par le groupe OTT (actionnaire de référence). Il n'y a à ce jour pas d'engagement ferme de financement reçu par COURBET qui soit public.

L'acquisition de l'ensemble immobilier de La Bourboule a été financée par crédit vendeur à 100%. Le créancier est le groupe OTT, détenant 95% du capital de COURBET. La structure financière sera selon nous assainie par une augmentation de capital globale de €7m à intervenir d'ici Juin 2023 : i/ conversion des créances d'actionnaires OTT (€2m) ; ii/ conversion de la créance La Bourboule OTT (€1.5m) ; iii/ rémunération de l'apport de Cannes (€2.4m partie OTT et €1.2m propriétaire originel).

### Financement à moyen terme

La phase travaux sur La Bourboule et Cannes est dépendante de l'obtention de crédits bancaires, subventions diverses ou d'un soutien significatif de l'actionnaire majoritaire via dette (compte courant d'actionnaires additionnel, obligations convertibles, capital). Le groupe OTT nous a assurés de son intention et de sa capacité à financer 100% du projet en fonds propres si nécessaire.

COURBET souhaite explorer la possibilité du financement obligataire (sec ou convertible). Compte tenu de la taille de la Société, nous envisagerons cette solution au-delà de la période d'amorçage de 2022-26. Nous privilégierons l'idée de financement fonds propres, bancaires, et quasi fonds propres classiques (OC, BSA) hors l'hypothèse favorable d'un placement obligataire souscrit dans la sphère OTT.

#### **Dilution ultérieure**

Au-delà des augmentations de capital à concurrence de c.€7m en 2022-23, tout projet significatif ou rapide à l'avenir nécessitera l'émission d'actions nouvelles. Si la dilution ne peut être évaluée à ce stade, l'actionnaire minoritaire actuel est à court terme protégé par le taux de détention du groupe OTT. Avec 95% du capital (Juin 2022), le prix d'émission par action est neutre pour lui et le risque de dilution significative pour le minoritaire est faible.

#### **Compte courant d'associé**

Au 31 Décembre 2021, nous estimons le compte courant d'associés à €2m (€2.9m au 30 Juin 2021 nets de €1.0m de produits de cession en Août 2021). Nous supposons que ce compte courant a été acquis par le groupe OTT à une valeur proche de zéro concomitamment à l'acquisition de 95% du capital de COURBET. COURBET n'en reste pas moins redevable de la valeur nominale.

Au-delà du crédit vendeur de €1.5m consenti par le groupe OTT pour l'acquisition de La Bourboule, ce compte courant représente une valeur nominale substantielle vis-à-vis des minoritaires (5% du capital à Juin 2022) et donc un risque de dilution. Aux fins d'apurement du bilan, il nous semble probable que ce compte courant sera converti en capital à sa valeur nominale, sur la base d'un prix par action nouvelle égal à l'ANR publié par COURBET en Juin 2022, soit €1.20 par action.

#### **Etats financiers consolidés, reporting**

La Société ne publie pas d'états financiers consolidés. Le logement des actifs dans des SPV dédiés (La Bourboule, Cannes) pourra nécessiter des comptes consolidés à partir de l'année fiscale close au 30 Juin 2023.

En cas de développement très rapide par acquisition-rénovation, la Société ne communique pas pour le moment sur la profondeur éventuelle d'un *reporting* analytique (P&L par actif etc.) permettant de valider la réussite du projet par étape.

#### **Risques généraux et spécifiques**

Les risques inhérents à tout projet immobilier ou hôtelier sont : i/ localisation et qualité de l'actif ; ii/ instruction et obtention des autorisations le cas échéant ; iii/ calendrier général de mise en œuvre et travaux ; iv/ conjoncture (aval : prix de marché à achèvement, amont : financements et taux) ; v/ gouvernance et vi/ qualité du locataire couplée à la durée ferme des baux.

Dans le cas de COURBET, les prix d'acquisition favorables diminuent en eux-mêmes significativement le risque global des projets, sans pour autant être garants à eux seuls de la valeur de l'actif à terme.

A ce stade, le Conseil d'administration ne dispose pas de larges pouvoirs aux fins d'augmenter le capital social par émission de titres et divers. Nous anticipons que le Conseil d'administration sollicitera de telles autorisations de l'Assemblée Générale.

#### Actionnaires

| Nom                            | % détenu | Dont<br>droits de votes | Dont<br>flottant |
|--------------------------------|----------|-------------------------|------------------|
| OTT Heritage                   | 88,0 %   | 88,0 %                  | 0,00 %           |
| Courbet Heritage Key Employees | 7,00 %   | 7,00 %                  | 0,00 %           |
| <b>Flottant</b>                |          |                         | <b>5,00 %</b>    |

## Sustainability

### Soutenabilité de l'activité

Par extension le modèle de développement peut être estimé soutenable. En *run rate* un hôtel consomme peu de ressources incrémentales. COURBET a l'opportunité de mettre en avant un tourisme durable en favorisant un tourisme vert par nature (type d'hébergement) ou de proximité (limitation d'émissions carbone).

### Reporting COURBET

L'activité de COURBET étant nulle, la société ne publie pas de rapport environnemental et n'a pas communiqué sur son intention d'en publier. Lors de la rénovation des actifs qu'il acquiert, COURBET souhaite développer les modes de chauffage alternatifs aux énergies fossiles. La modernisation de l'hôtel de Cannes passe ainsi par la végétalisation du toit alors que le Grand Hôtel de La Bourboule va bénéficier d'une chaudière au bois communale. La commune de La Bourboule dispose en effet d'un réseau de chaleur alimentant 70 bâtiments. La géothermie sera envisagée dans les cas les plus appropriés.

## Score de durabilité

La durabilité est constituée d'éléments analytiques contribuant au E, au S et au G, qui peuvent être mis en évidence comme précurseurs de la durabilité et peuvent être combinés de manière satisfaisante.

|                                                          | Score         | Poids       |
|----------------------------------------------------------|---------------|-------------|
| <b>Gouvernance</b>                                       |               |             |
| Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration | 0/10          | 25 %        |
| Diversité géographique du Conseil d'Administration       | 5/10          | 20 %        |
| Fonction de Chairman distincte de l'exécutif             | ✗             | 5 %         |
| <b>Environnement</b>                                     |               |             |
| Emissions CO <sup>2</sup>                                | 1/10          | 25 %        |
| Prélèvement d'eau                                        | 2/10          | 10 %        |
| <b>Social</b>                                            |               |             |
| Évolution de la dispersion des salaires                  | 0/10          | 5 %         |
| Satisfaction au travail                                  | 0/10          | 5 %         |
| Communication interne                                    | 0/10          | 5 %         |
| <b>Score de durabilité</b>                               | <b>1,5/10</b> | <b>100%</b> |

## Gouvernance & Management

COURBET a été jusqu'en 2022 détenue et gérée par le groupe DUMENIL (M. Alain DUMENIL et sa famille) via les sociétés PADIR et LAUREAN et également en direct par M. DUMENIL. Ce dernier a été administrateur de COURBET (et gérant de PADIR). Depuis 2003 COURBET a porté une participation de 100% dans les Editions de l'Herne, participation cédée en 2021 au groupe DUMENIL préalablement à la cession du contrôle de COURBET au groupe OTT. Notons que le groupe OTT et M. DUMENIL sont actuellement associés dans le capital de MyHotelMatch (ex-Foncière Paris Nord, ex-SPAC, MHM est suivi par AlphaValue, PFR) qui est extérieure au périmètre de COURBET et sans lien avec elle. Le groupe OTT a annoncé en Juin 2022 détenir 95% du capital et des droits de vote de COURBET. Le groupe OTT est dirigé et détenu par M. Jean-François OTT. A notre connaissance la famille DUMENIL ne détient plus d'actions COURBET. Le groupe DUMENIL ni aucun de ses représentants ne siègent plus au Conseil d'administration de COURBET.

Depuis Février 2022 et le remplacement complet du Conseil d'administration, ce dernier est constitué de trois membres proches du groupe OTT. Les fonctions de CEO et *Chairman* ne sont pas dissociées. Au sens de notre méthodologie, nous n'identifions pas d'administrateur indépendant. Outre M. OTT, P-DG, sont administrateurs : i/ M. Mickael BENMOUSSA et ; ii/ M. Emmanuel BLOUIN. M. BENMOUSSA est un entrepreneur, professionnel de l'immobilier. Il a auparavant été consultant, analyste, membre du Conseil d'administration et Président de Foncière Paris Nord (devenue MHM, groupe OTT). M. Emmanuel BLOUIN est fondateur de Esterel Capital LLP. Sa structure propose des services d'investissement et d'accompagnement au secteur immobilier (levées de fonds, apports, restructuration de dette etc.). Compte tenu de la taille de la Société, le Conseil d'administration n'accueille pas de Comité. La Gouvernance peut être jugée stable en raison du taux de détention du groupe OTT.

## Score de gouvernance

Société (Secteur)

4,5<sub>(6,5)</sub>

Independent board

Non

| Paramètres                                                       | Société | Secteur | Score         | Poids          |
|------------------------------------------------------------------|---------|---------|---------------|----------------|
| Nombre de membres du Conseil d'Administration                    | 4       | 10      | 10/10         | 5,0 %          |
| Féminisation du Conseil d'Administration (%)                     | 0       | 40      | 1/10          | 5,0 %          |
| Diversité géographique du Conseil d'Administration (%)           | 75      | 61      | 5/10          | 10,0 %         |
| Age moyen des membres du CA                                      | 51      | 59      | 10/10         | 5,0 %          |
| Type de société : Small cap, contrôlée                           |         |         | 4/10          | 10,0 %         |
| Taux de membres indépendants du Conseil d'Administration         | 0       | 40      | 0/10          | 20,0 %         |
| Une Action, un droit de vote                                     |         |         | ✓             | 10,0 %         |
| Fonction de Chairman distincte de l'exécutif                     |         |         | ✗             | 0,0 %          |
| Le Chairman n'est pas un ancien membre du comité de direction    |         |         | ✗             | 5,0 %          |
| Transparence totale des rémunérations du comité de direction     |         |         | ✗             | 5,0 %          |
| Transparence des seuils à atteindre avant attribution de bonus   |         |         | ✗             | 5,0 %          |
| Le comité des rémunérations rapporte au Conseil d'Administration |         |         | ✗             | 5,0 %          |
| Statuts intelligibles et simples                                 |         |         | ✓             | 15,0 %         |
| <b>Score de gouvernance</b>                                      |         |         | <b>4,5/10</b> | <b>100,0 %</b> |

## Management

| Nom                 |   | Fonction                                                                                              | Date de naissance | Date d'entrée | Date de sortie | Salaire, in k€ (year) |                        |
|---------------------|---|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------|---------------|----------------|-----------------------|------------------------|
|                     |   |                                                                                                       |                   |               |                | Trésorerie            | Rémunération en titres |
| Jean-François OTT   | M |  DG                | 1965              | 2021          |                | 0,00 (2024)           | 0,00 (2024)            |
| Michaël BENMOUSSA   | M |  DG Adjoint        | 1983              | 2023          |                | 0,00 (2024)           | 0,00 (2024)            |
| Philippe DELAVALLEE | M |  DG Adjoint        | 1990              | 2023          |                | 0,00 (2024)           | 0,00 (2024)            |
| Brad TAYLOR         | M |  General Secretary | 1973              | 2024          |                | 0,00 (2024)           | 0,00 (2024)            |

## Conseil d'administration

| Nom               |   | Indep.                                                                                | Fonction  | Fin du mandat actuel | Date de naissance | Date d'entrée | Date de sortie | Jetons de présence, en k€ (année) | Valeur des titres, en k€ (année) |
|-------------------|---|---------------------------------------------------------------------------------------|-----------|----------------------|-------------------|---------------|----------------|-----------------------------------|----------------------------------|
|                   |   |                                                                                       |           |                      |                   |               |                |                                   |                                  |
| Jean-François OTT | M |  ✗ | Président | 2027                 | 1965              | 2021          |                | 0,00 (2024)                       | 20 248 (2024)                    |
| Michaël BENMOUSSA | M |  ✗ | Membre    | 2027                 | 1983              | 2021          |                | 0,00 (2024)                       | 660 (2024)                       |
| Emmanuel BLOUIN   | M |  ✗ | Membre    | 2027                 | 1972              | 2021          |                | 0,00 (2024)                       | 400 (2024)                       |
| Brad TAYLOR       | M |  ✗ | Membre    | 2030                 | 1973              | 2024          |                | 0,00 (2024)                       | (2024)                           |

## Environnement

### Impact direct

En tant que métier de services (hôtellerie), l'impact sur l'environnement scope 1 & scope 2 est réduit au fonctionnement : énergie (électricité voire fossile pour le chauffage, essentiellement) et divers (eau consommée par les clients, déchets générés). Nous considérons par ailleurs que l'entièreté de la responsabilité environnementale revient au consommateur final. COURBET n'a pas annoncé à ce stade de stratégie visant à prendre en compte la réduction de son empreinte environnementale dans son projet de mise à niveau des actifs (isolation thermique, chauffage, recyclage des déchets etc.).

### Impact indirect

La reprise d'un actif existant à remettre à niveau est en elle-même porteuse d'une charge carbone évitée vs. construction d'un établissement d'hébergement neuf. Cette dépense évitée n'est pas ici valorisée. Cette stratégie pourrait par extension être considérée comme avoir un impact positif sur l'environnement. A contrario, n'est pas comptabilisée la dépense carbone « de grand père » résultant de la construction originelle des actifs (bétons, métaux, artificialisation des sols etc.). A long terme, nous n'anticipons pas que cette dépense originelle ait à être compensée.

De par sa localisation, COURBET va promouvoir par nature un modèle d'hébergement de proximité fréquenté par une clientèle essentiellement nationale, avec le faible impact environnemental corrélatif vs. destinations lointaines.

### Reporting environnemental COURBET

L'activité de COURBET étant embryonnaire, la Société ne publie pas de rapport environnemental et ne communique pas sur son intention d'en publier. Elle ne publie pas de prévisions d'émissions de toutes natures. Les productions de déchets et la consommation d'eau en scopes 1 & 2 peuvent néanmoins être anticipées comme faibles en masse, même en phase de maturité du projet.

## Score d'Environnement

Ensembles de données évalués en tant que tendances sur un calendrier glissant, en fonction du secteur

| Paramètres                   | Score      | Secteur | Poids       |
|------------------------------|------------|---------|-------------|
| Emissions CO <sup>2</sup>    | 1/10       | 4/10    | 30 %        |
| Prélèvement d'eau            | 2/10       | 4/10    | 30 %        |
| Energie                      | 1/10       | 4/10    | 25 %        |
| Déchets                      | 2/10       | 3/10    | 15 %        |
| <b>Score d'Environnement</b> | <b>1,5</b> |         | <b>100%</b> |

Société (Secteur)

**1,5** (3,9)

## Paramètres environnementaux

|                                                     | Société |      |      |      |      | Secteur |
|-----------------------------------------------------|---------|------|------|------|------|---------|
|                                                     | 2021    | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2024    |
| Énergie (GJ) par million d'euros de capital employé | n/a     | n/a  | n/a  | n/a  |      | 250     |
|                                                     |         | 1,2  | 1,2  | 1,3  | 1,5  | 4,1     |

|                                                                    |     |     |     |     |     |
|--------------------------------------------------------------------|-----|-----|-----|-----|-----|
| Tonnes de déchets générés par million d'euros de capitaux employés | n/a | n/a | n/a | n/a | 14  |
| Mètre cube d'eau prélevée par million d'euros de capitaux employés | n/a | n/a | n/a | n/a | 494 |

## Données sectorielles

| Société                       | Pays                                                                              | Score d'Environnement | Energie (totale, GJ) | Emissions CO2 (tonnes) | Prélèvement d'eau (m3) | Déchets (total, tonnes) |
|-------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|----------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|
| Entain                        |  | 8/10                  | 474 399              | 34 881                 | n/a                    | 3 590                   |
| FDJ United                    |  | 9/10                  | 105 325              | 2 720                  | n/a                    |                         |
| Evolution AB                  |  | 6/10                  | 95 191               | 4 667                  | n/a                    | n/a                     |
| <b>Courbet Héritage</b>       |  | <b>1/10</b>           | <b>n/a</b>           |                        | <b>n/a</b>             | <b>n/a</b>              |
| AccorHotels                   |  | 3/10                  | 48 790 976           | 3 306 000              | 62 000 000             | 219 650                 |
| Compass                       |  | 6/10                  | 3 124 696            | 212 288                |                        |                         |
| OPAP                          |  | 10/10                 | n/a                  | 3 094                  | n/a                    | n/a                     |
| Sodexo                        |  | 8/10                  | 1 856 772            | 111 411                | 3 046 600              |                         |
| TUI Group                     |  | 2/10                  | 84 093 487           | 6 089 710              |                        | 91 217                  |
| Intercontinental Hotels Group |  | 2/10                  | 54 122 155           | 2 585 285              | 125 497 182            | n/a                     |
| Whitbread                     |  | 8/10                  | 2 304 406            | 139 891                | 5 006 000              | 44 900                  |
| Mitchells & Butlers           |  | 5/10                  | 2 650 909            | 151 237                |                        |                         |
| Flutter Entertainment         |  | 6/10                  | n/a                  | 19 754                 | n/a                    | n/a                     |
| Melia Hotels International    |  | 7/10                  | 1 709 988            | 134 063                | 9 076 101              | 26 474                  |
| J D Wetherspoon               |  | 5/10                  | 1 361 644            | 93 788                 |                        | 52 781                  |
| Elior                         |  | 8/10                  | 403 118              | 34 900                 | 243 649                |                         |

## Social

### Equipe

Outre le Board, il n'existe pas à ce stade d'équipe de gestion constituée. Le nombre des salariés directs de la Société est nul à Juin 2022. Avec le lancement de l'hôtel de La Bourboule, hors Cannes, nous anticipons une montée en puissance du nombre des salariés jusques environ 65 personnes à horizon 2028 (130 chambres). Ce chiffre intègre l'équivalent de personnel pouvant opérer à l'avenir en sous-traitance au sein du groupe OTT pour les fonctions support (commercialisation, *backoffice*, comptabilité etc.). A atteinte d'une plateforme de 10-12 hôtels, le groupe comptera plusieurs centaines d'employés.

### Reporting social COURBET

L'activité de COURBET étant nulle à ce stade, la Société ne publie pas de rapport social. Les politiques de rémunération ne sont pas connues à ce jour, ni leur structure (interne / externe à COURBET). A notre connaissance, il n'existe pas de conventions réglementées particulières.

### Social score

Société (Secteur)

**1,6** <sub>(6,2)</sub>

### Paramètres Quantitatifs (67 %)

Ensemble de mesures numériques liées au personnel, disponibles dans le modèle propriétaire AlphaValue, visant à établir un classement sur les questions sociales et de ressources humaines.

| Paramètres                                                    | Score         | Poids       |
|---------------------------------------------------------------|---------------|-------------|
| Evolution du personnel total                                  | 5/10          | 20 %        |
| Evolution du salaire moyen                                    | 1/10          | 35 %        |
| Part de la valeur ajoutée absorbée par les frais de personnel | 1/10          | 25 %        |
| Part de la valeur ajoutée absorbée par les impôts             | 1/10          | 20 %        |
| Évolution de la dispersion des salaires                       | 0/10          | 0 %         |
| Bonus Effectif et Retraites (0 ou 1)                          | 0             |             |
| <b>Quantitative score</b>                                     | <b>1,8/10</b> | <b>100%</b> |

### Paramètres Qualitatifs (33 %)

Ensemble de critères qualitatifs, à cocher par l'analyste

| Paramètres                            | Score         | Poids       |
|---------------------------------------|---------------|-------------|
| Accidents du travail                  | 0/10          | 25 %        |
| Developpement des ressources humaines | 3/10          | 35 %        |
| Paye                                  | 0/10          | 20 %        |
| Satisfaction au travail               | 0/10          | 10 %        |
| Communication interne                 | 0/10          | 10 %        |
| <b>Score Qualitatif</b>               | <b>1,1/10</b> | <b>100%</b> |

Les analystes d'AlphaValue cochent des cases sur les composantes essentielles de la vie sociale et des ressources humaines de l'entreprise.

La décision de cocher Oui ou Non est en grande partie une évaluation qui combine la communication de l'entreprise sur la question pertinente et le meilleur jugement de l'analyste à partir de son expérience.

### Score Qualitatif

| Paramètres                                                                                     | Oui  / Non  | Poids         |
|------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|
| <b>Accidents du travail</b>                                                                    |                                                                                                                                                                               | <b>25 %</b>   |
| Des objectifs ont-ils été fixés sur tous les sites du groupe?                                  |                                                                                              | 10,0 %        |
| Les accidents du travail sont-ils en diminution?                                               |                                                                                              | 15,0 %        |
| <b>Developpement des ressources humaines</b>                                                   |                                                                                                                                                                               | <b>35 %</b>   |
| Les compétences nécessaires pour atteindre les objectif du groupe sont-elles identifiées       |                                                                                              | 3,5 %         |
| Existe-t-il un plan de recrutement à moyen terme (2 à 5 ans)                                   |                                                                                              | 3,5 %         |
| Existe-t-il une stratégie de formation pour atteindre les objectifs fixés par la société?      |                                                                                              | 3,5 %         |
| Les salariés sont-ils formés aux objectifs de demain?                                          |                                                                                              | 3,5 %         |
| Tous les salariés ont-ils accès à la formation?                                                |                                                                                              | 3,5 %         |
| Le groupe n'a pas fait de plan social ou tout autre forme licenciement économique sur l'année? |                                                                                              | 3,5 %         |
| Les talents sont-ils restés?                                                                   |                                                                                              | 3,5 %         |
| Les managers ont-ils des objectifs de management?                                              |                                                                                              | 3,5 %         |
| Si oui, les résultats sont-ils pris en compte pour la réévaluation salariale?                  |                                                                                              | 3,5 %         |
| La mobilité interne entre les différentes unités du groupe est-elle encouragée?                |                                                                                              | 3,5 %         |
| <b>Paye</b>                                                                                    |                                                                                                                                                                               | <b>20 %</b>   |
| Existe-t-il un comité de rémunération ?                                                        |                                                                                              | 6,0 %         |
| La rémunération variable prend-t-elle en compte la performance du groupe et celle du salarié?  |                                                                                              | 14,0 %        |
| <b>Satisfaction au travail</b>                                                                 |                                                                                                                                                                               | <b>10 %</b>   |
| Existe-t-il une mesure de la satisfaction des salariés?                                        |                                                                                            | 3,3 %         |
| Chacun peut-il y participer?                                                                   |                                                                                            | 3,4 %         |
| Y a-t-il un plan d'action pour améliorer le moral des salariés?                                |                                                                                            | 3,3 %         |
| <b>Communication interne</b>                                                                   |                                                                                                                                                                               | <b>10 %</b>   |
| La stratégie et les objectifs du groupe sont-ils disponibles pour tous les salariés?           |                                                                                            | 10,0 %        |
| <b>Score Qualitatif</b>                                                                        | <b>1,1/10</b>                                                                                                                                                                 | <b>100.0%</b> |

## Effectifs et retraites

La Société n'ayant pas d'activité opérationnelle, son effectif est nul. La rémunération du P-DG nommé en 2022 n'est pas publique à ce jour. La future politique de rémunération des membres du Board et du Président n'est pas connue. Nous anticipons que le Président et les membres du Board ne seront pas rémunérés.

## Equipe

La future équipe de gestion n'est pas constituée à ce jour. Le groupe OTT dispose de ressources permettant de soutenir la constitution d'une équipe ou d'allouer des ressources via partage de salariés au besoin. Le taux de chômage à La Bourboule est élevé (environ 14%). De ce fait, nous n'anticipons pas de difficultés de recrutement majeures pour ce qui est de l'ouverture de l'hôtel. Nous n'anticipons pas de difficultés de recrutement à Cannes avec en revanche des salaires supérieurs.

## Reporting social COURBET

L'activité COURBET étant nulle, la société ne publie pas de rapport social. L'activité future de COURBET consiste en des services purs. Il n'existe pas de plan de recrutement qui soit public.

## Recent updates

**18/11/2024**

### **Project of merger with MHM**

M&A /Corp. Action

**MyHotelMatch, a company in the Ott galaxy, announces a merger project with Courbet Heritage.**

### **Actualité**

- MHM may acquire Courbet Heritage.
- Regulatory approval is required.

### **Analyse**

#### **Governance**

Courbet Heritage is nearly entirely owned by the Ott family. MHM has less than 30% ownership by the Ott family. Given the valuation advantage of Courbet Heritage, the Ott family's stake in NewMHM would exceed 30% if the transaction were fully compensated with MHM new shares, necessitating a waiver from the French AMF. Regardless, we expect the Ott family to maintain significant influence over NewMHM, which will become their primary listed SPV. This transaction will effectively move Courbet Heritage shares from the OTC market to the regulated Euronext market, where MHM is currently listed, enhancing transparency for Courbet Heritage's minority shareholders.

#### **Economic implications**

Economically, Courbet Heritage will become MHM's primary activity, as MHM's main business, the Conciergerie, has been sold. Essentially, NewMHM will closely resemble Courbet Heritage's current economic structure.

#### **Transaction**

The specifics of the merger are currently unknown. In a 100% share deal, the exchange terms must be evaluated. If a cash component is included, it will provide clarity on the valuation of Courbet Heritage shares.

### **Impact**

The merger project does not require changes to our assumptions about Courbet Heritage. Courbet Heritage should disclose information about its portfolio to clarify the valuation.

Courbet's portfolio requires significant investment in works, along with details on the timeline for planning authorisations and the economic parameters of the investments, such as rents, yield on cost, financing and the business model of each asset.

**24/10/2024**

### **Changement d'opinion, lié aux mouvements sur les marchés, de Vente à Achat**

**19/08/2024****Mise à jour préliminaire****Changement d'Opinion**

Accumuler vs Vente

En attendant plus de détails sur le programme des travaux, leur financement, leur calendrier et un certain nombre d'autres informations, nous mettons à jour notre modèle pour tenir compte principalement : i/ de l'intégration de l'hôtel Mozart à Prague et du Christ Roi de Lourdes ainsi que ii/ de la relation résultant de l'augmentation de capital de €20m (immédiate de €9m en 2024 et différée via ORA pour le solde). Compte tenu des attentes de COURBET AM en termes de création de valeur à l'avenir, nous recommandation est positive.

**Changement d'Objectif de cours**

€ 3,98 vs 1,50

**+165 %**

L'objectif de cours est revu en forte hausse en raison de l'effet relatif d'augmentations de capital substantielles réalisées à €3.40 en 2024 et €4.0 ultérieurement (via ORA). Le modèle sera révisé d'ici fin 2024, qui donnera lieu à un changement de la date de clôture d'exercice au 31 Décembre 2024. Cela ne devrait pas impacter sensiblement notre objectif de cours.

Les estimations sont réalisées sur une base opérationnelle : elles intègrent une exploitation de l'ensemble des hôtels afin de donner une image de l'ensemble du périmètre. Elles seront ajustées lors du démarrage effectif des contrats d'hôtel management.

**Changement d'EPS**

2023 : € -0,03 vs -0,01

ns

2024 : € -0,09 vs 0,00

ns

Compte tenu d'une contribution encore faible des actifs aux revenus et à l'EBITDA en 2024-25, nos estimations d'EPS sont faiblement modifiées. Le nombre de titres a été ajusté des émissions d'actions récentes dans le cadre des augmentations de capital de 2024. Notre séquence d'EPS n'intègre pas l'effet de la conversion des ORA qui créera 24% d'actions supplémentaires à un horizon pour l'instant indéterminé.

**Changement de NAV**

€ 4,09 vs 1,51

**+171 %**

Nous révisons notre GAV afin de tenir compte d'une valorisation de l'hôtel Mozart de €73m d'ici 2026. Sa valeur sera alors révisée (objectif de valorisation de la Société : €90-100m) en fonction des paramètres économiques en vigueur. Sont ajoutées les valeurs à maturité de l'ensemble des autres actifs, post travaux à La Bourboule, Cannes et Lourdes à l'issue d'un important programme de travaux.

En regard, la dette utilisée dans notre SOTP correspond au cash out prévisionnel complet (AV est.) lié à ce programme de travaux qui permettra de pleinement valoriser les actifs. Notre NAV est proche du strike des ORA, soit €4.0 par action ce qui est intuitivement cohérent.

**Changement de DCF**

€ 3,64 vs 1,47

**+148 %**

Les paramètres généraux de notre DCF sont inchangés (beta, « g », etc.). L'évolution de notre valorisation par DCF résulte de l'accroissement des flux en bonne partie lié à l'hôtel Mozart à Prague, ainsi que du financement relatif par fonds propres jusqu'ici. Le résultat de notre DCF est proche du strike des ORA, soit €4.0 par action ce qui est intuitivement cohérent.

## Cours & Objectif de cours

## Bénéfices par action et Opinion

## Momentum

L'analyse par le momentum consiste à évaluer la tendance boursière sur un instrument financier, à partir de l'analyse des flux d'échanges sur cet instrument. Les principaux indicateurs utilisés dans notre outil de momentum sont les moyennes mobiles simples sur 3 échelles de temps : le court terme (20 jours de bourse), le moyen terme (50j) et le long terme (150j).

Le positionnement de ces moyennes mobiles les unes par rapport aux autres nous indique l'orientation des flux sur ces 3 échelles de temps. Par exemple si les moyennes mobile courtes et intermédiaires sont au dessus de la moyenne longue cela détermine une orientation haussière à confirmer.

Nous prenons également en compte la position du dernier cours de bourse par rapport aux trois moyennes mobiles (indicateur avancé) ainsi que la dynamique de ces 3 moyennes -baissière, neutre, haussière- qui est plutôt un indicateur retardé.

Les indications directionnelles données par les flux au travers des moyennes mobiles et les cours doivent être confirmées par les volumes pour valider le signal. Nous utilisons pour cela un calcul de hausse moyenne des volumes sur 10 semaines complété par un calcul relatif sur les volumes à la hausses et les volumes à la baisse pour valider nos analyses

 : Momentum fortement positif correspondant a une tendance haussière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

 : Momentum plutôt positif correspondant à une orientation globalement haussière des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-achat ou par l'absence de volumes.

 : Momentum plutôt négatif correspondant à une orientation neutre ou baissières des moyennes mobiles, atténué par une situation de sur-vente ou par l'absence de volumes.

 : Momentum fortement négatif correspondant à une tendance baissière des moyennes mobiles sur toutes les échelles de temps, confirmée par les volumes.

## Moyenne mobile MACD & Volume

### Euro sensibilité

### German Baseload sensibilité

### Long-term interest rates sensibilité

### Secteur Hôtels, Restaurants, Loisirs

## Données financières

### Clefs de valorisation

|                                          |          | 12/22A       | 12/23E      | 12/24E       | 12/25E      |
|------------------------------------------|----------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| <b>PER ajusté</b>                        | <b>x</b> | <b>-40,1</b> | <b>ns</b>   | <b>-34,6</b> | <b>ns</b>   |
| PER publié                               | x        | -46,7        | -74,5       | -34,6        | -50,6       |
| <b>VE/EBITDA(R)</b>                      | <b>x</b> | <b>94,8</b>  | <b>ns</b>   | <b>ns</b>    | <b>22,5</b> |
| EV/EBIT                                  | x        | ns           | ns          | ns           | ns          |
| EV/Sales                                 | x        | 20,8         | 24,7        | 26,0         | 7,36        |
| <b>P/ANC</b>                             | <b>x</b> | <b>11,9</b>  | <b>2,39</b> | <b>4,19</b>  | <b>2,11</b> |
| <b>Rendement du dividende</b>            | <b>%</b> | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b> | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b> |
| <i>Rendement du cash flow disponible</i> | %        | -60,7        | -247        | -47,1        | -25,4       |
| Cours moyen                              | €        | 0,96         | 1,96        | 3,06         | 1,48        |

## Compte d'exploitation consolidé

|                                                        |           | 12/22A       | 12/23E              | 12/24E       | 12/25E       |
|--------------------------------------------------------|-----------|--------------|---------------------|--------------|--------------|
| Chiffre d'affaires                                     | M€        | 0,80         | 3,28 <sup>(4)</sup> | 4,24         | 13,1         |
| Croissance du CA                                       | %         | ns           | 312                 | 29,3         | 209          |
| CA par employé                                         | k€        | 796          | 27,3                | 30,8         | 36,9         |
| Croissance organique                                   | %         | 0,00         | 312                 | 29,3         | 209          |
| Nombre de chambres                                     | Chambres  | 50           | 230                 | 255          | 410          |
| Nombre d'hôtels                                        | Hotels    | 2            | 2                   | 3            | 4            |
| Achats et coûts externes (incl. IT)                    | M€        | 0,62         | 0,80                | 1,00         | 2,43         |
| Coûts de personnel                                     | M€        | 0,00         | -1,82               | -3,11        | -6,40        |
| Loyers de location opérationnelle                      | M€        | -0,12        | -0,67               | -0,68        | -0,68        |
| Coût des ventes (indicatif)                            | M€        | -0,62        | -0,80               | -1,00        | -2,43        |
| <b>EBITDA</b>                                          | <b>M€</b> | <b>0,06</b>  | <b>-0,02</b>        | <b>-0,55</b> | <b>3,60</b>  |
| EBITDA(R)                                              | M€        | 0,18         | 0,66                | 0,13         | 4,28         |
| Marge d'EBITDA(R)                                      | %         | 22,0         | 20,0                | 3,15         | 32,7         |
| EBITDA(R) par employé                                  | k€        | 175          | 5,47                | 0,97         | 12,1         |
| Dotations aux amortissements                           | M€        | 0,00         | -0,25               | -0,43        | -3,01        |
| Dotations aux amortissements/CA                        | %         | -0,13        | 7,75                | 10,1         | 23,0         |
| Dépréciations                                          | M€        | 0,00         | 0,00                | 0,00         | 0,00         |
| dont amortissement des concessions                     | M€        | 0,00         | 0,00                | 0,00         | 0,00         |
| Dotations aux provisions                               | M€        | 0,00         | 0,00                | 0,00         | 0,00         |
| Reprises de provision                                  | M€        | 0,00         | 0,00                | 0,00         | 0,00         |
| <b>Résultat opérationnel courant</b>                   | <b>M€</b> | <b>0,06</b>  | <b>-0,27</b>        | <b>-0,98</b> | <b>0,59</b>  |
| Marge opérationnelle courante                          | %         | 7,04         | -8,30               | -23,0        | 4,49         |
| Autres revenus/dépenses (cash)                         | M€        | 0,00         | 0,00                | 0,00         | 0,00         |
| Autres rev./dép. (non cash; incl. réévaluat° d'actifs) | M€        | 0,00         | 0,00                | 0,00         | 0,00         |
| Valeur actuelle des instruments d'exploitation         | M€        | 0,00         | 0,00                | 0,00         | 0,00         |
| Résultat des JV                                        | M€        | 0,00         | 0,00                | 0,00         | 0,00         |
| Dividendes versés par les JV                           | M€        | 0,00         | 0,00                | 0,00         | 0,00         |
| Cash flow provenant des JV                             | M€        | 0,00         | 0,00                | 0,00         | 0,00         |
| Dépréciation des survaleurs                            | M€        | 0,00         | 0,00                | 0,00         | 0,00         |
| <b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>                  | <b>M€</b> | <b>0,06</b>  | <b>-0,27</b>        | <b>-0,98</b> | <b>0,59</b>  |
| Charges financières                                    | M€        | -0,27        | -0,08               | -0,05        | -1,10        |
| dont effectivement décaissé                            | M€        | 0,00         | -0,08               | -0,05        | -1,10        |
| Produits financiers                                    | M€        | 0,03         | 0,00                | 0,00         | 0,00         |
| Autres produits (charges) financiers                   | M€        | 0,00         | 0,00                | 0,00         | 0,00         |
| <b>Résultat financier net</b>                          | <b>M€</b> | <b>-0,24</b> | <b>-0,08</b>        | <b>-0,05</b> | <b>-1,10</b> |
| dont services des engagements de retraites             | M€        |              | 0,00                | 0,00         | 0,00         |
| <b>Profits avant impôts et exceptionnels</b>           | <b>M€</b> | <b>-0,18</b> | <b>-0,35</b>        | <b>-1,03</b> | <b>-0,51</b> |
| Eléments exceptionnels et autres (avant impôts)        | M€        | 0,00         | 0,00                | 0,00         | 0,00         |
| dont composante cash                                   | M€        | 0,00         | 0,00                | 0,00         | 0,00         |
| Impôt courant                                          | M€        | 0,00         | 0,05                | 0,01         | 0,17         |
| Déficits fiscaux reportables                           | M€        | 0,00         | 0,00                | 0,00         | 0,00         |
| Impôts différés                                        | M€        | 0,00         | 0,00                | 0,00         | 0,00         |
| <b>Impôts sur les sociétés</b>                         | <b>M€</b> | <b>0,00</b>  | <b>0,05</b>         | <b>0,01</b>  | <b>0,17</b>  |
| Taux d'imposition                                      | %         | 0,00         | 14,8                | 1,06         | 34,0         |
| Marge nette                                            | %         | -23,0        | -9,22               | -24,0        | -2,57        |
| Mises en équivalence                                   | M€        | 0,00         | 0,00                | 0,00         | 0,00         |
| Dividendes reçus des mises en équivalences             | M€        | 0,00         | 0,00                | 0,00         | 0,00         |
| Intérêts minoritaires                                  | M€        | 0,00         | 0,00                | 0,00         | 0,00         |
| dividendes versés aux minoritaires                     | M€        | 0,00         | 0,00                | 0,00         | 0,00         |
| Résultat des activités destinées à être cédées         | M€        | 0,00         | 0,00                | 0,00         | 0,00         |
| <b>Résultat net pdg</b>                                | <b>M€</b> | <b>-0,18</b> | <b>-0,30</b>        | <b>-1,02</b> | <b>-0,34</b> |
| Dépréciation des survaleurs                            | M€        | 0,00         | 0,00                | 0,00         | 0,00         |
| Autres ajustements                                     | M€        | 0,00         | 0,00                | 0,00         | 0,00         |
| <b>Résultat net ajusté, pdg</b>                        | <b>M€</b> | <b>-0,18</b> | <b>-0,30</b>        | <b>-1,02</b> | <b>-0,34</b> |

4. The initial fiscal year ending June 30, 2024 (12 months) was extended to December 31, 2024 (i.e. 18 months) by decision of the AGM of June 2024

|                           |    |       |       |       |       |
|---------------------------|----|-------|-------|-------|-------|
| Economie d'intérêts       | M€ | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  |
| Résultat corrigé et dilué | M€ | -0,18 | -0,30 | -1,02 | -0,34 |
| NOPAT                     | M€ | 0,04  | -0,20 | -0,73 | 0,44  |

**Tableau de financement**

|                                                             |           | 12/22A       | 12/23E       | 12/24E       | 12/25E       |
|-------------------------------------------------------------|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBITDA                                                      | M€        | 0,06         | -0,02        | -0,55        | 3,60         |
| Variation du BFR                                            | M€        | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| <i>dont (augm.)/dimin. des créances clients</i>             | M€        | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| <i>dont (augm.)/dimin. des stocks</i>                       | M€        | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| <i>dont augm./(dimin.) des dettes fournisseurs</i>          | M€        | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| <i>dont augm./(dimin.) autres dettes</i>                    | M€        | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| Dividendes reçus des mises en équivalence                   | M€        | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| Impôt payé                                                  | M€        | 0,00         | 0,05         | 0,01         | 0,17         |
| Éléments exceptionnels                                      | M€        | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| Autres cash flows d'exploitation                            | M€        | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| <b>Cash flows d'exploitation total</b>                      | <b>M€</b> | <b>0,06</b>  | <b>0,03</b>  | <b>-0,54</b> | <b>3,77</b>  |
| Investissements matériels                                   | M€        | -5,00        | -55,5        | -16,0        | -7,00        |
| <i>Investissements / dotations aux amortissements</i>       | %         | -500 000     | 21 836       | 3 721        | 233          |
| Acquisitions de titres                                      | M€        | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| Autres flux d'investissement                                | M€        | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| <b>Flux d'investissement net</b>                            | <b>M€</b> | <b>-5,00</b> | <b>-55,5</b> | <b>-16,0</b> | <b>-7,00</b> |
| Charges financières nettes                                  | M€        | -0,24        | -0,08        | -0,05        | -1,10        |
| <i>dont compensante cash</i>                                | M€        | 0,00         | -0,08        | -0,05        | -1,10        |
| <b>Dividendes (maison mère)</b>                             | <b>M€</b> | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  |
| Dividendes payés aux minoritaires                           | M€        | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| <b>Augmentation de capital</b>                              | <b>M€</b> | <b>3,00</b>  | <b>9,00</b>  | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  |
| <i>dont (achat)/vente d'actions d'autocontrôle</i>          | M€        | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| (Aug.)/réduction de la dette nette                          | M€        | 0,00         | 50,2         | 16,0         | 5,88         |
| Autres flux financiers                                      | M€        | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| <b>Flux financiers totaux</b>                               | <b>M€</b> | <b>3,00</b>  | <b>59,2</b>  | <b>16,0</b>  | <b>4,78</b>  |
| Variations de périmètre                                     | M€        | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| Variation de la trésorerie                                  | M€        | -1,94        | 3,69         | -0,55        | 1,55         |
| Variation de la dette nette                                 | M€        | -1,94        | -46,5        | -16,6        | -4,33        |
| <b>Cash flow disponible (avant div)</b>                     | <b>M€</b> | <b>-5,18</b> | <b>-55,5</b> | <b>-16,6</b> | <b>-4,33</b> |
| <b>Cash flow opérationnel</b>                               | <b>M€</b> | <b>0,06</b>  | <b>0,03</b>  | <b>-0,54</b> | <b>3,77</b>  |
| <i>Taux de réinvestissement (invest./Immo. corporelles)</i> | %         | 63,1         | 87,9         | 20,3         | 8,46         |

| Bilan                                                      |    | 12/22A | 12/23E | 12/24E | 12/25E |
|------------------------------------------------------------|----|--------|--------|--------|--------|
| Survaleurs                                                 | M€ |        |        |        |        |
| Total actif incorporel                                     | M€ | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| Immobilisations corporelles                                | M€ | 7,92   | 63,2   | 78,7   | 82,7   |
| Immobilisations financières (invest. LT dans des sociétés) | M€ |        |        |        |        |
| Autres immo. financières (optique de placement)            | M€ |        |        |        |        |
| BFR                                                        | M€ | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| dont clients (+)                                           | M€ |        |        |        |        |
| dont stocks (+)                                            | M€ |        |        |        |        |
| dont fournisseurs (+)                                      | M€ |        |        |        |        |
| dont engagements courants (+)                              | M€ |        |        |        |        |
| Autres actifs courants                                     | M€ |        |        |        |        |
| dont actifs d'impôts                                       | M€ |        |        |        |        |
| Actif total (net des engagements CT)                       | M€ | 7,92   | 63,2   | 78,7   | 82,7   |
| Capitaux propres part du groupe                            | M€ | 0,72   | 9,42   | 8,40   | 8,07   |
| Quasi-fonds propres et actions de préférence               | M€ | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| Intérêts minoritaires                                      | M€ | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| Provisions pour retraite                                   | M€ | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| Autres provisions pour risques et charges                  | M€ | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| Charges d'IS                                               | M€ | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| Autres charges                                             | M€ | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| Endettement net / (trésorerie)                             | M€ | 7,20   | 53,8   | 70,3   | 74,7   |
| Passifs totaux                                             | M€ | 7,92   | 63,2   | 78,7   | 82,7   |
| Gross Cash                                                 | M€ | 5,81   | 9,50   | 8,95   | 10,5   |
| Endettement net moyen / (trésorerie)                       | M€ | 5,35   | 30,5   | 62,0   | 72,5   |
| Endettement net ajusté                                     | M€ | 7,20   | 53,8   | 70,3   | 74,7   |
| Endettement net / (trésorerie) de la maison mère           | M€ | 7,20   |        |        |        |

| Valeur d'entreprise                                                     |    | 12/22A | 12/23E | 12/24E | 12/25E |
|-------------------------------------------------------------------------|----|--------|--------|--------|--------|
| VE/EBITDA(R)                                                            | x  | 94,8   | ns     | ns     | 22,5   |
| VE/EBIT                                                                 | x  | ns     | ns     | ns     | ns     |
| VE/CA                                                                   | x  | 20,8   | 24,7   | 26,0   | 7,36   |
| EV/Capital investi                                                      | x  | 1,89   | 1,19   | 1,32   | 1,10   |
| Capitalisation boursière                                                | M€ | 8,54   | 22,5   | 35,2   | 17,0   |
| + Provisions (incluant les retraites)                                   | M€ | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| + Pertes/(gains) actuariels non reconnus                                | M€ | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| + Dette nette fin d'année                                               | M€ | 7,20   | 53,8   | 70,3   | 74,7   |
| + Droits d'utilisation (depuis 2019) / Dette implicite aux immo. en ... | M€ | 0,84   | 4,72   | 4,77   | 4,79   |
| - Immobilisations financières (juste valeur) et autres                  | M€ | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| + Intérêts minoritaires (juste valeur)                                  | M€ | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| = Valeur d'entreprise                                                   | M€ | 16,6   | 81,0   | 110    | 96,5   |

## Données par action

|                                                             |   | 12/22A       | 12/23E       | 12/24E       | 12/25E       |
|-------------------------------------------------------------|---|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>BPA ajusté (avant amort. des survaleurs et dilution)</b> | € | <b>-0,02</b> | <b>-0,03</b> | <b>-0,09</b> | <b>-0,03</b> |
| <i>Croissance des BPA</i>                                   | % | <i>n/a</i>   | <i>n/a</i>   | <i>n/a</i>   | <i>n/a</i>   |
| BPA publié                                                  | € | -0,02        | -0,03        | -0,09        | -0,03        |
| <b>Dividende net par action</b>                             | € | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  | <b>0,00</b>  |
| Dont paiement exceptionnel                                  | € | 0,00         | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| Cash flow libre par action                                  | € | -0,68        | -5,46        | -1,44        | -0,38        |
| Cash flow opérationnel par action                           | € | 0,01         | 0,00         | -0,05        | 0,33         |
| Actif net comptable par action                              | € | 0,08         | 0,82         | 0,73         | 0,70         |
| Actif net réévalué par action                               | € | 1,20         | 3,40         | 3,60         | 3,90         |

|                                                      |            |             |             |             |             |
|------------------------------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Nombre d'actions ordinaires</b>                   | <b>Mio</b> | <b>8,85</b> | <b>11,5</b> | <b>11,5</b> | <b>11,5</b> |
| Equivalent nombre d'actions ordinaires (fin d'année) | Mio        | 8,85        | 11,5        | 11,5        | 11,5        |
| Nombre d'actions pour Capi.                          | Mio        | 8,85        | 11,5        | 11,5        | 11,5        |
| Autocontrôle (fin d'année)                           | Mio        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Nbre d'actions net de l'autocontrôle (fin d'année)   | Mio        | 8,85        | 11,5        | 11,5        | 11,5        |
| <b>Nombre d'actions ordinaires moyen</b>             | <b>Mio</b> | <b>7,60</b> | <b>10,2</b> | <b>11,5</b> | <b>11,5</b> |
| Conversion d'instruments de dette en actions         | Mio        |             |             |             |             |
| Règlement de stock-options exerçables                | Mio        |             |             |             |             |
| Règlement probable de stock-options non exerçables   | Mio        |             |             |             |             |
| Autres engagements d'émettre des titres              | Mio        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Dilution (moyenne)                                   | Mio        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| <b>Nombre d'actions dilué (moyen)</b>                | <b>Mio</b> | <b>7,60</b> | <b>10,2</b> | <b>11,5</b> | <b>11,5</b> |
| Survaleur par action                                 | €          | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| BNA après amort. des survaleurs (dilué)              | €          | -0,02       | -0,03       | -0,09       | -0,03       |
| BNA avant amort. des survaleurs (non dilué)          | €          | -0,02       | -0,03       | -0,09       | -0,03       |
| Dividende préférentiel                               | €          | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| <b>Taux de distribution</b>                          | <b>%</b>   | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> |
| <b>Ratio de "pay out" (div. + rachat / résultat)</b> | <b>%</b>   | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> | <b>0,00</b> |             |

## Financement et liquidité

|                                                                |           | 12/22A      | 12/23E      | 12/24E      | 12/25E      |
|----------------------------------------------------------------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EBITDA                                                         | M€        | 0,06        | -0,02       | -0,55       | 3,60        |
| Cash flow des opérations                                       | M€        | 0,06        | -0,05       | -0,59       | 2,67        |
| <b>Fonds propres</b>                                           | <b>M€</b> | <b>0,72</b> | <b>9,42</b> | <b>8,40</b> | <b>8,07</b> |
| <b>Dette brute</b>                                             | <b>M€</b> | <b>13,0</b> | <b>63,2</b> | <b>79,3</b> | <b>85,2</b> |
| dont échéance moins d'un an                                    | M€        | 0,00        | 0,18        | 1,55        | 1,75        |
| dont échéance entre 1 et 5 ans                                 | M€        | 5,32        | 7,06        | 7,54        | 7,92        |
| dont échéance moins de 2 ans                                   | M€        | 0,18        | 1,55        | 1,75        | 1,84        |
| dont échéance moins de 3 ans                                   | M€        | 1,55        | 1,75        | 1,84        | 1,93        |
| dont échéance moins de 4 ans                                   | M€        | 1,75        | 1,84        | 1,93        | 2,03        |
| dont échéance moins de 5 ans                                   | M€        | 1,84        | 1,93        | 2,03        | 2,13        |
| dont échéance à plus de 5 ans                                  | M€        | 7,69        | 56,0        | 70,2        | 75,5        |
| + Trésorerie brute                                             | M€        | 5,81        | 9,50        | 8,95        | 10,5        |
| <b>= Dette nette / (trésorerie)</b>                            | <b>M€</b> | <b>7,20</b> | <b>53,8</b> | <b>70,3</b> | <b>74,7</b> |
| Autres financements                                            | M€        | 13,0        | 63,2        | 79,3        | 85,2        |
| Autorisations de découvert non tirées                          | M€        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |             |
| Ratio d'endettement                                            | %         | 744         | 324         | 739         | 899         |
| Fonds propres/Actif total (%)                                  | %         | 9,08        | 14,9        | 10,7        | 9,75        |
| <i>Dette nette ajustée/EBITDA(R)</i>                           | x         | 41,2        | 82,0        | 526         | 17,4        |
| <i>Dette brute ajustée/EBITDA(R)</i>                           | x         | 74,3        | 96,4        | 593         | 19,9        |
| <i>Dette brute ajustée/(Dette brute ajustée+Fonds propres)</i> | %         | 94,8        | 87,0        | 90,4        | 91,3        |
| <i>Ebit cover</i>                                              | x         | 0,33        | -0,25       | -3,03       | 0,61        |
| <i>CF des opérations/dette brute</i>                           | %         | 0,42        | -0,08       | -0,74       | 3,14        |
| <i>CF des opérations/dette nette</i>                           | %         | 0,76        | -0,09       | -0,84       | 3,58        |
| <i>FCF/Dette brute ajustée</i>                                 | %         | -39,8       | -87,8       | -20,9       | -5,08       |
| <i>(Trés. brute + FCF + Découverts)/Dette CT</i>               | x         |             | -250        | -4,92       | 3,53        |
| <i>FCF/Dette CT</i>                                            | x         |             | -301        | -10,7       | -2,47       |

## Analyse du ROE par la méthode de Dupont

|                                             |          | 12/22A      | 12/23E       | 12/24E       | 12/25E       |
|---------------------------------------------|----------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Charge d'IS (Net/Pretax pre-except.)        | x        | 1,00        | 0,85         | 0,99         | 0,66         |
| Marge opérationnelle (EBIT/CA)              | %        | 7,04        | -8,30        | -23,0        | 4,49         |
| Rotation des actifs (CA/actifs moyens)      | %        | 16,9        | 9,23         | 5,98         | 16,2         |
| Levier (Actifs moyens/Fonds propres moyens) | x        | -7,08       | 7,01         | 7,96         | 9,81         |
| <b>Rendement des fonds propres (ROE)</b>    | <b>%</b> | <b>27,5</b> | <b>-5,96</b> | <b>-11,4</b> | <b>-4,08</b> |
| ROA                                         | %        | 0,71        | -0,43        | -1,24        | 0,71         |

## Réconciliation des capitaux propres

|                                                  |           | 12/22A      | 12/23E      | 12/24E      | 12/25E      |
|--------------------------------------------------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Fonds propres année N-1                          | M€        | -2,01       | 0,80        | 9,42        | 8,40        |
| + Profits nets de l'année                        | M€        | -0,18       | -0,30       | -1,02       | -0,34       |
| - Dividendes (maison mère)                       | M€        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| + Augmentation de capital                        | M€        | 3,00        | 9,00        | 0,00        | 0,00        |
| dont diminution (augmentation) de l'autocontrôle | M€        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| dont stock options exercées                      | M€        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| - Gains (pertes) actuariels non reconnus         | M€        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| + Autres éléments de résultat ("comprehensive")  | M€        | 0,00        | -0,08       | 0,00        | 0,00        |
| <b>= Fonds propres fin d'année</b>               | <b>M€</b> | <b>0,80</b> | <b>9,42</b> | <b>8,40</b> | <b>8,07</b> |

**Personnel**

|                                                 |    | 12/22A | 12/23E  | 12/24E | 12/25E |
|-------------------------------------------------|----|--------|---------|--------|--------|
| Chiffre d'affaires par employé                  | k€ | 796    | 27,3    | 30,8   | 36,9   |
| Coûts de personnel unitaire                     | k€ | -1,00  | -15,2   | -22,6  | -18,0  |
| <i>Variation des coûts de personnel</i>         | %  | -95,0  | 182 300 | 70,4   | 106    |
| <i>Variation des coût de personnel unitaire</i> | %  | -95,0  | 1 420   | 48,7   | -20,3  |
| <i>Coûts de pers./(Ebitda+Coûts de pers.)</i>   | %  | 1,79   | 101     | 121    | 64,0   |

|                                    |            |             |              |              |              |
|------------------------------------|------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Nombre d'employés moyen</b>     | <b>utp</b> | <b>1,00</b> | <b>120</b>   | <b>138</b>   | <b>355</b>   |
| Europe                             | utp        | 1,00        | 120          | 138          | 355          |
| Amérique du Nord                   | utp        | 0,00        | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| Amérique du Sud                    | utp        | 0,00        | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| Asie                               | utp        | 0,00        | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| Autres pays clés                   | utp        | 0,00        | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| <b>Coûts totaux de personnel</b>   | <b>M€</b>  | <b>0,00</b> | <b>-1,82</b> | <b>-3,11</b> | <b>-6,40</b> |
| Salaires                           | M€         | 0,00        | -1,82        | -3,11        | -6,40        |
| <i>dont contributions sociales</i> | M€         | 0,00        | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| Païement en titres                 | M€         | 0,00        | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| Coûts relatfs aux retraites        | M€         |             | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| Charges de soins                   | M€         | 0,00        | 0,00         | 0,00         | 0,00         |

**Chiffre d'affaires par division**

|                               |           | 12/22A      | 12/23E      | 12/24E      | 12/25E      |
|-------------------------------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Chiffre d'affaires</b>     | <b>M€</b> | <b>0,80</b> | <b>3,28</b> | <b>4,24</b> | <b>13,1</b> |
| <i>O/w organic growth (%)</i> | %         | 0,00        | 312         | 29,3        | 209         |
| Hotel                         | M€        | 0,80        | 3,28        | 4,24        | 13,1        |
| Food & Beverage               | M€        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Other                         | M€        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |

**Résultat par division**

|                          |           | 12/22A      | 12/23E      | 12/24E      | 12/25E      |
|--------------------------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>EBITDA/R Analysis</b> |           |             |             |             |             |
| Food & Beverage          | M€        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Hotel                    | M€        | 0,16        | 0,27        | 0,47        | 3,44        |
| Other/cancellations      | M€        | 0,06        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| <b>Total</b>             | <b>M€</b> | <b>0,22</b> | <b>0,27</b> | <b>0,47</b> | <b>3,44</b> |
| EBITDA/R margin          | %         | 27,5        | 8,35        | 11,0        | 26,3        |

**Géographie du chiffre d'affaires**

|        |   | 12/22A | 12/23E | 12/24E | 12/25E |
|--------|---|--------|--------|--------|--------|
| France | % | 100    | 100    |        |        |
| Other  | % | 0,00   | 0,00   |        |        |

## ROCE

|                                                                   |           | 12/22A      | 12/23E      | 12/24E      | 12/25E      |
|-------------------------------------------------------------------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Rendement des capitaux investis                                   | %         | 1,51        | 0,44        | -0,27       | 1,09        |
| CFROI/C                                                           | %         | -59,2       | -81,8       | -19,9       | -4,94       |
| Survaleur                                                         | M€        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Dépréciation cumulée des survaleurs                               | M€        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Immobilisations incorporelles                                     | M€        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Dépréciation cumulée des immo. incorporelles                      | M€        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Couvertures à LT                                                  | M€        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| R&D mmobilisée                                                    | M€        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Droits d'utilisation / Valeur actuelle des engagements de leasing | M€        | 0,84        | 4,72        | 4,77        | 4,79        |
| Autres actifs immobilisés                                         | M€        | 7,92        | 63,2        | 78,7        | 82,7        |
| Amortissements cumulés                                            | M€        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| BFR                                                               | M€        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Autres actifs                                                     | M€        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| Pertes/(gains) actuariels non reconnus                            | M€        | 0,00        | 0,00        | 0,00        | 0,00        |
| <b>Capitaux employés après amortissement (Capitaux investis)</b>  | <b>M€</b> | <b>8,76</b> | <b>67,9</b> | <b>83,5</b> | <b>87,5</b> |
| Capitaux employés avant amortissement                             | M€        | 8,76        | 67,9        | 83,5        | 87,5        |

## Capitaux employés par division

|                               |           | 12/22A      | 12/23E      | 12/24E      | 12/25E      |
|-------------------------------|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Food & Beverage               | M€        |             |             |             |             |
| Hotel                         | M€        | 8,33        | 64,6        | 80,2        | 84,2        |
| Other                         | M€        | 0,43        | 3,24        | 3,29        | 3,32        |
| <b>Total capital employed</b> | <b>M€</b> | <b>8,76</b> | <b>67,9</b> | <b>83,5</b> | <b>87,5</b> |

## Opinion fondamentale

S'il est implicite que les recommandations formulées par AlphaValue sont de bonne foi, elles ne devraient jamais constituer l'unique fondement d'une décision d'investissement.

Les recommandations sont construites dans une approche de "père de famille".

Les valorisations sont calculées du point de vue d'un **actionnaire minoritaire**, à moyen terme (6 mois).

Les outils de valorisation sont présentés de façon **transparente**, toutes les valeurs sous-jacentes sont accessibles, et **cohérente**, la méthodologie est la même quelque soit le titre, en tenant compte cependant des différences de nature entre valeurs financières et non financières. Une action avec un objectif de cours en-dessous de son cours actuel ne sera jamais associée à un Accumuler ou un Achat.

Les recommandations se basent sur des objectifs de cours sans prendre en compte le rendement du dividende. Les seuils pour les quatre niveaux de recommandations peuvent changer de temps à autres selon les conditions de marché. Les seuils sont définis comme indiqué ci-dessous, SI L'ON SUPPOSE que les taux longs sans risque demeurent entre 2 et 5%.

| Recommandation | Volatilité Faible<br>10 < VIX index < 30 | Volatilité Normale<br>15 < VIX index < 35 | Volatilité Elevée<br>35 < VIX index |
|----------------|------------------------------------------|-------------------------------------------|-------------------------------------|
| Achat ●        | Plus de 15 % de potentiel                | Plus de 20 % de potentiel                 | Plus de 30 % de potentiel           |
| Accumuler ●    | De 5 % à 15 %                            | De 5 % à 20 %                             | De 10 % à 30 %                      |
| Alléger ●      | De -10 % à 5 %                           | De -10 % à 5 %                            | De -10 % à 10 %                     |
| Vente ●        | Moins de -10 %                           | Moins de -10 %                            | Moins de -10 %                      |

L'absence de recommandation « neutre » est délibérée. Investir dans les actions est sans intérêt si le retour attendu n'est pas au moins au niveau des taux sans risque (avant prise en compte du dividende).

Bien que les recommandations soient déterminées par les objectifs de cours, la direction d'AlphaValue entend maintenir une cohérence globale sur son univers de couverture et est susceptible, de temps à autre, de changer certains paramètres globaux, ce qui pourrait affecter le niveau de définitions des recommandations et/ou la distribution des recommandations dans les quatre champs ci-dessus. Par exemple, baisser la prime de risque dans un contexte de prudence excessive pourrait augmenter la proportion de recommandations positives.

## Valorisation

Les méthodes de valorisation ont été élaborées dans un souci de cohérence et de transparence.

Les sociétés sont réparties en 3 catégories selon leur activité principale: Banques, Assurances et Non Financières.

L'appartenance à une de ces 3 catégories détermine la méthode de construction du cours objectif.

Le cours objectif résulte d'une pondération de plusieurs critères de valorisation, qui peuvent être changés en cas de besoin. Toutes les sociétés d'une même catégorie sont valorisées de la même manière et donc de façon cohérente entre elles.

Au sein de l'univers des sociétés Non Financières, 4 sous-catégories permettent de prendre en compte les spécificités inhérentes au secteur d'activité: 1) "Industrielles standard"; 2) "Holdings" pour lesquelles la mesure de l'actif net réévalué est prépondérant; 3) "Valeurs de croissance" pour lesquelles l'accent est mis sur la valorisation par analogies avec des valeurs comparables; 4) "Sociétés en perte" pour lesquelles justement la valorisation par les comparables ne fonctionne pas. La valorisation est alors assise principalement sur la méthode du DCF (Discounted Cash Flow ou actualisation des flux de trésorerie futurs) et la mesure de l'Actif net réévalué. Ces deux dernières méthodes reviennent à « redonner du long terme » à la société sous revue.

| Méthode de valorisation            | Industrielles standard | Valeurs de croissance | Holding company | Sociétés en pertes | Banques | Assurances |
|------------------------------------|------------------------|-----------------------|-----------------|--------------------|---------|------------|
| DCF                                | 35%                    | 35%                   | 10%             | 40%                | 0%      | 0%         |
| Actif net réévalué                 | 20%                    | 20%                   | 55%             | 40%                | 25%     | 15%        |
| PER                                | 10%                    | 10%                   | 10%             | 5%                 | 10%     | 20%        |
| VE/EBITDA                          | 20%                    | 20%                   | 0%              | 5%                 | 0%      | 0%         |
| Rendement                          | 10%                    | 10%                   | 20%             | 5%                 | 15%     | 15%        |
| Actif net comptable                | 5%                     | 5%                    | 5%              | 5%                 | 15%     | 10%        |
| Valeur intrinsèque (banques)       | 0%                     | 0%                    | 0%              | 0%                 | 25%     | 0%         |
| Embedded Value                     | 0%                     | 0%                    | 0%              | 0%                 | 0%      | 40%        |
| Capi./Résultat d'exploitation brut | 0%                     | 0%                    | 0%              | 0%                 | 10%     | 0%         |