

# SEVEN EQUITIES

18 av. des Champs Elysées  
75008 Paris

## ACCOR

**Recommandation : Neutre**

**Euroliste A, : CAC40, Euronext  
100, FTSEurofirst 100, FTSEurofirst 80**

**Date : 08/11/05**

**Notation (Fitch): BBB+**

**Objectif de cours : 41,90€**

**Cours au 07/11/05 : 43,58€**

**Capitalisation boursière (K€) : 8 956 771**

**Nombre d'actions en millier : 206 711**

**ISIN : FR0000120404**

### ANALYSE FONDAMENTALE

#### Cotation :

Dernier	43,58	Variation sur 1 jour	+0,05%
Ouverture	43,42	Variation sur 5 jours	+4,61%
Clôture veille	43,56	Variation depuis 01/01	+35,30%
+ Haut	43,58	+ Haut (1an)	44,29
+ Bas	43,15	+ Bas (1an)	31,25
Volume	1 065 940	Béa	1,27

#### Ratios Financiers :

	Dec 02	Dec 03	Dec 04
Dette nette / fonds propres	70,0%	67,0%	55,0%
Rendement des fonds propres ajusté (ROE)	10,9%	6,0%	4,8%
Marge d'exploitation (Résultat d'expl./CA)	11%	9%	9%
Resultat net /CA	6,4%	4,5%	3,7%

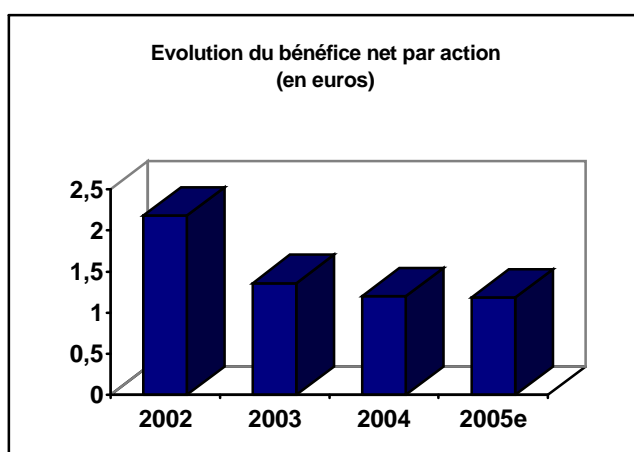
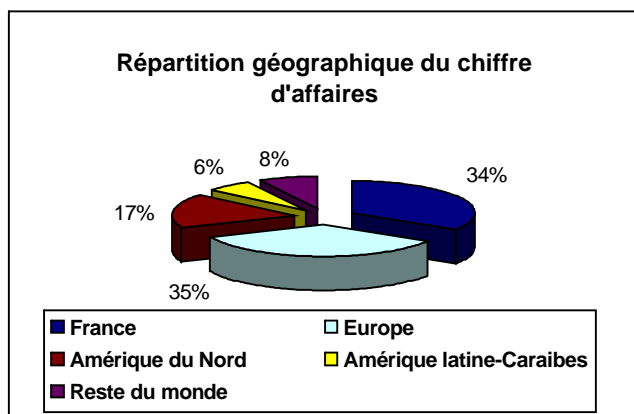
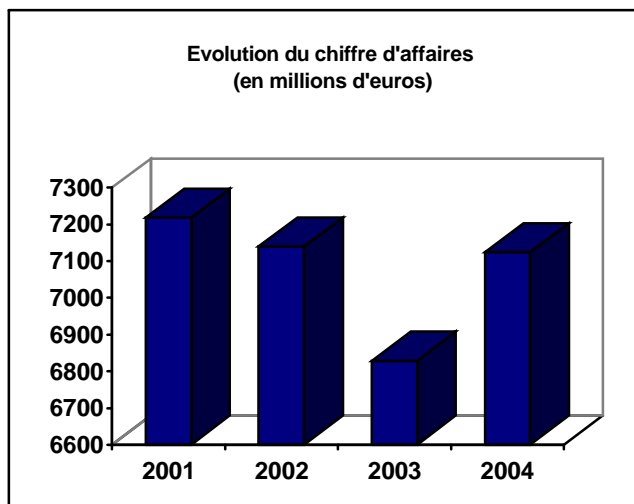
#### Ratios Boursiers :

	Dec 02	Dec 03	Dec 04	Dec 05e
Bénéfice Net par Action ajusté	2,18	1,36	1,20	1,18
PER	13,24	26,40	26,84	28,85
Dividendes	1,05	1,05	1,30	1,20
Nombre d'actions au 31/12 (en milliers)	197573	199259	199126	206711

#### Avis sur la valeur :

Présent dans 140 pays, Accor dispose d'un parc hôtelier de 4 000 hôtels qui fait du groupe le 1<sup>er</sup> groupe hôtelier européen, grâce à son positionnement unique sur l'hôtellerie économique, milieu et haut de gamme. L'hôtellerie constitue l'essentiel de l'activité (70,7% du CA) par l'intermédiaire de marques telles Sofitel, Mercure, Novotel, Suitehotel, Coralia Club, Etap Hotel, Ibis, Formule 1, Red Roof, Studio 6 et Motel 6. Ce pôle est composé d'hôtels en location (39,3%), sous franchise (23,9%), détenus en propre (23,3%) et sous contrat de gestion (13,5%). Le groupe complète cette activité principale par des métiers connexes, la plus connue du grand public étant l'émission de titres de services (7,1% par Accor Services) notamment les Ticket Restaurant. Accor propose aussi de la restauration (6,3% de l'activité grâce à Lenôtre), de la gestion de voyages d'affaires (6,2% du CA), des prestations de services à bord de trains (3,7% de l'activité) et des casinos (3,1% du CA et n°1 européen à travers le groupe Lucien Barrière). L'activité se ventile géographiquement entre la France (34%), l'Europe (34,7%), l'Amérique du Nord (17,3%), l'Amérique latine et les Caraïbes (6,2%) et le reste du monde (7,8%).

Accor a publié des résultats très satisfaisants pour fin septembre 2005, en ligne avec le premier semestre. En effet, l'activité au troisième trimestre 2005 s'établit à 1,986 milliard d'euros (contre 1,965 attendus), en hausse de 7,9% par rapport au troisième trimestre 2004, de 4,6% en données comparables. Ces résultats au-delà des prévisions confirment le bon premier semestre 2005 d'Accor durant lequel le chiffre d'affaire du groupe a augmenté de 5% et le résultat opérationnel de 26,1%. Suite à la stratégie de cession d'actifs, le résultat net s'élève à 156 millions d'euros au premier semestre 2005, contre 64 millions à la même époque de l'année précédente. La marge brute



d'exploitation s'améliore de 0,2 points, pour s'établir à 24,8%. Sur les 9 premiers mois de l'année 2005, le chiffre d'affaires du groupe est de 5,629 milliards d'euros, en progression de 7,2% en données publiées et de 4,9% à périmètre constant. Tous les métiers du groupe sont en croissance mais on notera que l'activité du pôle Hôtellerie moyen et haut de gamme s'est accrue de 3,7%, avec comme vecteurs de croissance l'Asie, l'Amérique latine mais aussi les Etats-Unis et l'Angleterre, et ce malgré les impacts de l'ouragan Katrina et des attentats de Londres. Le secteur des Services a connu une hausse de l'activité de 13% (17,1% en constant), soutenue par la diffusion des tickets-restaurant et des chèques-emplois dans de nouveaux pays. Sur les neuf premiers mois de 2005, les activités connexes du groupe sont également en croissance, de 6,5% pour le pôle Agence de voyages et de 2% pour l'activité Casino. On notera également que le groupe poursuit sa réduction de la dette.

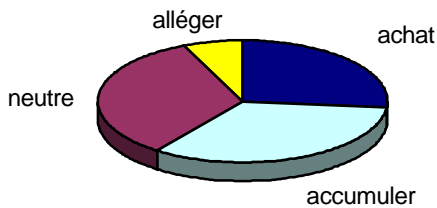
#### **Dividendes :**

Le 17 juillet dernier, Accord a versé au titre de l'année 2004 un dividende de 1,30€ qui comprend un dividende exceptionnel de 0,25€

#### **Objectifs et perspectives :**

Le chiffre d'affaires du troisième trimestre est conforme aux attentes et permet à Accord de réitérer son objectif pour 2005 de résultat courant avant impôts situé entre 590 et 610 millions d'euros (+15 à 20% par rapport à 2004) et son objectif de résultat net de l'ordre de 300 millions d'euros (+30%), tels qu'annoncés lors de la publication des résultats semestriels. De nombreux facteurs devraient favoriser le développement du groupe, notamment des facteurs financiers, comme le milliard d'euros apporté par le fond d'investissement Colony Capital et les cash-flows résultants de la politique de cession d'actifs. Cela va permettre l'accélération du développement hôtelier avec pour objectif de porter à 5000 le nombre d'hôtels en 2009. Cette expansion se fera essentiellement sur les marchés porteurs en Europe (Italie, Allemagne, Benelux) et dans les pays émergents. Après le Pérou, Panama et la Bulgarie, le groupe compte se consolider en Chine, en Inde et en Russie. De plus, Accor devrait bénéficier d'un cycle hôtelier plus favorable et d'une stratégie de hausse des prix. Le secteur des Services suit la même stratégie d'acquisitions ciblées combinées à une croissance organique. Suite à son entrée dans le capital du Club Méditerranée, le groupe entend également profiter des synergies résultant d'une offre groupée de services. Sur le long terme, la tendance à l'augmentation du temps de loisir et des revenus sont des facteurs favorables.

## CONSENSUS DU MARCHÉ



Achat :	26,66 %
Accumuler :	33,33 %
Neutre :	33,33 %
Alléger :	6,66 %
Vente :	0 %

## ANALYSE TECHNIQUE



### **VENTE: OBJECTIF 41,90€**

la valeur évolue dans un canal légèrement baissier ou elle teste actuellement sa résistance à 43,90€ et semble faire une figure en triple top.

Les indicateurs techniques donnent des signaux vendeurs à court terme et une augmentation des volumes encourage l'hypothèse d'un retournement de tendance ou d'une sortie par le haut.

Les bornes bollinger sont stables mais laissent envisager une augmentation de la volatilité à court terme.

Nous conseillons donc de vendre cette valeur sur les niveaux de 43,90€ avec pour 1<sup>er</sup> objectif 41,90€ puis 40,60€. Nous couperions les positions en cas de rupture des 44,10€.

## CONCLUSION

Premier groupe hôtelier en Europe, et leader dans de nombreux pays (France, Allemagne, Pologne), Accor semble avoir surmonté 2 années difficiles mais la rentabilité et la marge du groupe restent dans une tendance baissière. Si le nouveau duo de dirigeants Pélisson / Weinberg souhaite poursuivre le développement externe du groupe, celui-ci reste soumis à des conditions d'ordre conjoncturel. En effet, même si Accor propose une gamme d'hôtels allant de l'économique au haut de gamme et propose une activité de Services qui assure des revenus permanents, son métier historique, l'hôtellerie est une activité cyclique qui peut être pénalisée par un ralentissement de la croissance ou des menaces (attentats, grippe aviaires...), notamment à cause de l'importance des coûts fixes dans ce secteur. De plus, l'activité internationale du groupe le rend dépendant des taux de change, notamment du dollar. En prenant également en compte la valorisation élevée du titre, nous conseillons à court terme de rester à l'écart du titre. Techniquement nous sommes vendeurs sur les niveaux de 43,90€ avec pour 1<sup>er</sup> objectif 41,90€ puis 40,60€. Nous couperions les positions en cas de rupture des 44,10€.