

SEVEN EQUITIES

18 av. des Champs Elysées
75008 Paris

ACCOR

Recommandation : Alléger

**Eurolist A, SBF120, SBF 250
CAC 40, NEXT CAC 70, Euronext 100**

Date : 01/06/05

Notation (Fitch) : BBB+

Objectif de cours : 35,00€

Cours au 31/05/05 : 37,49€

Capitalisation boursière (K€) : 7 749 580

Nombre d'actions (04) en millier : 206 710

ANALYSE FONDAMENTALE

Cotation :

Dernier	37,49	Variation sur 1 jour	-0,29%
Ouverture	37,85	Variation sur 5 jours	+1,05%
Clôture veille	37,60	Variation depuis 01/01	+16,39%
+ Haut	37,85	+ Haut (1an)	39,04
+ Bas	37,29	+ Bas (1an)	30,37
Volume	758 062	Béa	1,33

Ratios Financiers :

	Dec 02	Dec 03	Dec 04
Dette nette / fonds propres	70,0%	67,0%	55,0%
Rendement des fonds propres ajusté (ROE)	11,04%	7,52%	6,33%
Marge d'exploitation (Résultat d'expl./CA)	27,1%	25,9%	26,1%
Resultat net /CA	6,02%	3,95%	3,35%

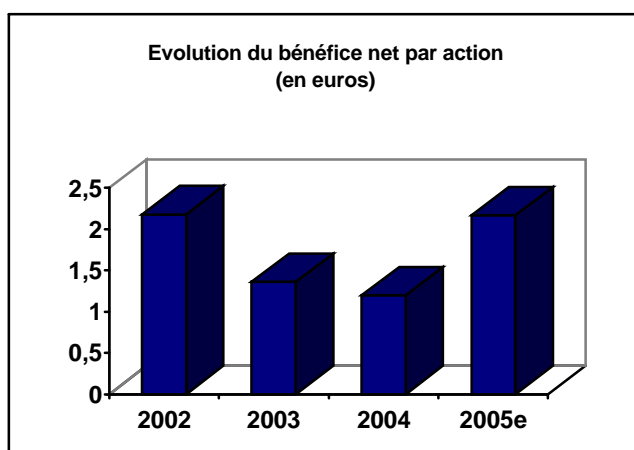
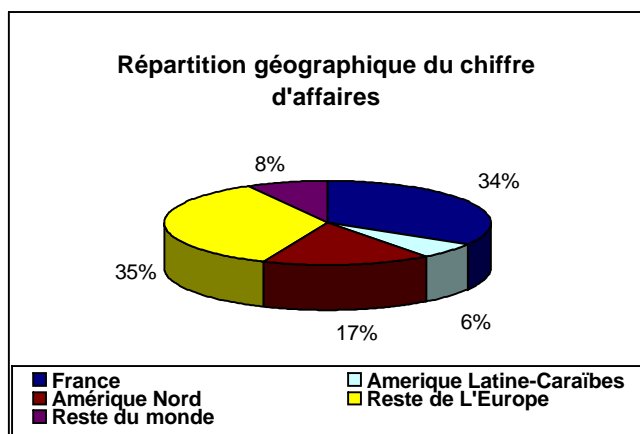
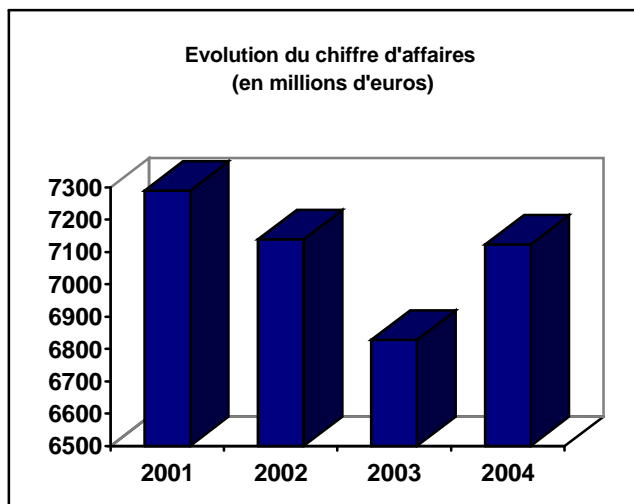
Ratios Boursiers :

	Dec 02	Dec 03	Dec 04	Dec 05e
Bénéfice Net par Action ajusté	2,18	1,36	1,20	2,17
PER	17,0	28,0	31,3	17,5
Dividendes	1,05	1,05	1,30	1,15
Nombre d'actions au 31/12 (en milliers)	197573	199259	206710	206710

Avis sur la valeur :

Accor est le 1^{er} groupe hôtelier européen et le 4^{ème} mondial en terme de chambres. Le chiffre d'affaires par activité se ventile entre l'hôtellerie (71%) avec 3 973 hôtels (463 427 chambres) dans 140 pays à fin 2004. Le parc hôtelier se répartit entre hôtels haut de gamme (183, Sofitel), milieu de gamme (1129 hôtels, Mercure, Novotel, Suitehotel), économiques (2615 hôtels, Etap Hotel, Ibis, Formule 1, Red Roof Inns et Motel 6) et 34 autres hôtels sans marque. De plus, le groupe développe une activité de loisirs avec Accor Vacances, Coralia Club et Accor Thalassa. Le deuxième pôle repose sur l'émission de titres de services dans 34 pays (7% du CA) avec les titres de restaurant, (notamment avec Ticket Restaurant en France), de motivation, de formation, etc. La restauration occupe 6,2% du chiffre d'affaires avec l'enseigne Lenôtre via la gestion de 9 boutiques en France (notamment le Pré Catelan et le Pavillon Elysée) et de 40 à l'international. La gestion de voyages d'affaires représente 5,6% de l'activité au travers de Carlson Wagonlit Travel (détenu à 50%) et les prestations de services à bord de trains (4% du CA, Compagnie des Wagons-Lits). Les casinos (groupe Barrière) occupent 3,1% du CA avec 21 casinos exploités fin 2003. Le chiffre d'affaires se partage géographiquement entre la France (34%), l'Europe (36%), l'Amérique du Nord (17%), l'Amérique latine-Caraïbes (6%), et le reste du monde (8%).

Au titre de l'exercice 2004, Le groupe dirigé par Jean-Marc Espalioux a fait état d'une progression de 4,3% de ses ventes à 7,123 milliards d'euros (+4,6% à données comparables) et d'une augmentation de 5,3% de son résultat brut d'exploitation à 1,859 milliards d'euros. Sa marge d'exploitation s'est par suite améliorée de 0,2 points à 26,1% sur cette période. Quant au résultat courant avant



impôt, il s'est apprécié de 13,2% à 592 millions d'euros au lieu de 523 millions d'euros en 2003. Il se place ainsi dans le haut de la fourchette de prévision exprimée par le groupe en septembre dernier à savoir un niveau compris entre 570 et 590 millions d'euros. Au niveau du résultat net part du groupe, il a été rogné par la dépréciation exceptionnelle de 58 millions d'euros inscrite dans les comptes au titre de la participation d'Accor dans le groupe Compass. Le Résultat net part du groupe a accusé de ce fait une décre de 11,5% à 239 millions d'euros.

Le chiffre d'affaires réalisé par Accor au premier trimestre 2005 s'élève à 1676 millions d'euros soit une hausse de 5,6% par rapport à la même période de l'année précédente. Les données 2005 ont été établies selon les normes comptables internationales (IAS/IFRS) et les données 2004 ont été retraitées selon ces mêmes normes, ainsi le chiffre d'affaires 2004 a été minoré en norme IAS/IFRS de 11,8 millions d'euros. La progression de 5,6% est calculée sur une base comptable comparable. A périmètre et change constants, la progression du chiffre d'affaires est de 3,8%

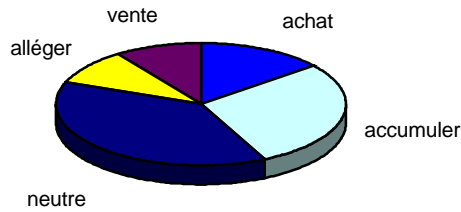
Dividendes :

Accor a proposé, à l'Assemblée Générale Mixte du 3 mai 2005 le versement d'un dividende ordinaire de 1,05 euro (inchangé par rapport à 2003) et d'un dividende exceptionnel de 0,25 euro, soit un total de 1,30 euro. Ce dividende, approuvé, a été versé le 17 mai 2005.

Objectifs et perspectives :

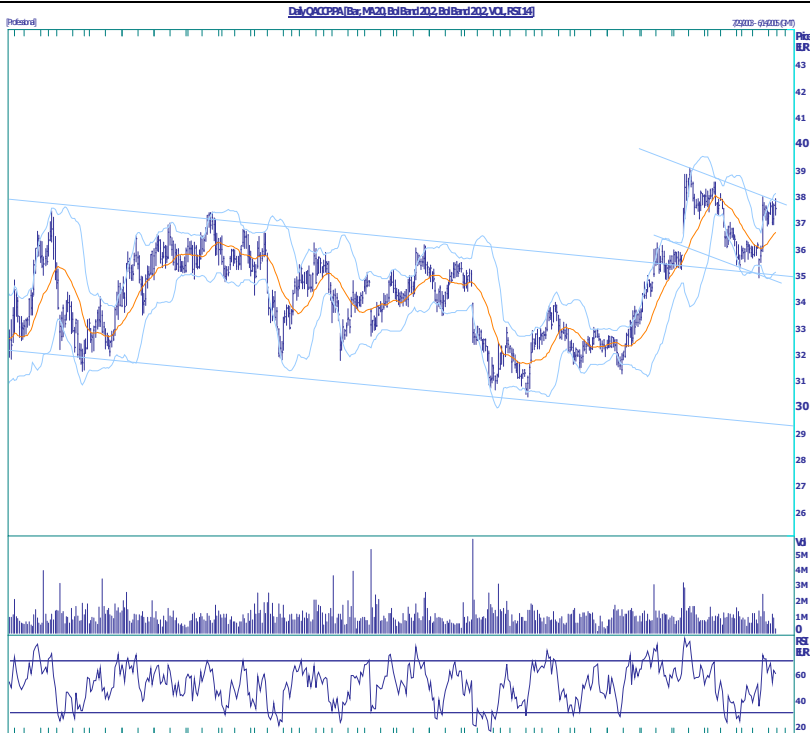
L'hôtellerie est une industrie à frais fixes élevés. La réduction de l'activité engendre une forte baisse des résultats. Pour pallier à cette faiblesse, dans l'hôtellerie haut de gamme, Accor a pour objectif de céder des hôtels en conservant le contrat de gestion afin de réduire la volatilité des résultats sur ce segment plus sensible aux cycles économiques. L'objectif est d'atteindre 75% du parc Sofitel sous contrat de gestion en 2006, contre 62% en 2004 et 52% en 2002. De plus, Dans l'hôtellerie milieu de gamme, Accor va transformer les contrats de location à prix fixe en location variable sur la base d'un pourcentage du chiffre d'affaires. Dans ce cadre, Accor a annoncé la signature d'un protocole d'accord avec la société holding Foncière des Murs portant sur la vente d'ici la fin du 1er semestre 2005 de 128 hôtels en France, dont il conserve la propriété du fonds de commerce et la gestion. Ce portefeuille, qui représente 447 millions d'euros de chiffre d'affaires pour Accor en France, est centré sur le segment moyen de gamme supérieur et composé essentiellement d'hôtels Mercure Novotel et Ibis.

CONSENSUS DU MARCHÉ



Achat :	14,2 %
Accumuler :	28,5 %
Neutre :	38,1 %
Alléger :	9,6 %
Vente :	9,6 %

ANALYSE TECHNIQUE



VENTE : OBJECTIF 35€

Après être sortie par le haut de son canal baissier moyen terme, la valeur a accéléré et se replace à présent dans un canal baissier court terme. Elle teste la résistance de ce canal baissier à 37,80€

Les indicateurs techniques donnent des signaux vendeurs à court terme dans des volumes importants.

Les bornes bollinger se stabilisent à la suite du mouvement violent qu'elles ont subi lors du dernier rebond du titre.

Nous conseillons donc de vendre cette valeur sur les niveaux de 37,80€ avec pour 1^{er} objectif 35€ puis 33,70€ Nous couperions les positions en cas de rupture des 38,20€

CONCLUSION

Avec 70% de ses revenus provenant de l'hôtellerie et le reste provenant d'activités défensives comme l'émission de tickets de services, la restauration de luxe et dans les TGV, et les casinos, Accor a un portefeuille d'activités équilibré. De plus le groupe pour mieux maîtriser ses résultats réalise une politique de baisse d'intensité capitalistique en revendant certains de ses hôtels tout en restant gérant. Les comptes 2004 marquent une embellie malgré la déception liée au compte de résultat. De plus la profitabilité d'exploitation s'inscrit en légère hausse en 2004. Enfin l'endettement net devient assez faible en 2005, représentant 55% des capitaux propres. Le premier trimestre a connu une progression raisonnable. La valeur, se payant un peu plus de 30 fois ses bénéfices 2004, nous conseillons d'alléger la valeur car elle nous paraît suffisamment valorisée.

Techniquement nous sommes vendeurs sur les niveaux de 37,80€ avec pour 1^{er} objectif 35€ Nous couperions les positions en cas de rupture des 38,20€