

Great Eagle Holdings

Hong-Kong Stockexchange : code Mnémomique= 0041

OTC Market : code Mnémomique = GEAHF

Introduction

Great Eagle est une société qui détient et gère des hôtels essentiellement sous les enseignes Langham et Eaton en Asie (Hong Kong, Chine continentale, Australie et Nouvelle-Zélande), aux US (Boston, Chicago, New-York, ...), au Canada (Toronto) et au Royaume-Uni (Londres).

Great Eagle détient et gère également en propre des appartements, des murs de commerces et des bureaux via ses filiales détenues à 100 % que nous allons détailler ci-dessous.

La famille Lo qui a fondé la société en 1963, la dirige et détient directement et indirectement plus de la moitié du capital de la société. La société génère de gros cashflows opérationnels croissants (0,8 Md HKD en 2010 / 1,1 Md HKD en 2011 / 2,8 Md HKD en 2012 / 2,9 Md HKD en 2013).

Ce qui nous a attiré sur cette société, c'est un ensemble de sous-valorisations flagrantes comme nous allons vous l'analyser plus bas. Le tout au sein d'une société familiale qui est gérée pour croître dans l'une des régions du monde les plus dynamiques au monde. Le marché nous démontre une nouvelle fois son inefficience et qu'il existe bien souvent des différences entre valeur et prix. Cela ravit le chasseur de daubasses !

Les chiffres sont issus des comptes consolidés arrêtés au 31 décembre 2013 et sur la base de 655 736 451 actions. Nous avons acquis 1 210 titres le vendredi 11 juillet, à un cours de 3,74 USD sur l'OTC américain. En considérant un cours de change 1 USD = 7,75 HKD, ce cours équivaut à 28,99 HKD.

Présentation

Commençons par la présentation des différentes sociétés, filiales à 100%, du groupe Great Eagle Holdings.

- Great Eagle Centre, à Hong Kong, occupé à 93% pour les bureaux et 99% pour les appartements. (http://en.wikipedia.org/wiki/Great_Eagle_Centre#mediaviewer/File:HK_Great_Eagle_Centre_2007.jpg)



- Eaton Serviced Apartments gère des appartements-hôtels à Hong Kong, occupés à 73%.

(http://www.greateagle.com.hk/html/eng/our_businesses/images/img_EH_bluepool.jpg

http://www.greateagle.com.hk/html/eng/our_businesses/images/img_EH_villageroad.jpg

http://www.greateagle.com.hk/html/eng/our_businesses/images/img_EH_gaproad.jpg)



- enfin, des immeubles de bureaux et de commerce en Californie à Sacramento, San Francisco et sur la Baie de Californie.



http://www.greateagle.com.hk/html/eng/our_businesses/images/img_353_Sacramento.jpg

http://www.greateagle.com.hk/html/eng/our_businesses/images/img_123MS.JPG

<http://pacificeagleholdings.com/wp-content/uploads/2008/12/ygnacio-ext-300x202.jpg>

<http://pacificeagleholdings.com/wp-content/uploads/2008/12/2700ygnacio.gif>

A notre prix d'achat de 28,99 HKD, le Groupe est valorisé 19,01 Md HKD.

C'est presque un cas d'école, puisque les 2 principaux actifs, ce sont des participations majoritaires dans des sociétés cotées... qui décotent elles-mêmes fortement sur leurs fonds propres. Bref, a priori, tout ce que nous aimons.

La première participation est **Champion Real Estate Investment Trust** qui gère 3 gros immeubles « A Grade », soit le top du top à Hong Kong :

- Citibank Plaza, un gratte ciel de bureau loué à 85%
- Langham Place Office, un immeuble de bureau loué à 99%
- Langham Place Mall, un mall occupé à 99,99%

La valorisation boursière de Champion REIT est de 20,85 Md HKD, pour une valeur nette comptable de 45,36 Md HKD. Soit une décote de 54%.

Great Eagle détient au 31 décembre 2013 60,35% de Champion REIT.

La deuxième participation cotée est **Langham Hospitality Investments (LHI)**. Great Eagle a introduit sur le marché à travers cette société en mai 2013, 3 de ses hôtels de luxe à Hong Kong : Eaton (plutôt très haut de gamme que luxe), Langham Place Hotel Hong Kong et The Langham.

LHI assure également la gestion de tout un portefeuille d'hôtels (7 hôtels, pour 1 788 chambres) en Chine continentale. Elle ne touche que des fees, ne détenant pas les murs. Ce qui nous arrange, puisque nous ne sommes pas particulièrement adeptes de l'immobilier en Chine continentale. Il y a encore 9 hôtels dans le pipeline pour les 3 ans à venir. Une option offerte et sans consommation de cash, puisque LHI a uniquement le rôle de gestionnaire d'hôtels.

LHI est valorisé en bourse 7,16 Md HKD, pour une valeur nette comptable de 10,67 Md HKD. Soit une décote de 33%.

Great Eagle détient 57,72% de LHI.

Tentative de valorisation

Le management valorise Great Eagle de 2 façons :

- Base comptable en considérant que les participations dans Champions REIT et LHI sont majoritaires, et que donc redevables de 100% de la dette. C'est le principe de l'intégration globale en comptabilité. Ainsi, sur cette base, leur valorisation par action est de 78,1 HKD
- Sur la quote-part uniquement des participations (actifs, et surtout dettes en prorata), la valorisation ressort selon leur méthode de calcul à 89,6 HKD par action

Nous allons challenger ces valeurs.

Selon nos calculs :

Tout d'abord, les immeubles détenus en propre. Et là, première bonne nouvelle : pour les biens détenus à 100% en propre, Great Eagle valorise son immobilier en valeur historique amortie. Par prudence, et fidèle à notre approche conservatrice, nous allons reprendre seulement 80% de la valeur historique d'acquisition (soit une marge de sécurité de 20%). Ce qui dans une région en forte croissance comme le Sud Est asiatique et du fait de l'ancienneté de la société (plus de 50 ans), nous procurera une bonne marge de sécurité. Donc, pour les terrains, les murs d'hôtels et autres immeubles détenus, nous avons une valeur brute d'acquisition de 16,67 Md HKD. Soit, après notre marge de 20%, 13,34 Md HKD. Ce montant correspond peu ou prou à la valorisation nette comptable des amortissements de tous les actifs amortis de la société, soit 13,39 Md HKD. Nous ne retraiterons donc pas ce poste, la différence étant minime.

Pour les autres investissements immobiliers en propre, ils sont valorisés à leur juste valeur, soit 7,74 Md HKD. Sur cette valeur, nous allons prendre une marge de sécurité arbitraire de 30% pour nous prévenir de toute surestimation des valorisations des experts et aussi d'une chute du marché immobilier à Hong-Kong, et retenir ainsi seulement 5,42 Md HKD.

Nous allons considérer le projet Dalian (un hôtel en Chine continentale) valorisé dans les comptes 0,63 Md HKD pour 0.

Le cash et équivalents de cash. Nous reprenons telles quelles les données du bilan consolidé de l'entité Holding, soit 12,56 Md HKD et nous retranchons le cash détenu directement par Champion REIT (0,75 Md HKD) et LHI (1,07 Md HKD) et nous obtenons 10,74 Md HKD.

Nous considérons tous les actifs non durables et à faible valeur marchande, ainsi que certains postes de l'actif courant pour 0, ceci augmentera notre marge de sécurité. Ce sont notamment, les stocks, les équipements, les investissements dans des sociétés via des JV et les créances clients ! Soit plus de 3 Md HKD, l'équivalent de 4,6 HKD par action.

Totale des dettes hors Champion REIT et LHI = -7,03 Md HKD

Intérêt minoritaires = -0,86 Md HKD

Moins le dividende versé pour 0,43 HKD = -0,27 Md HKD

Nous arrivons à une valorisation intermédiaire avant prise en compte des valorisations de Champion REIT et de LHI de 21,39 Md HKD ou encore 32,62 HKD. Donc, déjà, à cette étape de notre évaluation, nous avons déjà une décote par rapport à notre cours d'achat de 28,99 HKD de 11%. Nous rappelons qu'au 31 décembre 2013, Great Eagle détient 60,35% de Champion REIT et 57,72% de LHI. Elles sont donc offertes ! Mais nous allons tout de même ajouter les valeurs à nos calculs.

A ce point, nous pouvons retenir 2 approches :

- 1) valoriser les participations à leur valeur de marché, puisque les titres sont négociés en bourse ;
- 2) valoriser ces participations sur base de leur valeur comptable, prorata de leur détention par Great Eagle

1. La valorisation de marché

La valorisation sur la base des capitalisations boursières ressortent pour Champion REIT à une valeur 12,52 Md HKD (ou 19,09 HKD par action Great Eagle) et la quote-part de LHI à 3,40 Md HKD (ou 5,19 HKD par action). En additionnant ces deux participations aux précédentes valeurs retenues, nous obtenons une valorisation de 37,41Md HKD, ou encore 56,90 HKD par action.

2. La valorisation comptable

Champion REIT, pour les 60,35% retenus, est valorisée en capitaux propres à hauteur la valeur 27,38 Md HKD, ou 41,75 HKD par action. Quant à la quote-part de LHI, elle est valorisée en fonds propres à 6,16 Md HKD, ou 9,39. En additionnant toutes les valeurs retenues, nous obtenons une valorisation de 55,97 Md HKD, ou encore 85,35HKD par action

Calcul récapitulatif, en HKD par action

- + Immobilier détenus en propre, en valeur historique avec une marge de 20% = 20,42
 - + Investissements immobiliers en juste valeur, avec une marge de 30% = 8,26
 - + Projet hôtelier Dilian (République Populaire de Chine) = 0
 - + Cash et équivalent = 16,39
 - + Participations minoritaires et JV, biens en vente, créances, stocks et équipements = 0
-
- ensemble du passif = -10,72
 - part des minoritaires = -1,31
 - dividende versé sur la période = -0,41

Valorisation hors participations cotées = **32,62 HKD**

Participations cotées, valeurs par action

	valeur de marché	approche comptable
Champion REIT (60,35%)	19,09	41,75
LHI (57,72%)	5,19	9,39
Valorisation totale Great Eagle	56,90	83,77
Cours d'achat	3,74 USD ou 28,99 HKD	
décote	-49%	-65%
potentiel	96%	189%

Conclusion

Pour résumer, le management valorise la société, selon ses approches purement comptables ou alors en quote-part économique, entre 78,1 HKD et 89,6 HKD l'action.

Selon nos calculs et selon que nous choissions une approche de marché, le titre a une valeur par somme des parties de 58,46 HKD par titre. Soit à notre cours d'achat de 28,99 HKD, une décote de 49%, ou encore un potentiel de +96%.

Sur la base des capitaux propres non retraités des filiales cotées, nous obtenons une valeur de 85,35 HKD par action, soit par rapport à notre cours d'achat, une décote de 65%, ou encore un potentiel de +189%.

Nous estimons que l'approche par l'actif net comptable (2) n'est pas assez conservatrice, trop optimiste, car basée sur la juste valeur des immeubles détenue par les filiales, même si cette valorisation s'approche de la valorisation réalisée par la société (89,6 HKD).

Nous pouvons par contre prudemment estimer que le calcul qui tient compte de la valeur boursière des participations (1), comme étant un objectif de cours à minima, soit 56,90 HKD. Et à ce cours, nous avons la croissance et les projets futurs gratuitement. Et nous considérons notre approche prudente, les marges de sécurité nous semblant sérieuses, avec :

- La prise en compte de la valeur d'acquisition historique avec une marge de 20% sur une partie de l'immobilier détenu en propre. Alors que la société a été fondée il y a plus de 50 ans
- La non valorisation du projet hôtelier Dalian en cours
- Les participations minoritaires, les *Joint Ventures*, les biens destinés à la vente, toutes les créances clientes et commerciales, les stocks et les équipements valorisées à 0 (plus de 3 Md HKD dans les comptes) retenus dans notre approche pour 0
- Les participations valorisées sur leurs valorisations boursières qui décotent largement sur leurs fonds propres, respectivement 54% pour Champion REIT et 33% pour LHI

Enfin, nous ne sommes apparemment pas les seuls à estimer que le marché sous-valorise la société, puisque le board a autorisé le rachat de 10% de ses actions sur le marché lors de sa précédente Assemblée Générale.

Remarque : Attention, la liquidité du titre sur l'OTC est très faible.