



COURBET

Hotels / France

Mise à jour préliminaire

Une nouvelle offre hôtelière répondant à la demande de demain - 19/08/2024

■ 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.).



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

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

Accumuler **Potentiel : 24,2 %**

Cours objectif à 6 mois 3,98 €

Cours 3,20 €

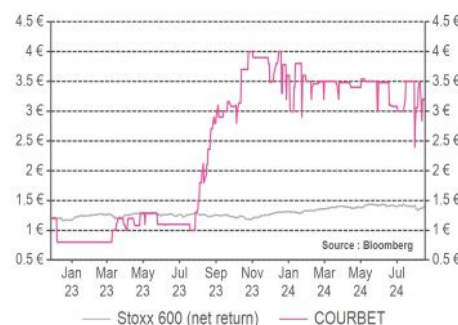
Cap. boursière M€ 36,8

Momentum du cours **NÉGATIF**

Extrême 12 mois 2,10 ▶ 4,00

Bloomberg MLCOU FP Equity

Reuters COUP.PA

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

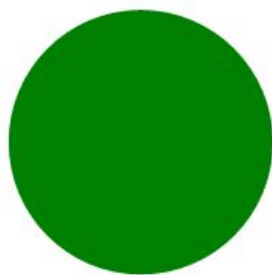
| Performance | 1s | 1m | 3m | 12m |
|------------------------------|---------|---------|---------|--------|
| COURBET | -8,05 % | -8,57 % | -8,57 % | 52,4 % |
| Hôtels, Restaurants, Loisirs | 3,76 % | 1,48 % | -0,55 % | 12,9 % |
| SXXR Index | 2,55 % | -0,44 % | -1,68 % | 15,4 % |

| Dernière maj : 19/08/2024 | 06/23A | 06/24E | 06/25E | 06/26E |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|
| PER ajusté (x) | -41,7 | ns | -36,2 | ns |
| Rendement net (%) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| VE/EBITDA(R) (x) | 96,7 | ns | ns | 27,2 |
| BPA ajusté (€) | -0,02 | -0,03 | -0,09 | -0,03 |
| Croissance des BPA (%) | n/a | n/a | n/a | n/a |
| Dividende net (€) | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Chiffre d'affaires (M€) | 0,80 | 3,28 | 4,24 | 13,1 |
| Marge d'EBITDA/R (%) | 27,5 | 8,35 | 11,0 | 26,3 |
| Résultat net pdg (M€) | -0,18 | -0,30 | -1,02 | -0,34 |
| ROE (après impôts) (%) | 27,5 | -5,96 | -11,4 | -4,08 |
| Taux d'endettement (%) | 744 | 324 | 739 | 899 |

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

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.

Géographie du chiffre d'affaires



France (100,0 %)

Compte d'exploitation consolidé

| | | 06/23A | 06/24E | 06/25E |
|---|-----------|--------------|--------------|--------------|
| Chiffre d'affaires | M€ | 0,80 | 3,28 | 4,24 |
| Croissance du CA | % | ns | 312 | 29,3 |
| Variation des coûts de personnel | % | -95,0 | 182 300 | 70,4 |
| EBITDA | M€ | 0,06 | -0,02 | -0,55 |
| Marge d'EBITDA(R) | % | 22,0 | 20,0 | 3,15 |
| Dotations aux amortissements | M€ | 0,00 | -0,25 | -0,43 |
| Résultat opérationnel courant | M€ | 0,06 | -0,27 | -0,98 |
| Résultat d'exploitation (EBIT) | M€ | 0,06 | -0,27 | -0,98 |
| Résultat financier net | M€ | -0,24 | -0,08 | -0,05 |
| dt serv. des engagts de retraites | M€ | | 0,00 | 0,00 |
| Eléments except. et autres (avt impôts) | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Impôts sur les sociétés | M€ | 0,00 | 0,05 | 0,01 |
| Mises en équivalence | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Intérêts minoritaires | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Résultat net ajusté, pdg | M€ | -0,18 | -0,30 | -1,02 |
| NOPAT | M€ | 0,04 | -0,20 | -0,73 |

Tableau de financement

| | | 06/23A | 06/24E | 06/25E |
|---|-----------|--------------|--------------|--------------|
| EBITDA | M€ | 0,06 | -0,02 | -0,55 |
| Variation du BFR | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Dividendes reçus des SME | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Impôt payé | M€ | 0,00 | 0,05 | 0,01 |
| Eléments exceptionnels | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Autres cash flow d'exploitation | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Cash flow d'exploitation total | M€ | 0,06 | 0,03 | -0,54 |
| Investissements matériels | M€ | -5,00 | -55,5 | -16,0 |
| Flux d'investissement net | M€ | -5,00 | -55,5 | -16,0 |
| Charges financières nettes | M€ | -0,24 | -0,08 | -0,05 |
| Dividendes (maison mère) | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Dividendes payés aux minoritaires | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Augmentation de capital | M€ | 3,00 | 9,00 | 0,00 |
| Flux financiers totaux | M€ | 3,00 | 59,2 | 16,0 |
| Variation de la trésorerie | M€ | -1,94 | 3,69 | -0,55 |
| Cash flow disponible (avant div) | M€ | -5,18 | -55,5 | -16,6 |

Données par action

| | | 06/23A | 06/24E | 06/25E |
|---|----------|--------------|--------------|--------------|
| Nbre d'actions net de l'autocontrôle | Mio | 8,85 | 11,5 | 11,5 |
| Nombre d'actions dilué (moyen) | Mio | 7,60 | 10,2 | 11,5 |
| BPA ajusté (at amort. surv. et dilut.) | € | -0,02 | -0,03 | -0,09 |
| Actif net réévalué par action | € | 1,20 | 3,40 | 3,60 |
| Dividende net par action | € | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

Valorisation

| Méthodes | Valeur | Poids | Principaux comparables |
|-------------------|--------|-------|------------------------|
| Somme des parties | 4,09 € | 75 % | |
| DCF | 3,64 € | 25 % | |
| Objectif de cours | 3,98 € | 100 % | |

[Calcul NAV/SOTP](#)

Bilan

| | | 06/23A | 06/24E | 06/25E |
|---|-----------|-------------|-------------|-------------|
| Survaleurs | M€ | | | |
| Total actif incorporel | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Immobilisations corporelles | M€ | 7,92 | 63,2 | 78,7 |
| Immo. fin. (invest. LT dans sociétés) | M€ | | | |
| BFR | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Autres actifs courants | M€ | | | |
| Actif total (net des engagements CT) | M€ | 7,92 | 63,2 | 78,7 |
| Capitaux propres part du groupe | M€ | 0,72 | 9,42 | 8,40 |
| Quasi-fonds propres et actions de préf. | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Intérêts minoritaires | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Provisions pour retraite | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Autres prov. pour risques et charges | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Total des prov. pr risques et charges | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Charges d'IS | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Autres charges | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Endettement net / (trésorerie) | M€ | 7,20 | 53,8 | 70,3 |
| Passifs totaux | M€ | 7,92 | 63,2 | 78,7 |

Capitaux employés

| | | 06/23A | 06/24E | 06/25E |
|-------------------|----|--------|--------|--------|
| Capitaux investis | M€ | 8,76 | 67,9 | 83,5 |

Ratios de profits & risques

| | | 06/23A | 06/24E | 06/25E |
|---------------------------------|----------|-------------|--------------|--------------|
| ROE (après impôts) | % | 27,5 | -5,96 | -11,4 |
| Rendement des capitaux investis | % | 1,51 | 0,44 | -0,27 |
| Ratio d'endettement | % | 744 | 324 | 739 |
| Dette nette ajustée/EBITDA(R) | x | 131 | -2 954 | -128 |
| Couverture des frais financiers | x | 0,33 | -0,25 | -3,03 |

Ratios de valorisation

| | | 06/23A | 06/24E | 06/25E |
|-----------------------------------|----------|--------------|-------------|--------------|
| PER ajusté | x | -41,7 | ns | -36,2 |
| Rendement du cash flow disponible | % | -58,4 | -153 | -45,1 |
| P/ANC | x | 12,3 | 3,86 | 4,38 |
| Rendement du dividende | % | 0,00 | 0,00 | 0,00 |

Valeur d'entreprise

| | | 06/23A | 06/24E | 06/25E |
|--|----------|-------------|-----------|-----------|
| Capitalisation boursière | M€ | 8,88 | 36,4 | 36,8 |
| + Provisions | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| + Pertes/(gains) actuar. non reconnus | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| + Dette nette fin d'année | M€ | 7,20 | 53,8 | 70,3 |
| + Dette liée aux immo. en locat° op. | M€ | 0,84 | 4,72 | 4,77 |
| - Immo. fin. (juste valeur) et autres | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| + Intérêts minoritaires (juste valeur) | M€ | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| = Valeur d'entreprise | M€ | 16,9 | 94,9 | 112 |
| VE/EBITDA(R) | x | 96,7 | ns | ns |
| VE/CA | x | 21,3 | 28,9 | 26,4 |

Analyste : Christian Auzanneau, Changements de prévisions : 19/08/2024.