



Millennium & Cophorne Hotels Plc

Londres, ticker : MLC / ISIN : GB0005622542

*** Eligible au PEA ***

Présentation

Millennium & Cophorne Hotels est, comme son nom l'indique une chaîne hôtelière qui est présente partout dans le monde. La société détient et gère une centaine d'hôtels situés en Chine continentale (11), en Indonésie (1), au Japon (1), en Malaisie (1), aux Philippines (1), à Singapour (6), à Taïwan (1), en Thaïlande (1), en Nouvelle-Zélande (18), aux USA (14), en France (2), en Italie (1), au Royaume-Uni (21), en Irak (2), en Jordanie (1), au Koweït (2), à Oman (3), au Qatar (3), en Arabie Saoudite (4) et aux Emirats Arabes Unis (10).

Le chiffre d'affaires se répartit comme suit : Asie 35 %, USA 33 %, Royaume-Uni 16 %, Europe et Moyen Orient 10 %, Océanie 5 %.

Créée en 1972, Millennium est une société britannique, cotée à Londres et contrôlée à 62 % par une société d'investissement de Singapour : City Development.

La stratégie de la société est, selon la direction, d'acquérir des hôtels existants et d'améliorer leur rentabilité.

L'année 2015 a été significativement mauvaise en raison du mauvais climat économique en Asie mais aussi d'une baisse de l'affluence dans les autres hôtels du groupe. Le bénéfice s'est tassé et le dividende pour 2016 est annoncé en baisse de 55 %.





I. **Gestion** (nous tentons d'évaluer ici si la société est gérée dans l'intérêt des actionnaires)

1. Evolution du nombre d'actions

n-1	325
n-2	324
n-3	326
n-4	323
n-5	316
n-6	312
n-7	307
n-8	300

L'observation du nombre d'actions en circulation permet de vérifier si les actionnaires ne sont pas soumis à des dilutions excessives, consécutives à des plans de stock-options trop conséquents ou à des besoins de refinancement.

Le nombre d'actions est en augmentation, de 8 % sur les 8 derniers exercices. Si ce n'est clairement pas un élément positif, la dilution nous paraît rester raisonnable.

2. Rapport frais généraux/chiffres d'affaires

n-1	45,45%
n-2	36,08%
n-3	34,38%
n-4	42,03%
n-5	43,90%
n-6	46,55%
n-7	45,87%
n-8	40,50%

L'observation de l'évolution de ce ratio dans le temps permet de vérifier si la direction est attentive à la maîtrise de ses frais généraux.

Même si le ratio est assez volatile, nous constatons que le poids des frais généraux dans le chiffre d'affaires est plus ou moins constant sur la durée. On peut penser que la direction y est attentive.

3. Rotation des stocks



n-1	1,99
n-2	2,31
n-3	1,58
n-4	2,21
n-5	2,07
n-6	2,53
n-7	2,65
n-8	3,14

L'observation de l'évolution de ce ratio permet de vérifier que la direction gère ce poste de l'actif courant de manière optimale. Un ralentissement de la vitesse de rotation des stocks peut signifier un stock obsolète et/ou géré de manière peu dynamique, voire être un signe précurseur d'un ralentissement de la demande des clients.

Au vu des activités de la société, les stocks constituent une variable peu importante. Ce ratio ne nous paraît pas relevant pour le secteur dans lequel Millennium est active.

4. Création de valeur sur 7 années : 38,5 % ou 4,8 % par an

Nous calculons cette création de valeur en cumulant, sur la période, l'augmentation des fonds propres par action de la société et les dividendes distribués. Il nous permet de voir quelle a été la vraie valeur générée au profit des actionnaires.

Il s'agit là d'un niveau relativement faible de création de valeur pour les actionnaires.

Conclusions : Les différents ratios présentés ci-dessus nous laisse penser que la gestion de la société est passable tout au plus, notamment en raison de la légère dilution des actionnaires et de la relative faiblesse de la création de valeur.

II. **Solidité bilantaire** (nous vérifions ici la capacité de la société à faire face à ses engagements et à « tenir » en cas de faiblesse conjoncturelle)

1. Ratio courant : 1

Ce ratio compare les actifs courants de la société avec ses passifs à court terme. Il nous permet d'apprécier la capacité de la société à faire face à ses échéances financières à court terme et à disposer de suffisamment de liquidités pour pouvoir tourner.



Le ratio courant de Millennium & Copthorne Hotels Plc montre que les actifs à court terme sont égaux aux passifs à court terme, ce qui nous semble constituer une position de liquidité suffisante sans être confortable.

2. Trésorerie nette par action : -2,02 USD

Nous calculons ce montant en amputant le cash et les placements de trésorerie de l'actif de l'ensemble des dettes financières du passif qu'elles soient à long terme ou à court terme.

La trésorerie nette est négative pour cette société, ce qui représente un handicap certain lorsqu'il s'agira de « tenir » en période de mauvaise conjoncture. Néanmoins, nous relativisons ce constat en fonction des activités du groupe : la société est propriétaire d'une bonne partie de ses murs et le niveau des besoins en investissement est tel qu'à moins de diluer encore d'avantage les actionnaires, un certain niveau d'endettement financier est nécessaire.

3. Rapport free cash-flow moyen/dette long terme : 23,6

Nous comparons le free cash-flow moyen des 5 derniers exercices avec les engagements à long terme de la société. Il nous permet de calculer le nombre d'années nécessaires à la société pour rembourser ses dettes à long terme.

Ce ratio nous indique qu'il faut 23,6 années d'activité « normale » de l'entreprise pour rembourser l'intégralité des dettes à long terme. C'est relativement élevé mais doit être mis en regard des actifs de la société : ceux-ci, essentiellement constitué des murs des hôtels exploités (environ la moitié de ceux-ci sont détenus en pleine propriété) : ces actifs ont en principe une durée de vie très longue.

4. Ratio de solvabilité : 57,3 %

Il s'agit ici de notre ratio de solvabilité « maison » qui se calcule en comparant les fonds propres au total de bilan duquel nous avons amputé les liquidités et placements de trésorerie.

Ce ratio nous semble relativement confortable.

Conclusions : La structure bilantaire de l'entreprise nous semble correcte même si l'endettement est tout de même relativement élevé eu égard au cash généré.

III. **Croissance** (nous examinons ici la croissance passée de la société)



1. Bénéfice par action

n-1	0,20
n-2	0,34
n-3	0,70
n-4	0,42
n-5	0,51
n-6	0,31
n-7	0,23
n-8	0,21

Le bénéfice de la société est assez erratique et démontre que l'activité hôtelière est, au moins en partie, relativement cyclique. A noter que le bénéfice de l'année dernière a été divisé par 2 en raison de réductions de valeur sur le patrimoine immobilier, un événement qui n'entraîne pas de sortie de cash et qui est, en principe, ponctuel.

2. Chiffre d'affaires par action

n-1	2,61
n-2	2,55
n-3	3,18
n-4	2,38
n-5	2,60
n-6	2,38
n-7	2,13
n-8	2,34

Le chiffre d'affaires est relativement stable dans le temps.

3. Free cash-flow par action

n-1	0,19
n-2	-0,82
n-3	0,62
n-4	0,41
n-5	0,62
n-6	0,35
n-7	0,28
n-8	0,24



Le free cash-flow (FCF) représente le cash qu'une société peut générer après avoir dépensé l'argent nécessaire à l'entretien ou au développement de son actif. Le calcul du niveau de ce flux de trésorerie disponible est important car il permet de mesurer la capacité de l'entreprise de pouvoir saisir des opportunités d'investissement et créer de la valeur pour les actionnaires.

Celui-ci fluctue au gré des acquisitions ou des (rares) cessions réalisées par Millennium. Ici aussi, nous ne constatons pas vraiment de tendance à la croissance.

4. Dividende par action

n-1	0,14
n-2	0,23
n-3	0,14
n-4	0,17
n-5	0,10
n-6	0,06
n-7	0,06
n-8	0,13

La politique de dividende de Millennium & Copthorne Hotels consiste à distribuer +/- 1/3 des bénéfices comptables du groupe. Ceci explique la volatilité des montants des montants payés aux actionnaires.

5. Marge d'exploitation

n-1	13,22%
n-2	23,61%
n-3	22,21%
n-4	18,22%
n-5	14,08%
n-6	12,61%
n-7	11,47%
n-8	18,86%

Ce ratio se calcule en divisant le résultat d'exploitation par le chiffre d'affaires généré. Il est important car il permet de mesurer la capacité de l'entreprise à imposer ses prix et à maîtriser ses coûts de production.



Hors impact des réductions de valeur sur l'immobilier, la marge d'exploitation est relativement stable.

Conclusions : L'observation des chiffres comptables semblent confirmer que Millennium & Cophorne Hotels n'est pas une société de croissance à proprement parlé mais qu'elle doit supporter une certaine cyclicité. Le ralentissement en Asie de ces 2 ou 3 dernières années pèse sans doute en partie sur les derniers résultat.

IV. Rentabilité (nous mesurons ici la capacité de l'entreprise à dégager de la rentabilité)

1. ROE

n-1	2,86%
n-2	4,86%
n-3	9,98%
n-4	6,20%
n-5	7,79%
n-6	4,94%
n-7	4,00%
n-8	3,68%

Le Return On Equity compare le bénéfice net au fonds propres. Il mesure donc le taux de rentabilité de l'argent des actionnaires. On considère souvent qu'un ROE supérieur à 15 % est satisfaisant.

Avec un ROE moyen de 5,5 %, nous ne pouvons que constater que l'argent investi par les actionnaires n'est pas rentabilisé de manière satisfaisante. Ce constat doit néanmoins être relativisé en fonction de l'importance du parc immobilier qui est détenu par l'entreprise : ce parc immobilier mobilise des capitaux importants qui réduisent mécaniquement le taux de rendement.

2. Rapport free cash flow/dividende

n-1	1,38
n-2	-3,62
n-3	4,53
n-4	2,48
n-5	6,22
n-6	5,56
n-7	4,47
n-8	1,90



On obtient ce ratio en comparant les excédents de cash générés par la société à ses dividendes. Il permet de mesurer la « marge de sécurité » dont dispose la société pour maintenir son dividende en période difficile.

Au cours de ces 8 dernières années, le free cash flow généré a couvert, en moyenne, 2,86x le montant du dividende distribué. Le niveau moyen du dividende ne semble donc pas en péril.

Conclusions : Millennium & Copthorne Hotels présente une rentabilité apparente plutôt faible.

IV. **Valorisation** (nous donnons ici quelques éléments de valorisation de la société)

1. PER 2015 : 21 (PER moyen des 8 dernières années : 12,5)
2. Rendement dividende 2015 : 3,2 %
3. Price to book 2015 : 0,60 (price-to-book moyen des 8 dernières années : 0,73)
4. Price Net cash ratio : -2,09 (c'est le rapport entre le cours et la trésorerie nette telle que présentée ci-dessus)
5. Objectif de cours de l'équipe des daubasses (c'est la principale mesure qui nous permet de prendre nos décisions d'achat et de vente. Elle est basée sur une formule patiemment élaborée après plusieurs mois de recherche et de débats. Les éléments permettant d'aboutir à cette valorisation sont le niveau de la capacité bénéficiaire de la société et sa rentabilité et le calcul sont purement quantitatifs. Il tient compte des derniers rapports financiers disponibles mais absolument pas des perspectives) : notre juste prix pour Millennium & Copthorne Hotels s'établit à 9,09 GBP.

V. **Conclusions**

Au cours actuel de 4,22 GBP, il est possible d'acquérir des actions Millennium & Copthorne Hotels avec un potentiel par rapport à notre objectif théorique de 115 %.

Les ratios d'analyse que nous vous avons présentés ci-dessus semblent relativement moyen, voire même médiocres par rapport à ce que nous rencontrons habituellement dans les RAPP dans lesquelles nous investissons.

« Mais pourquoi diable dès lors vous intéressez-vous à cette société ? »

Ami(e) lecteur(trice), pour essentiellement deux raisons :



- La première, c'est que nous avons le sentiment qu'il s'agit d'une entreprise qui est parfaitement positionnée pour profiter d'un affaiblissement éventuellement durable de la livre sterling : l'essentiel des hôtels qu'elle exploite sont situés en dehors du Royaume-Uni et donc produisent leurs comptes sociaux dans une monnaie qui n'est pas la livre sterling. Une fois les résultats transformés en livre sterling pour confectionner les comptes consolidés du groupe, ceux-ci seront mécaniquement plus élevés. Quant aux hôtels situés au Royaume-Uni, ils pourraient peut-être bénéficier de l'augmentation du pouvoir d'achats des touristes étrangers comparativement à la parité de leur monnaie vis-à-vis de la livre sterling et profiter de ce phénomène pour augmenter le nombre de nuitées par établissement.
- La deuxième raison est essentiellement « daubasse ». Comme nous l'avons exprimé à plusieurs reprises dans l'analyse, l'entreprise est propriétaire d'une partie des hôtels qu'elle exploite. Une petite partie des sites restants sont situés sur des terrains loués sous forme de baux emphytéotiques et le reste est pris en location souvent sur du long terme. Ajoutons que la société détient aussi quelques immeubles qu'elle n'exploite pas directement mais qu'elle met en location. Ces immeubles ne sont d'ailleurs pas toujours liés à l'activité hôtelière puisqu'on y retrouve, pêle-mêle, un shopping center à Singapour, un immeuble de bureaux à Baltimore, un terrain en Californie ou des hôtels loués au groupe ACCOR un à Singapour, 3 à Brisbane et 2 à Perth et d'autres hôtels loués à des tiers (un à Auckland, un aux Maldives, deux au Japon et un au Royaume Uni)

C'est donc ce patrimoine immobilier qui, en tant qu'amateurs d'actifs, nous a intéressés au plus haut point avec Millennium. En effet, la VANE de la société s'établit à 3,86 GBP, ce qui se situe à peine sous le cours actuel. Il nous semble donc y avoir là un solide collatéral tangible pour garantir une bonne partie de notre investissement (le potentiel cours/VANT est d'ailleurs de 67 % !).

Enfin, une ultime cerise sur ce gâteau déjà bien garni : il s'agit de la dévaluation de la livre sterling par rapport aux autres monnaies.

En effet, comme nous l'avons vu, la plus grande part des actifs de Millennium sont détenus en dehors du Royaume-Uni, là où ils sont valorisés en devises locales.

« Grâce » à la menace de Brexit et la chute de la GBP qui en a suivi, tous les actifs étrangers de Millenium ont mécaniquement pris de la valeur en GBP et ce phénomène n'apparaîtra que lorsque les prochains comptes seront publiés.

Ainsi, toute chose restant égale, nous avons estimé que l'impact de la baisse de la livre sur les actifs de Singapour avait un impact positif de 0,27 GBP par action Millennium, de 0,19 GBP sur les actifs américains, de 0,18 GBP sur les actifs néo-zélandais, de 0,08 GBP sur les actifs européens. Nous n'avons malheureusement pas suffisamment de détail pour les actifs asiatiques mais on peut donc estimer que les nouveaux comptes consolidés présenteront, à tout le moins, une augmentation des fonds propres exclusivement due au change de 0,72



GBP par action, soit 10 %, ce qui augmenterait encore notre marge de sécurité exprimée en GBP.