

PEA PME

# LEBON

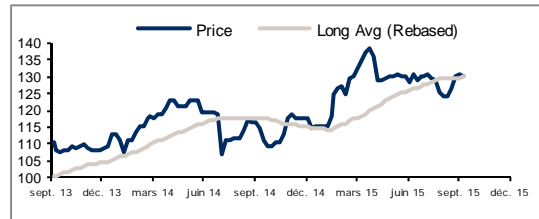
ACCUMULER

**129,90 €** au 09 Octobre 2015

Objectif : 144,0 € (10,9%)

## Visite privée

B/H 12M	109,20/138,50 €
Vol. 3M	140 titres/jour
Nombre d'actions	1 173 000
Capi. boursière	152 M€
Flottant	62 M€
Marché	Euronext C
Secteur	Divers
Bloomberg	LBON FP
Isin	FR0000121295
Indice	CAC All Shares



Perf.	1 mois	6 mois	12 mois
Absolute	+4,7%	-2,0%	+11,7%
Rel / CAC M&S	+5,6%	+5,7%	-10,1%

Actionnariat	Capital
Groupe Paluel-Marmont	59,0%
Flottant	41,0%

Chgt BPA corrigé (€)	12/15e	12/16e
Nouveau	10,66	10,66
Ancien	10,96	11,76
Var.	-2,8%	-9,4%

Ratios boursiers	12/14	12/15e	12/16e	12/17e
PE	12,7	12,2	12,2	12,2
PEG	0,3	2,7	4688,2	ns
P/CF	11,6	11,0	9,2	9,2
VE/CA	1,5	2,2	2,1	1,9
VE/ROC	16,8	26,4	24,7	17,1
VE/ROP	17,0	15,4	13,5	11,9
P/ANPA	0,7	0,7	0,6	0,6
Rendement	2,9%	2,9%	2,9%	2,9%

Données par action	12/14	12/15e	12/16e	12/17e
BPA corrigé (€)	10,20	10,66	10,66	10,66
Var.	37,8%	4,5%	0,0%	ns
CFPA (€)	11,19	11,85	14,13	14,13
FCFPA (€)	5,37	-11,00	2,10	2,10
ANPA (€)	188,71	197,78	206,93	206,93
Dividende (€)	3,80	3,80	3,80	3,80

Cpte de résultat	12/14	12/15e	12/16e	12/17e
CA (M€)	88,5	85,0	89,2	95,5
Var.	-21,5%	-4,0%	5,0%	7,0%
ROC/CA (%)	8,8	8,2	8,3	10,9
ROP/CA (%)	8,7	14,0	15,2	15,7
ROP (M€)	7,7	11,9	13,6	15,0
RNPG publié (M€)	12,0	12,5	12,5	13,5
Var.	37,8%	4,5%	0,0%	8,0%
Marge nette (%)	16,4	17,8	17,0	17,0

Struct. financ.	12/14	12/15e	12/16e	12/17e
ROCE (%)	2,8	3,3	3,6	3,9
ROE (%)	7,1	7,1	6,9	7,1
CF (M€)	13,1	13,9	16,6	17,8
FCF (M€)	6,3	-12,9	2,5	7,8
Det. fi. net (M€)	-21,0	31,0	31,0	25,6
FP (M€)	204,9	212,9	221,0	230,0
Gearing (%)	-10,3	14,6	14,0	11,1

## Une holding familiale créatrice de valeur et méconnue

- Compagnie Lebon S.A est la holding du groupe familial Paluel-Marmont ; elle gère un portefeuille d'actifs non cotés investis dans l'hospitalité (surtout des hôtels 4\* dans le Paris historique et un centre thermal), l'immobilier (tous secteurs en France) et le capital-investissement (PME françaises).
- Compagnie Lebon affiche un objectif clair de doublement de la valeur de l'ANR sur 10 ans, dividendes réinvestis, soit un taux moyen de croissance de 7%, tout en maintenant un profil de risque modéré. Ce taux de croissance a bien été observé au cours des 10 dernières années.
- Le profil du groupe est en évolution ; il souhaite associer davantage de partenaires à ses investissements, se positionnant comme un offreur de solutions patrimoniales, percevant des commissions de gestion.
- Le pôle hôtelier est un point fort du groupe : 12 hôtels gérés en direct dont 9 dans le Paris historique. Les acquisitions récentes (Royal Garden) permettent d'envisager une création de valeur importante à horizon 2017-2018.
- Le cours affiche une décote de 40% par rapport à l'ANR, ce que nos jugeons sévère, car la décote de notre échantillon s'établit à 30%. Nous expliquons ce retard par la faible liquidité du titre et la non prise en compte par le marché du potentiel de création de valeur du pôle hôtelier. Notre objectif de cours s'établit à 144 €, visant la réduction progressive de cette décote. Soulignons que la liquidité du titre devrait s'améliorer avec le passage de la cotation en continu ce mois.

Gilbert Dupont assure la liquidité du titre et opère en qualité de Liquidity Provider. Gilbert Dupont a un engagement de recherche sur la société. Les informations, estimations et commentaires présentés dans ce document sont établis à partir de sources que nous considérons comme fiables mais dont l'exactitude ne saurait être garantie. Ils reflètent notre opinion à la date de la parution et peuvent être modifiés sans avis préalable. Nos opinions boursières sont mises à jour en permanence. Tout changement d'opinion boursière fait l'objet d'un document écrit. Ces informations sont protégées juridiquement par les dispositions du code de la propriété intellectuelle. A ce titre, elles revêtent un caractère confidentiel et ne sauraient faire l'objet d'une utilisation ou d'une reproduction non autorisée au préalable. L'historique sur 12 mois de nos changements d'opinions boursières et l'ensemble des avertissements sont consultables sur notre site internet: [www.gilbertdupont.fr](http://www.gilbertdupont.fr) en cliquant sur l'onglet "Conformité" en bas à droite de la page d'accueil. Le logo PEA PME associé à toutes valeurs éligibles au dispositif du PEA PME est indiqué à titre purement informatif. Les valeurs présentant le logo PEA PME correspondent aux sociétés ayant publiquement communiqué leur éligibilité et ayant pour la plupart notifié une telle communication à Euronext. En aucun cas le logo PEA PME ne constitue un élément officiel faisant foi, ou n'engage la Société de Bourse Gilbert Dupont, qui ne peut être tenue responsable d'erreurs ou omissions dans la communication de ce logo. La présente note a été communiquée à la société pour relecture préalablement à sa publication.

## 1. Une holding familiale qui a su générer une croissance régulière de son ANR sur longue période

Cotée en Bourse depuis 1853, Compagnie Lebon S.A est la holding du groupe familial Paluel-Marmont qui, avec 59% du capital, en détient le contrôle majoritaire. Les actifs du groupe (97% non cotés) sont investis dans l'hospitalité, l'immobilier et le capital-investissement et gérés suivant les cas directement (filiales) ou indirectement (fonds spécialisés gérés par des tiers).

Actif net réévalué par pôle d'activité au 30 juin 2015	M€	% du total
Hospitalité (12 hôtels + un centre thermal)	85,2	33%
Immobilier	51,3	20%
Capital-Investissement	64,8	25%
Actifs de la holding (siège social 24 rue Murillo + trésorerie)	54,0	21%
<b>Total</b>	<b>255,3</b>	
<b>ANR par action en € au 30 juin 2015 = 217,6</b>		

Source : société

**Les holdings familiales sont très différentes les unes des autres, mais pratiquent toutes une gestion de conviction, ce qui est le cas de Cie Lebon**

Compagnie Lebon est une holding familiale, un compartiment où l'on retrouve sur Euronext Paris, des acteurs cotés très différents comme présentés ci-dessous :

Les holding familiales cotées sur Euronext Paris

En M€	Capitalisation boursière	Actionnariat	Typologie des investissements au 30 juin 2015
Wendel	5 026	Groupe familial : 36,4%	Part importante des grandes sociétés cotées dans le portefeuille : Bureau Veritas + Saint Gobain >50%
Eurazeo	4 393	Groupe de concert : 16%	Part importante des grandes sociétés cotées dans le portefeuille : Europcar + Elis + Accor + ANF Immobilier >50%
Financière de l'Odet	4 076	Vincent Bolloré via différentes entités (90,8%)	64% du groupe Bolloré + différents actifs financiers (2,2 Mds€)
Fimalac	2 074	Groupe Marc Ladreit de Lacharrière: 86,1%	Diversifiés: 20% de Fitch + secteur digital + 40 % Groupe Barrière + entertainment + immobilier
Rothschild & Co	1 815	Concert familial élargi : Rothschild 48,8 %	Secteurs financiers : conseil financier, banque privée et gestion d'actifs; capital investissement
FFP	1 674	Groupe familial Peugeot Frères : 79,2%	10,8% de PSA (48% de l'ANR) + diverses participations cotées (dont Zodiac + SEB + Orpéa) et non cotées .
<b>Cie Lebon</b>	<b>152</b>	<b>Groupe familial Paluel-Marmont : 58,95%</b>	<b>Investissements à caractères patrimoniaux en France : hospitalité + immobilier + capital-investissement</b>

Source : rapports annuels

L'histoire de ces holdings est liée à celle de leurs familles fondatrices ; certaines holdings sont toujours contrôlées majoritairement par celles-ci (Bolloré ; Ladreit de Lacharrière, Peugeot, Paluel-Marmont) ; d'autres sont désormais détenues minoritairement (Wendel, Eurazeo). Toutes sont gérées avec des fortes convictions sur le potentiel des métiers choisis, qui vont de la voiture électrique au digital en passant par la finance et l'hôtellerie, ce qui n'empêche pas aussi une grande flexibilité en fonction des opportunités. Dans le cas de la Compagnie Lebon, il faut noter dès 1981 une forte conviction sur le potentiel de l'hôtellerie à Paris.

### 90% des actifs sont gérés en direct

Compagnie Lebon privilégie les investissements où elle est aux commandes et peut utiliser ses compétences internes. L'activité la plus importante, l'hospitalité, est gérée par ses filiales « Esprit de France » et « Sources d'Equilibre » et concentre l'essentiel des effectifs (393 personnes sur 423). Dans ce pôle, l'expertise du groupe est ancienne et le track record de création de valeur est bon. Actuellement 90% des actifs sont gérés en direct, les derniers 10% représentant des investissements dans des fonds de capital-investissement ou des fonds immobiliers gérés par des tiers. A moyen terme et compte tenu des projets en cours, la part des investissements gérés en direct devrait tendre vers 100%.

### Une gouvernance qui a évolué récemment

Depuis 2013, la Direction générale est assurée par Emmanuel Russel, 52 ans, qui a occupé des fonctions opérationnelles chez JC Decaux et Pernod Ricard. Par ailleurs, et depuis début 2015, le conseil d'administration est présidé par Henri de Pracomtal, 63 ans, qui a remplacé Christophe Paluel-Marmont qui a démissionné pour raisons de santé. Henri de Pracomtal a également un profil opérationnel, ayant assuré des fonctions de direction chez Hennessy (groupe LVMH), puis dirigé l'entreprise familiale « Chêne et Cie ».

## Un objectif clair : doubler la valeur de l'ANR tous les 10 ans

Compagnie Lebon affiche un objectif de doublement de son ANR sur 10 ans, soit un taux de croissance moyen de **7%** par an. Il faut noter que ce taux de croissance a été obtenu sur la période 2005-2014 malgré la forte volatilité de certaines années.

Evolution du rendement de ANR de Compagnie Lebon de 2005 à 2014

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ANR par action publié (€)	134,2	147,2	156,1	158,8	157,1	167,1	181,0	194,8	202,6	214,6
Dividende payé (€)		2,75	3,00	3,20	1,60	1,60	2,50	3,00	3,00	3,20
Rendement annuel total		11,7%	8,1%	3,8%	-0,1%	7,4%	9,8%	9,3%	5,5%	7,5%
=Var ANR + Div Yield										
<b>Rdt moyen annuel de 2005-20014 de l'ANR</b>										<b>5,4%</b>
<b>Rdt moyen annuel 2005-2014 de l'ANR dividendes réinvestis</b>										<b>7,0%</b>

## Une répartition équilibrée entre les actifs afin de maintenir un profil de risque modéré

L'objectif de doublement de l'ANR est couplé avec la recherche d'une répartition équilibrée entre les différents actifs afin de maintenir un profil de risque modéré : l'hospitalité assure un socle de résultats récurrents alors que l'immobilier et le capital-investissement représentent des résultats plus cycliques et opportunistes. On trouvera ci-dessous les objectifs de TRI du groupe par métier ainsi que les fourchettes de répartition.

### Les objectifs de Compagnie Lebon en termes d'allocation des actifs et de TRI

	% de l'ANR	Objectif de TRI
Hospitalité (12 hôtels + un centre thermal)	35%/40%	7,5%
Immobilier	20%/25%	6,5%
Capital-Investissement	20%/25%	15%
Actifs de la holding (siège social 24 rue Murillo + trésorerie)	10%/15%	-0,50%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>7,0%</b>

Source : société

A noter que les objectifs de TRI de la holding sont légèrement négatifs : les recettes (placement de trésorerie + loyer d'une partie du siège social) compensant quasiment les coûts de structure non refacturés aux filiales.

Même si elle a augmenté récemment son endettement afin de faire jouer l'effet de levier sur certains dossiers (Taranis), Compagnie Lebon présente un profil de risque modéré. Au 30 juin, les dettes financières (60,5 M€) sont compensées par la trésorerie (29,6 M€) et certains placements en OPCVM obligataires (30 M€), comptabilisés en portefeuille titre, mais quasiment aussi liquide que la trésorerie.

## Une stratégie qui vise à monétiser les expertises

Dans le cadre de la nouvelle structure de gouvernance mise en place en 2013, Compagnie Lebon a décidé d'accentuer la monétisation de ses expertises internes afin d'améliorer la rentabilité sans utiliser de nouveau capital, ce qui implique :

- Le montage de projets en partenariat avec des investisseurs privés (dont family-offices), mais en gardant le contrôle opérationnel et souvent majoritaire. Compagnie Lebon se positionne comme un offreur de solutions patrimoniales apportant ses compétences financières et juridiques ainsi que l'accès à de meilleures conditions de financement. Il perçoit des commissions de gestion et des redevances de licence de marques (Esprit de France) ;
- L'ouverture d'établissements « sous gestion » en France ou à l'étranger. Compagnie Lebon détient 51% de l'hôtel du Pignonnet, 58% d'une concession thermale spécialisée dans le surpoids avec 2 hôtels, 70% de PMC2 et 50,1% de Taranis. Les management fees sont en forte augmentation depuis deux ans :

Evolution des management fees de Compagnie Lebon

	2013	2014	2015
M€	0,433	0,638	0,969
<b>Var.</b>		47%	52%

Source : société

## 2. Un groupe très actif sur plusieurs métiers patrimoniaux

### Un pôle hôtelier haut de gamme concentré sur le Paris historique

Le pôle hôtelier est un des points forts de Compagnie Lebon. A travers ses filiales « Esprit de France » et SET, le groupe dispose d'un portefeuille de 12 hôtels dont 9 dans le Paris historique (voir liste ci-dessous).

#### Les hôtels de Compagnie Lebon détenus par Esprit de France et S.E.T

Nom	Nombre d'Etoiles	Nombre de chambres	Détention des murs	Situation géographique	% de contrôle
Hôtel Brighton	4	61	non	Paris 1er	100%
Hôtel Mansart	4	57	non	Paris 1er	100%
Hôtel Aiglon	4	46	non	Paris 14ème	100%
Hôtel Orsay	4	42	en partie	Paris 6ème	100%
Hôtel des Saints Pères	4	38	oui	Paris 7ème	100%
Hôtel Parc Saint Séverin	4	27	oui	Paris 5ème	100%
Hôtel de la Place du Louvre	3	20	oui	Paris 1er	97,7%
Hôtel La Tamise	4	19	non	Paris 1er	51%
Hôtel Royal Garden *	4	72	non	Paris 8 ème	100%
<b>Paris</b>		<b>382</b>			
*Acquis septembre 2015; en rénovation					
Hôtel du Pignonnet	5	44	non	Aix en Provence	51,0%
Golf Hôtel	4	54	crédit-bail	Brides les Bains (Savoie)	58,8%
Hôtel Savoy	3	44	crédit-bail	Brides les Bains (Savoie)	58,8%
<b>Province</b>		<b>142</b>			

Source : société

Le positionnement sur le secteur hôtelier parisien avec une offre de qualité est un point très positif car c'est une garantie de revenus récurrents. L'avantage du positionnement à Paris est le taux d'occupation élevé des hôtels qui tend vers 80% alors que le taux moyen en France est de 60%. Le marché parisien est tiré par le haut de gamme avec des 4/5 étoiles affichant de meilleurs taux de remplissage que les 2 étoiles qui ne répondent plus aux attentes de la clientèle étrangère. A Paris, le taux moyen d'occupation des hôtels « Esprit de France » est de 82%.

### Un secteur hôtelier parisien qui doit gérer plusieurs défis

Si le secteur hôtelier parisien est un excellent créneau, il doit cependant gérer plusieurs défis : le prix très élevé des fonds de commerce et les conséquences de la révolution digitale avec le succès d'Airbnb et des centrales de réservation Internet.

#### ➤ Le prix des fonds de commerce à Paris

Compagnie Lebon essaie de contourner le problème en réalisant des opérations complexes qu'elle s'estime capable de gérer et obtient à un prix raisonnable. Elle a pu boucler récemment 2 opérations : l'hôtel La Tamise fin 2013 et le Royal Garden en 2015 (voir ci-dessous) en se positionnant sur 2 hôtels en situation délicate, le premier ne répondant plus aux normes et le second en redressement judiciaire.

#### Acquisition de l'hôtel Royal Garden à Paris (septembre 2015)

Adresse : 218-220 rue du Faubourg Saint Honoré Paris 8ème

Nombre de chambres: 72 chambres, dont 14 appartements

Prix d'acquisition: 13,1 M€ (fonds de commerce uniquement)

Travaux estimés: entre 7 et 10 M€

CA actuel: 3 M€ HT

CA envisagé après travaux: 5/6 M€ HT

Source : société

Après 3 mois (réouverture fin mars 2015), l'hôtel La Tamise est à l'équilibre et le Royal Garden sera le grand projet de 2016. Ce dernier est un hôtel très bien situé dont le groupe estime possible un doublement du CA après travaux, ce que nous jugeons crédible. In fine, on aurait après travaux, un prix d'achat représentant 3,3 à 3,8 fois le CA 2017, ce qui est très correct pour Paris, les transactions se faisant fréquemment à plus de 5 fois le CA.

#### ➤ **Airbnb et les Centrales de réservation Internet**

La révolution digitale est un challenge car elle met les marges du secteur sous pression. Les hôtels de la Compagnie Lebon sont référencés sur les centrales Internet, mais le groupe s'est fixé comme règle de pas y avoir une offre de chambres qui dépasse 30%.

L'offre d'Airbnb est une menace plus diffuse. Il y a 80 000 chambres d'hôtels à Paris et une offre d'Airbnb qui serait de 50 000 chambres et appartements. Certains estiment qu'il y aura de la place pour tout le monde compte tenu de l'attractivité de Paris. Nous estimons pour notre part que seuls les hôtels qui offriront des prestations de qualité (excellent service ; montée en gamme ; emplacement de premier niveau ...), ce qui est la stratégie choisie par Lebon, tireront leur épingle du jeu. Le groupe n'a pas été pénalisé à ce stade par le phénomène et nous indique que la durée moyenne de séjours dans ses hôtels est de 2,5 jours. Sujet à suivre...

#### **Un pôle immobilier dont la rentabilité est basée sur la rotation des actifs**

Paluel-Marmont Valorisation (PMV) est la filiale spécialisée du groupe en immobilier. Elle gère actuellement 36 projets avec 85 M€ d'actifs sous gestion.

L'objectif de PMV n'est pas d'être une foncière, mais une structure de gestion qui porte ses projets avec des co-investisseurs structurés en club-deals : promotion, achat revente, sur des périodes ne dépassant pas 5 ans. PMV investit dans tous les actifs : résidentiel (45%), commerce (35%), bureaux (12%), en régions (73%), en IDF (17%) et hors de France (10%) via un fonds spécialisé sur New York et Berlin.

#### **Ce qui détermine ses choix est le potentiel de création de valeur perçu au démarrage du projet, avec un risque modéré**

PMV investit en fonds propres en partenariat avec des promoteurs immobiliers sur des opérations spécifiques, par exemple avec Bricqueville (Paris 17ème, Saint Ouen) et Constructa Promotion (Montrouge, Marseille, Lyon). Le risque est partiellement circonscrit dans la mesure où la construction de l'immeuble ne commence qu'après une prévente d'au moins 40% et un financement bancaire de 40%.

L'opération Taranis annoncée en 2015 illustre aussi la prise de risque mesurée de PMV : 11 immeubles en région ont été acquis auprès de la foncière d'EDF et seront revendus progressivement à l'unité, générant entre temps un loyer certain car ils sont occupés par des « utilities ».

#### **Une activité de capital investissement dédiée aux PME**

Le pôle de Capital Investissement comprend 3 parties :

- Une société de gestion agréée par l'AMF, Paluel-Marmont Capital, qui investit pour le groupe et des investisseurs extérieurs (part ANR : 37 M€)
- Paluel-Marmont Finance, qui investit dans des fonds externes (part ANR 18 M€)
- Une participation de 3% dans Salvepar (part : 9 M€)

On notera que Compagnie Lebon envisage de sortir peu à peu de la gestion externe, en concentrant ses investissements sur des « small caps » choisies par ses équipes. Ainsi, son fonds FPCI PMC2, vecteur de cette nouvelle stratégie, est en plein développement et regroupe une vingtaine d'investisseurs extérieurs.

L'approche avec Salvepar est différente : Salvepar investit dans des ETI mid-caps cotées et non cotées avec l'expertise de sa maison mère Tikehau pour les montages financiers, ce que Compagnie Lebon juge très complémentaire de son approche.

### **3. Une décote sévère**

#### **Les résultats 2015 seront tirés par le capital-investissement**

Le RNPG de Lebon est difficile à prévoir car il fluctue de manière importante en raison de la variation de valeur des actifs, soit que le groupe réalise des plus-values suite à une cession, soit que des plus-values latentes soient comptabilisées en juste valeur (norme IFRS 13), une cyclicité qui concerne le capital-investissement et l'immobilier. Ainsi, en 2015, une contribution exceptionnellement élevée (7,5 M€) est attendue du capital-investissement en raison de la cession d'Avidom (plus-value réalisée au S1= 3,3 M€) et de la variation de juste valeur des fonds.

Le pôle hospitalité ne sera pas un moteur très fort en 2015 et 2016 car le groupe intègre des nouveaux actifs sur lesquels il est en phase d'investissements. Selon les

plans du groupe, la création de valeur sera visible dès 2017 et surtout 2018. A ce stade, nous prévoyons un résultat «flat» en 2016 et une croissance plus significative en 2017, portée par la montée en puissance de l'hospitalité (Royal Garden, Le Pignonnet).

Répartition du RNPG de Compagnie Lebon par métier

M€	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Hospitalité	3,07	3,46	3,4	3,5	4,5
Immobilier	3,62	2,08	2,3	3,5	3,1
Capital-Investissement	2,52	6,08	7,5	6,0	6,2
Holding	-0,53	0,35	-0,7	-0,5	-0,3
<b>Total</b>	<b>8,69</b>	<b>11,96</b>	<b>12,5</b>	<b>12,5</b>	<b>13,5</b>
<b>Var %</b>		<b>38%</b>	<b>4%</b>	<b>0%</b>	<b>8%</b>

Sources : rapports annuels 2013 et 2014 + prévisions Expertise 2015 à 2017

### Une valorisation qui n'intègre pas assez le potentiel de création de valeur de l'hôtellerie

Le cours de Compagnie Lebon affiche une décote de 40% par rapport à son ANR alors que celle de notre échantillon s'établit à 30%. Précisons que nous avons retenu dans cet échantillon les 3 holdings familiales publiant régulièrement un ANR, Wendel, Eurazeo et FFP, ainsi que Salvepar. Un tel niveau de décote n'est pas nouveau ; la décote moyenne historique de Compagnie Lebon s'établit selon nos calculs à 44,6% sur la période 2002-2014.

Les holdings : décote par rapport à ANR et rendement

En €	Cours 9 octobre	Nombre actions	Capitalisation boursière	ANR	Date ANR	Décote ANR	Dividende 2014	Rendement
Wendel	108,85	47,80	5 203	152,40	28 mai 2015	28,6%	2	1,8%
Eurazeo	60,50	71,69	4 337	76,90	30 juin 2015	21,3%	1,2	2,0%
FFP	66,70	25,16	1 678	132,50	30 juin 2015	49,7%	2	3,0%
Salvepar	42,99	6,85	295	53,00	30 juin 2015	18,9%	2,2	5,1%
<b>MOYENNE</b>						<b>29,6%</b>		<b>3,4%</b>
Compagnie Lebon	129,9	1,173	152	217,60	30 juin 2015	40,3%	3,8	2,9%

Pourquoi une décote aussi élevée alors que le track record de création de valeur sur 10 ans est bon ? Deux types de raison nous paraissent expliquer ce constat : des facteurs techniques comme le peu de liquidité du titre et des facteurs plus fondamentaux comme la faible perception par le marché du processus de création de valeur. L'exemple le plus frappant est le pôle hôtellerie, qui, est valorisé 85 M€ dans l'ANR de juin 2015, soit 3,3 le CA 2015 (25,5 M€) et dont nous estimons, après examen des pratiques du secteur, que sa valeur transactionnelle actuelle serait de 124,6 M€ comme détaillé ci-dessous. Si le groupe cédait ce pôle, il y aurait pour l'actionnaire une création de valeur instantanée de 32 € par action. A horizon 2018, le CA de l'hospitalité atteindrait 30 M€ après montée en puissance du Royal Garden permettant une valorisation a priori encore supérieure en fonction des multiples qui seront pratiqués.

Valeur transactionnelle du pôle hospitalité selon nos estimations

	CA HT M€	Multiple	Valeur transactionnelle
Hôtels Paris (valeur des fonds de commerce)	21,5	5	107,5
Hôtel Aix (valeur du fonds de commerce pour 51%)	4	3	6,12
Murs des hôtels Paris			11
<b>Valeur transactionnelle du pôle hôtelier selon nos estimations</b>			<b>124,6</b>
<b>Valeur dans ANR publié au 30 juin 2015</b>			<b>85,2</b>
Plus-value théorique avant impôt en M€			39,4
Plus-value théorique nette par action en € (Taux IS estimé : 4%)			<b>32,3</b>

Source : Expertise

Mentionnons pour conclure que le groupe se positionne de plus en plus comme un gérant d'actifs, offreur de solutions patrimoniales, une évolution qui n'est pas non plus pleinement perçue par le marché. Compagnie Lebon est une holding en pleine évolution et sa décote devrait aussi évoluer, mais cela prendra un certain temps. Notre objectif de cours s'établit à **144 €**, militant pour une réduction progressive de la décote. Soulignons que la liquidité du titre devrait s'améliorer avec le passage de la cotation en continu ce mois.



**Activité**

Hospitalité (Esprit de France et SET), Capital Investissement (Paluel-Marmont Capital et Paluel- Marmont Finance) et immobilier (Paluel-Marmont Valorisation)

**Concurrence**

Fonds d'investissements et immobilier , parc hôtelier parisien 4 étoiles, thermalisme

**Effectif**

423 personnes

**Calendrier**

28/02/16 : CA 2015

6/04/16 : RN 2015

**Coordonnées**

24, rue Murillo

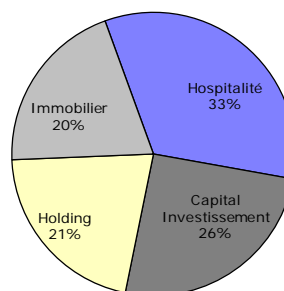
75008 Paris

Tél : +33 (0) 1 44 29 98 05

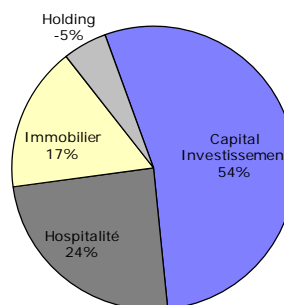
Site : [www.lebon.fr](http://www.lebon.fr)

Resp. com. : Frédérique Dumouset

**ANR 2015 par activité**



**RN 2015e par activité**



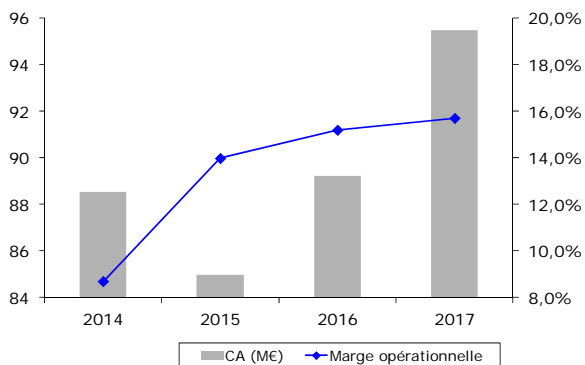
**Points forts**

- Actifs diversifiés
- Valeur transactionnelle élevée du pôle hospitalier
- Potentiel d'augmentation des commissions de gestion
- Augmentation régulière de l'ANR

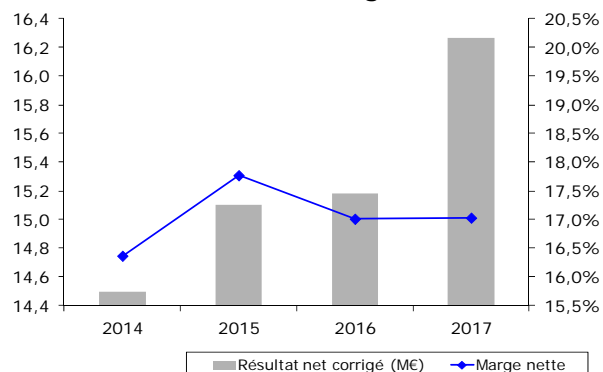
**Points faibles**

- Cyclicité du capital-investissement et de l'immobilier
- Un taux de distribution qui peut être amélioré
- Question sur l'impact à MT de la révolution digitale sur le secteur hôtelier

**CA et Marge opérationnelle**



**Résultat net et Marge nette**



## LEBON

COMPTE DE RESULTAT (M€) IFRS	12/13	12/14	12/15e	12/16e	12/17e	TMVA 14/17
Chiffre d'affaires	112,8	88,5	85,0	89,2	95,5	2,6%
<i>Variation</i>	<i>47,0%</i>	<i>-21,5%</i>	<i>-4,0%</i>	<i>5,0%</i>	<i>7,0%</i>	
Marge brute	37,4	44,2	33,0	34,7	37,7	-5,1%
Excédent Brut d'Exploitation	12,2	10,8	10,1	11,2	14,4	9,9%
Résultat opérationnel courant	10,5	7,8	6,9	7,4	10,4	10,0%
Autres produits et charges opérationnels	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	ns
Résultat opérationnel	12,7	7,7	11,9	13,6	15,0	24,9%
Résultat financier	1,6	-0,2	-0,6	-0,6	-0,5	ns
Résultat avant IS	16,6	15,8	16,5	16,6	17,8	3,9%
<i>Variation</i>	<i>3,4%</i>	<i>-4,5%</i>	<i>4,3%</i>	<i>0,5%</i>	<i>7,2%</i>	
Impôts	4,5	1,7	1,8	1,8	1,9	3,9%
Sociétés mises en équivalence	-0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	3,0%
RN activités arrêtées / en cours de cession	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	ns
Résultat net consolidé	11,8	14,5	15,1	15,2	16,3	3,9%
Intérêts minoritaires	3,2	2,5	2,6	2,7	2,8	3,0%
Résultat net part du groupe	8,7	12,0	12,5	12,5	13,5	4,1%
Résultat net part du groupe corrigé	8,7	12,0	12,5	12,5	13,5	4,1%

BILAN (M€)	12/13	12/14	12/15e	12/16e	12/17e
Fonds propres à 100% avant répart.	196,4	204,9	212,9	221,0	230,0
Provisions	16,1	9,0	9,0	9,1	9,1
Endettement financier long terme	26,7	29,6	49,7	44,7	40,3
Capitaux permanents	259,7	259,9	290,7	296,5	303,9
- Actif immobilisé	184,9	206,1	250,5	268,3	277,7
= Fonds de roulement	74,8	53,8	40,3	28,2	26,1
Besoins en fonds de roulement	24,9	23,4	21,6	14,4	11,5
Dettes bancaires à court terme	3,2	15,1	11,0	9,9	8,9
Disponibilités + titres de placement	53,1	45,6	29,7	23,7	23,6
Trésorerie nette	49,9	30,5	18,7	13,8	14,7
Endettement financier net	-23,2	-21,0	31,0	31,0	25,6
Total Actif / Passif	297,7	318,6	342,3	349,0	358,3

TABLEAU DE FINANCEMENT (M€)	12/13	12/14	12/15e	12/16e	12/17e
Capacité d'autofinancement	9,9	13,1	13,9	16,6	17,8
Invest. industriels nets	8,3	5,3	25,0	7,0	7,0
Var. du BFR	-27,8	1,5	1,8	7,1	3,0
Free Cash Flow	29,5	6,3	-12,9	2,5	7,8
Invest. financiers nets	21,9	18,0	13,0	20,0	20,0
Distribution	4,4	3,8	4,5	4,5	4,5
Augmentation de capital	2,5	0,0	0,0	0,0	0,0
Variation de l'endettement fin. net	-20,4	2,2	52,0	0,0	-5,4

RATIOS (%)	12/13	12/14	12/15e	12/16e	12/17e
Marge brute / CA	33,1	49,9	38,8	38,9	39,5
EBE / CA	10,8	12,2	11,9	12,6	15,1
ROP courant / CA	9,3	8,8	8,2	8,3	10,9
ROP / CA	11,3	8,7	14,0	15,2	15,7
Bénéfice net corrigé à 100% / CA	10,5	16,4	17,8	17,0	17,0
Invest. industriels nets / CA	7,4	6,0	29,4	7,8	7,3
BFR / CA	22,1	26,4	25,4	16,2	12,0
ROE	6,0	7,1	7,1	6,9	7,1
ROCE	4,9	2,8	3,3	3,6	3,9
Gearing	-11,8	-10,3	14,6	14,0	11,1
Pay out	43,2	37,3	35,7	35,7	35,7

DONNEES PAR ACTION (€)	12/13	12/14	12/15e	12/16e	12/17e	TMVA 14/17
Résultat net part du groupe	7,40	10,20	10,66	10,66	11,51	4,1%
Résultat net part du groupe corrigé	7,40	10,20	10,66	10,66	10,66	1,5%
CAF	8,45	11,19	11,85	14,13	14,13	8,1%
Free cash flow	25,11	5,37	-11,00	2,10	2,10	-26,9%
Actif net	184,83	188,71	197,78	206,93	206,93	2,3%
Dividende	3,20	3,80	3,80	3,80	3,80	0,0%
Nombre d'actions (en milliers)	1 173,00	1 173,00	1 173,00	1 173,00	1 173,00	
Nombre d'actions diluées (en milliers)	1 173,00	1 173,00	1 173,00	1 173,00	1 173,00	