

INITIATION COUVERTURE

SUR LES PAS D'UN VISIONNAIRE

Constitué en 2022, le groupe s'appuie sur plus de 30 ans de développement autour de la vision entrepreneuriale d'Ernesto Preatoni et dispose aujourd'hui de 2 pôles d'activités se partageant équitablement le CA 2025 (106,2m€) : une activité Hôtellerie-Tourisme en Egypte et en Italie, et une activité de promotion immobilière dans les Pays Baltes via une participation de 49,6% dans Pro Kapital. Nous anticipons une croissance modérée de l'EBITDA (TMVA 2025-28e de +7,8%) et une poursuite du désendettement (DN 2025 de 73,6m€), avant le début d'un cycle de forte croissance attendu à partir de 2029 pour Pro Kapital. Pour autant, nous initions la couverture avec une opinion NEUTRE et un OC de 36€ (-8%). Si le groupe ne manque pas de qualités et de leviers à MT, les niveaux actuels de valorisation, proches de ceux de son IPO technique, limitent le potentiel à CT.

Maxime Dubreil
+33 1 44 88 77 98
mdubreil@all-invest.com

Tom Deschamps
+33 6 46 86 48 25
tdeschamps@all-invest.com

Document achevé de
rédiger le 03/08/2026 07:31

Document publié le
03/08/2026 07:31

Une vision entrepreneuriale construite sur plus de 30 ans

La société repose sur la vision de son fondateur, Ernesto Preatoni, qui a identifié le potentiel touristique de Sharm El Sheikh et celui du marché immobilier des pays baltes dans les années 90 . Cette stratégie s'est traduite par le développement de Domina Coral Bay, devenu l'actif emblématique en Égypte, et par l'acquisition d'importantes réserves foncières dans les capitales des pays baltes pour son activité de promotion, Pro Kapital. Ces 2 actifs, ainsi que 3 resorts en Italie, ont été réunis en 2022 au sein de Preatoni Group.

Hausse modérée des FCF 2026-28e, avant l'accélération attendue en 2029e

En 2025, le CA Groupe atteint 106,2m€ (+58%), porté ses 2 activités. L'Hôtellerie-Tourisme, (50% du CA 2025) constitue un socle de résultats ayant démontré leur résilience face aux chocs exogènes et dispose encore de relais de croissance, notamment en Egypte (expansion possible du resort). De son côté, Pro Kapital a retrouvé en 2025 un niveau d'activité plus normatif et bénéficie de plus de 190 000m² de projets en cours ou futurs sur des terrains détenus, offrant près de 10 ans de visibilité, avec une forte accélération du CA attendue à partir de 2029. D'ici là, la société devrait générer un TMVA 2025-28e de l'EBITDA de +8,8%, autorisant une poursuite du désendettement (-46m€ sur 3 ans, partant d'une DN 2025 de 73,6m€, soit 3,4x l'EBITDA).

Des actifs de qualité, mais un potentiel de revalorisation limité

Introduit sans appel au marché à 41€/action en février 2025, le titre évolue actuellement sur des niveaux proches, sans que cette valorisation n'ait de signification car les volumes ont été très limités. Ces derniers sont amenés à s'accroître avec la finalisation de la conversion de dettes personnelles d'Ernesto en actions Preatoni Group, avec à la clé un flottant qui approcherait 20% (vs 17% actuellement). Ces conversions de dettes pourraient générer un risque de *flow-back*, quand bien même ce dernier ne s'est pas matérialisé alors même que les conversions ont commencé dès 2024. En termes de valorisation, notre SOP s'établit à 36€/action, dont 84% pour la division Hôtellerie-Tourisme et environ 15% pour la division Promotion. Sur cette dernière, il existe un potentiel de création de valeur si Preatoni Group parvient à tirer profit de la sous-évaluation actuelle de Pro Kapital (cotée en Estonie) pour se renforcer au capital (49,6% actuellement) et capter 100% de la forte croissance attendue des FCF à partir de 2029. .../...

Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse.

en €/action	2026e	2027e	2028e
BPA ajusté	0,61	0,97	1,15
var. 1 an	+78,7%	+58,7%	+17,6%
Révisions	n.s.	n.s.	n.s.
au 31/12	2026e	2027e	2028e
PE	63,6x	40,0x	34,0x
VE/CA	4,31x	3,92x	3,70x
VE/EBITDA ajusté	19,8x	17,6x	16,2x
VE/EBITA ajusté	27,7x	23,2x	21,0x
FCF yield*	3,7%	4,1%	4,5%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

* FCF avant BFR rapporté à la VE

Informations clés			
Cours de clôture du	31/07/2026		39,0
Nb d'actions (m)			8,8
Capitalisation (m€)			343
Capi. flottante (m€)			58
ISIN			FR001400WXE7
Ticker			ALPG-FR
Secteur DJ			Consumer Services
	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	-7,1%	-13,3%	-13,3%
Variation relative	-11,1%	-13,5%	-16,8%

Source : Factset, estimations Invest Securities

DONNÉES FINANCIÈRES

Données par action	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
BPA publié	n.d.	-8,43	0,15	-1,67	-0,53	0,61	0,97	1,14
BPA ajusté dilué	n.d.	0,13	-1,08	0,03	0,34	0,61	0,97	1,15
var.	n.d.	n.d.	n.s.	n.s.	n.s.	+78,7%	+58,7%	+17,6%
BPA du consensus	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Ecart /consensus	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Dividende	n.d.	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pay-out ratio	n.d.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
FCF opérationnel net IS après BFR	n.d.	2,44	0,71	-0,78	2,41	2,15	2,59	1,48
Actif Net Comptable	n.d.	28,00	24,79	19,14	18,20	18,96	20,01	21,24

Ratios de valorisation	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
P/E	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	121,9x	63,6x	40,0x	34,0x
P/AN	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2,3x	2,1x	1,9x	1,8x
VE/CA	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	4,85x	4,31x	3,92x	3,70x
VE/EBITDA ajusté	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	23,6x	19,8x	17,6x	16,2x
VE/EBITA ajusté	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	32,2x	27,7x	23,2x	21,0x
FCF yield op. avt BFR	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	3,6%	3,7%	4,1%	4,5%
FCF yield opérationnel	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	4,1%	4,0%	5,0%	2,9%
Rendement du dividende	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

NB : les ratios sont calculés sur le cours moyen annuel pour les exercices terminés

Valeur d'Entreprise (m€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Nombre moyen d'actions retenu (m)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	8,8	8,8	8,8	8,8
Cours en €	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	41,8	39,0	39,0	39,0
Capitalisation	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	368,5	343,5	343,5	343,5
Dette Nette	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	73,6	58,5	38,5	27,9
Valeur des minoritaires	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	74,6	74,6	74,6	74,6
Provisions/ quasi-dettes	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2,1	2,1	2,1	2,1
Immobilisations financières	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	-3,7	-3,7	-3,7	-3,7
+/- corrections	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'Entreprise (VE)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	515,1	474,9	455,0	444,3

NB : Cours moyen annuel pour les exercices terminés

Ratios financiers (%)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
EBITDA ajusté/CA	n.d.	16,7%	7,9%	9,5%	20,6%	21,8%	22,3%	22,9%
EBITA ajusté/CA	n.d.	6,4%	n.s.	7,5%	15,1%	15,6%	16,9%	17,7%
Taux d'imposition	n.d.	n.s.	-43,1%	n.s.	-52,3%	-14,1%	-15,6%	-16,1%
RN ajusté/CA	n.d.	1,0%	n.s.	0,4%	2,8%	4,9%	7,4%	8,4%
Conversion de l'EBITDA en FCF	n.d.	111,7%	110,6%	-107,7%	97,0%	78,7%	88,2%	47,5%
Capex/CA	n.d.	-3,4%	-6,4%	-5,7%	-2,2%	-3,6%	-3,4%	-3,3%
BFR /CA	n.d.	7,9%	25,3%	39,7%	24,0%	22,0%	17,4%	22,7%
DSO (en jours de CA)	n.d.	48	50	57	48	50	47	46
ROCE	n.d.	2,1%	n.s.	1,8%	5,9%	6,4%	7,5%	7,9%
ROCE hors incorporels	n.d.	3,6%	n.s.	2,9%	9,3%	10,2%	12,0%	12,6%
ROE ajusté	n.d.	0,5%	n.s.	0,2%	1,9%	3,2%	4,9%	5,4%
DN/FP	n.d.	29,1%	33,9%	50,6%	45,9%	35,0%	21,8%	14,9%
DN/EBITDA ajusté (en x)	n.d.	3,7x	13,1x	13,4x	3,4x	2,4x	1,5x	1,0x
Ratio couverture des frais financiers	n.d.	1,8x	0,7x	1,4x	3,7x	5,4x	7,5x	9,4x

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

DONNÉES FINANCIÈRES

Compte de résultat (m€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
CA	n.d.	115,2	71,3	67,1	106,2	110,2	116,2	120,0
<i>croissance organique</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	-38,1%	-5,9%	+58,2%	+3,8%	+5,4%	+3,2%
<i>var.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	-38,1%	-5,9%	+58,2%	+3,8%	+5,4%	+3,2%
EBITDA ajusté	n.d.	19,3	5,7	6,4	21,9	24,0	25,9	27,4
<i>var.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	-70,6%	+12,4%	<i>n.s.</i>	+9,8%	+7,8%	+6,1%
Amortissements ajustés	n.d.	-12,0	-9,8	-1,3	-5,8	-6,8	-6,3	-6,3
EBITA ajusté	n.d.	7,3	-4,2	5,0	16,0	17,2	19,6	21,2
<i>var.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	-157,0%	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	+7,2%	+14,3%	+8,0%
Eléments exceptionnels	n.d.	-70,9	12,9	-15,2	-6,4	0,0	0,0	0,0
EBIT	n.d.	-63,6	8,8	-10,1	9,6	17,2	19,6	21,2
<i>var.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	+78,3%	+14,3%	+8,0%
Résultat financier	n.d.	-10,6	-7,9	-4,6	-5,9	-4,5	-3,5	-2,9
Résultat avant impôt	n.d.	-74,3	0,8	-14,8	3,7	12,7	16,2	18,3
<i>var.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	+238,4%	+27,4%	+13,0%
IS	n.d.	0,0	-0,4	-2,2	-2,0	-1,8	-2,5	-2,9
SME + Minoritaires	n.d.	0,0	0,8	2,3	-6,4	-5,5	-5,1	-5,3
RN pdg publié	n.d.	-74	1,3	-14,7	-4,7	5,4	8,5	10,0
<i>var.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	+59,2%	+17,7%
RN pdg ajusté	n.d.	1,1	-9,6	0,3	3,0	5,4	8,6	10,1
<i>var.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	<i>n.s.</i>	+58,7%	+17,6%

Tableau de flux de trésorerie (m€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
EBITDA ajusté	n.d.	19,3	5,7	6,4	21,9	24,0	25,9	27,4
IS théorique / EBITA ajusté	n.d.	-0,8	0,8	-1,0	-1,1	-2,4	-3,1	-3,4
Capex	n.d.	-3,9	-4,5	-3,9	-2,3	-4,0	-4,0	-4,0
FCF opérationnel net IS avt BFR	n.d.	14,6	1,9	1,5	18,5	17,6	18,8	20,0
Variation BFR	n.d.	6,9	4,4	-8,4	2,7	1,3	4,0	-7,0
FCF opérationnel net IS après BFR	n.d.	21,5	6,3	-6,9	21,2	18,9	22,8	13,0
Acquisitions/cessions	n.d.	22,6	-1,2	-1,1	-2,0	0,0	0,0	0,0
Variation de capital	n.d.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes versés nets	n.d.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Autres dont correction IS	n.d.	-1,6	-7,5	-3,2	-7,5	-3,8	-2,9	-2,4
Variation nette de trésorerie	n.d.	42,5	-2,4	-11,2	11,7	15,1	19,9	10,6

Bilan économique simplifié (m€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Actifs immobilisés	n.d.	342,6	308,5	258,7	245,5	244,0	242,5	241,0
- dont incorporels/GW	n.d.	148,9	136,6	111,1	99,6	99,6	99,6	99,6
- dont actifs corporels	n.d.	167,8	149,1	119,1	113,8	112,3	110,8	109,3
BFR	n.d.	9,1	18,0	26,6	25,5	24,2	20,2	27,2
- dt créances clients	n.d.	15,1	9,7	10,5	13,9	15,0	15,0	15,0
- dt stocks	n.d.	35,3	36,8	57,9	58,5	55,5	53,5	64,5
Capitaux Propres groupe	n.d.	246,6	218,3	168,6	160,3	167,0	176,2	187,0
Minoritaires	n.d.	31,2	31,9	28,8	35,1	40,6	45,7	51,0
Provisions	n.d.	2,2	2,3	2,7	2,1	2,1	2,1	2,1
Dette fi. nette	n.d.	71,7	74,1	85,2	73,6	58,5	38,5	27,9
- dt dette financière brute	n.d.	87,5	96,1	95,5	88,8	60,3	52,0	26,4
- dt trésorerie brute	n.d.	15,9	22,0	10,3	15,2	1,8	13,5	-1,5

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

SOMMAIRE

1 - Groupe dual, présent dans l'immobilier et l'hôtellerie	P.5
1.1 Origines et création du groupe	P.5
1.2 Structuration en 2 branches d'activité	p.6
2- Pro Kapital : retour d'un cycle favorable	P.7
2.1 De promoteur local à acteur régional	P.7
2.2 Un modèle de promotion immobilière spécifique	P.7
2.3 Une visibilité portée par les réserves foncières détenues aux pays baltes	P.8
2.4 Fort rebond des résultats en 2025 avec des effets durables	P.12
2.5 Dubaï : désengagement du projet Palazzo Preatoni	P.16
3 - Hôtellerie Tourisme : présence historique forte en Egypte	P.17
3.1 Une activité Hôtellerie Tourisme stratégique et résiliente	P.17
3.2 Modèle économique	P.17
3.3 Domina Coral Bay à Sharm El Sheikh, actif phare du groupe	P.19
3.4 Un second relais de croissance en Italie	P.20
3.5 Hôtellerie Tourisme : un pôle stabilisateur au sein du groupe	P.22
4 – Résultats et structure financière en amélioration	P.28
4.1 TMVA 2026e-28e du CA de +4,4%	P.28
4.2 EBITDA : un profil de plus en plus équilibré entre les 2 divisions	P.29
4.3 Une rentabilité affectée par des éléments non récurrents	P.29
4.4 Une génération de trésorerie soutenue par les 2 pôles	P.32
4.5 Réduction du levier financier à horizon 2028e	P.33
5 – Actifs de qualité mais potentiel limité – NEUTRE, OC 36€	P.36
5.1 SOP : 36€, dont 84% pour l'activité Hôtellerie Tourisme	P.36
5.2 Simplification capitalistique entre Pro Kapital et Preatoni Group inévitable	P.45
5.3 Fin prochaine des conversions de dettes d'Ernesto Preatoni en actions Preatoni Group	P.45
5.4 Objectif fixé à 36€, opinion NEUTRE	P.46
Avertissement	p.48

1 - Groupe dual, présent dans l'immobilier et l'hôtellerie

Bien que Preatoni Group n'ait été constitué sous sa forme actuelle qu'en 2022, son histoire remonte au début des années 1990 avec les premiers développements immobiliers et hôteliers réalisés par son fondateur, Ernesto Preatoni. Le groupe rassemble aujourd'hui l'ensemble de ces actifs au sein d'une structure unique, organisée autour de 2 pôles complémentaires : l'Hôtellerie-Tourisme et la Promotion immobilière, avec un CA réparti équitablement entre les 2 activités en 2025. Présent principalement en Égypte, dans les pays baltes et en Italie, le groupe combine des revenus récurrents issus de l'exploitation hôtelière et un important potentiel de création de valeur porté par le développement immobilier.

1.1 Origines et création du groupe

Preatoni Group est une entité récente (2022), à l'inverse de son périmètre d'activités qui repose sur des actifs développés sur plusieurs décennies, à l'initiative de son fondateur, Ernesto Preatoni. L'histoire s'inscrit davantage dans la trajectoire entrepreneuriale de son créateur que dans celle d'une société constituée de longue date.

Principales dates de l'histoire de Preatoni

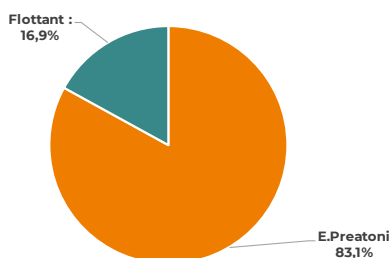


Source : Preatoni Group, Invest Securities

Dès les années 90, Ernesto Preatoni développe une approche d'investissement immobilier et touristique, fondée sur l'identification de zones à fort potentiel en amont des cycles économiques. Cette stratégie se traduit par la création et le développement de complexes hôteliers d'envergure, notamment en Égypte, ainsi que par des projets immobiliers ciblés dans les pays baltes.

Le projet Domina Coral Bay à Sharm El Sheikh en Egypte constitue le socle historique de cette démarche entrepreneuriale. Développé à partir du début des années 1990, ce *resort*, marque l'entrée de M. Preatoni dans l'hôtellerie de loisirs et demeure aujourd'hui l'actif emblématique du pôle Hôtellerie Tourisme. Au fil du temps, d'autres actifs immobiliers et hôteliers viennent compléter ce portefeuille, notamment dans les pays baltes (1997) et en Italie et en Sicile (2007). Ces développements ont été portés à travers des structures juridiques distinctes, reflétant une logique de projets plus que de groupe intégré.

Actionnariat



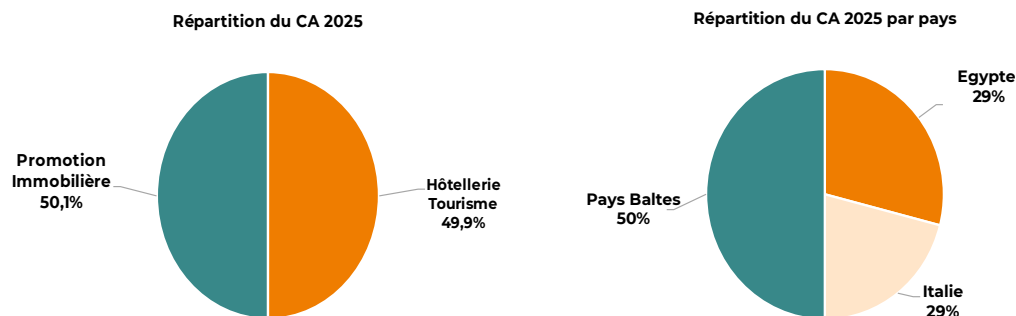
Source : Preatoni Group

1 - Groupe dual, présent dans l'immobilier et l'hôtellerie

Ce n'est que récemment (2022) que les différents actifs historiquement ont été regroupés au sein d'une structure unique. L'introduction en bourse de Preatoni Group en février 2025 s'inscrit dans une phase de structuration financière et capitalistique, visant à regrouper des actifs développés sur plusieurs décennies au sein d'une entité cotée. Après une 1^{ère} cotation sur Euronext Access+ Paris en février 2025, Preatoni Group a transféré ses titres sur Euronext Growth Paris en mai 2026 dans une logique d'accroître la visibilité du groupe auprès des investisseurs, améliorer progressivement la liquidité du titre et faciliter l'accès au marché dans le cadre du financement de ses projets de développement. À l'issue de l'opération, monsieur Ernesto Preatoni demeure très largement majoritaire, détenant 83% du capital, ce qui confère au groupe un pilotage fortement centralisé mais limite mécaniquement la liquidité du titre. **Le groupe apparaît dès lors comme un acteur jeune dans sa forme juridique actuelle, mais reposant sur une histoire entrepreneuriale longue, initiée par son fondateur.**

1.2 Structuration en 2 branches d'activité

Le groupe se structure aujourd'hui comme un groupe dual, articulé autour de 2 pôles d'activité complémentaires : Hôtellerie Tourisme d'une part, et la Promotion Immobilière d'autre part.



Source : Preatoni Group

Le pôle Hôtellerie Tourisme constitue l'activité historique et le cœur économique du groupe. Il repose principalement sur l'exploitation d'actifs en Égypte (resort Coral Bay à Sharm El Sheikh) et en Italie (3 sites). Cette activité génère historiquement une part significative du CA et repose sur des actifs détenus en propre, opérés directement par le groupe.

Le pôle Promotion immobilière correspond à une activité plus cyclique, concentrée principalement dans les pays baltes à travers Pro Kapital, société cotée en Estonie. Cette dernière exploite également un hôtel en Allemagne. Cette filiale contribue de manière variable au CA du groupe en fonction du calendrier des livraisons des programmes, avec des effets de cycle marqués d'un exercice à l'autre. Le rebond des livraisons en 2025, après 2 années historiquement faibles, a porté l'activité qui ressort en progression de +194% et représente 50% du CA sur l'exercice.

D'un point de vue géographique, l'exposition du groupe reste fortement concentrée. L'Égypte (29% du CA 2025) constitue le principal moteur opérationnel du pôle hôtellerie, tandis que les Pays Baltes (50%) concentrent l'essentiel de l'activité de promotion immobilière. Le solde de l'activité (21%) est réalisé en Italie via la gestion de 3 hôtels.

2 - Pro Kapital : retour d'un cycle favorable

Pro Kapital, la division Promotion du groupe cotée à Tallinn en Estonie, bénéficie aujourd'hui du pari foncier engagé par Ernesto Preatoni dans les pays baltes dès les années 1990, qui porte aujourd'hui ses fruits. À fin 2025, le groupe disposait de plus de 190 000m² de GBA de projets en cours ou futurs logés sur des réserves foncières d'ores et déjà détenues, lui offrant près de 10 années de visibilité. Si la reconnaissance du CA à la livraison rend les résultats naturellement cycliques, elle s'accompagne en contrepartie d'un profil de rentabilité élevé. Après un point haut de 65,7m€ de CA en 2022, puis 2 exercices de transition marqués par un recul à 23,7m€ en 2023 et 18,2m€ en 2024, l'activité a fortement rebondi à 53,2m€ en 2025. Nous anticipons désormais une stabilisation du CA autour de 55m€ sur 2026e-28e, avant l'ouverture d'un nouveau cycle de forte croissance à partir de 2029e-2030e, soutenu par la mise en développement progressive du pipeline et toujours à des niveaux de rentabilité élevés.

2.1 De promoteur local à acteur régional

Fondé en 1994, Pro Kapital est un promoteur immobilier estonien dont la trajectoire est étroitement liée à l'implication d'Ernesto Preatoni, présent dès la phase de structuration initiale du groupe. Dès ses débuts, le groupe adopte un positionnement orienté vers le développement et la planification de quartiers résidentiels et commerciaux à Tallinn (Estonie), avant d'étendre progressivement son activité à Riga (Lettonie) puis à Vilnius (Lituanie). La seconde moitié des années 1990 constitue une phase structurante pour le groupe, marquée par la réalisation des premiers projets résidentiels et mixtes dans les centres villes des capitales des 3 pays baltes. Cette période permet au groupe de poser les bases de son savoir-faire en matière de développement immobilier, combinant restauration de bâtiments existants et nouveaux programmes résidentiels.

Au tournant des années 2000, le groupe accélère son développement à travers des projets de plus grande ampleur, avec l'inauguration à Tallinn du centre commercial Kristiine Keskus en 1999. En parallèle, il initie à Riga le projet du centre commercial Domina Shopping, lequel ouvre au public en 2003. Plusieurs de ces actifs feront l'objet de cessions significatives, comme avec le centre commercial Domina Shopping en 2007 pour 147m€ ou celle de Kristiine Shopping Centre en 2011 pour 105m€.

À partir du début et milieu des années 2010, Pro Kapital entre dans une nouvelle phase de développement, caractérisée par son IPO le 23 novembre 2012, et le lancement de projets résidentiels dans les capitales baltes avec le développement du quartier résidentiel Kristiine City à Tallinn (Estonie) à partir de 2014, le projet River Breeze Residence à Riga (Lettonie), ainsi que le quartier Šaltinių Namai à Vilnius (Lituanie).

Plus récemment, la société a engagé le développement du projet Kalaranna District à Tallinn, dont la 1^{ère} phase a débuté en 2020. En 2021, à la suite de difficultés financières persistantes, la filiale exploitant le TI Mall of Tallinn est déclarée en faillite, entraînant la déconsolidation du centre commercial du périmètre du groupe.

En marge de son activité principale, le groupe exploite également un actif hôtelier en Allemagne, le PK Parkhotel Kurhaus à Bad Kreuznach (Land de Rhénanie-Palatinat), pour lequel un programme de rénovation a été finalisé en 2023.

2.2 Un modèle de promotion immobilière spécifique

L'activité du groupe repose sur un modèle de promoteur immobilier résidentiel, couvrant l'ensemble du cycle, de l'identification du foncier jusqu'à la livraison des

2 - Pro Kapital : retour d'un cycle favorable

logements. Une des spécificités du modèle de Pro Kapital réside dans le fait que le groupe est propriétaire de réserves foncières importantes qui lui donnent une visibilité de son développement pour les 10 prochaines années.

La 1ère étape consiste à sécuriser des terrains ou des actifs à requalifier, principalement situés dans des zones urbaines, puis à mener les études préalables, la conception des projets et les démarches administratives nécessaires à l'obtention des permis de construire. La typologie des projets est dominée par le résidentiel, parfois complété par des composantes commerciales.

La commercialisation débute généralement en amont de la construction, les logements étant proposés à la vente sur plan avec un engagement des acquéreurs matérialisé par le versement d'un acompte non remboursable (10% à 20% de la valeur du bien) qui n'est pas reconnu en CA immédiatement. Une fois les travaux achevés et la livraison effectuée (acte notarié), le paiement du solde par les acquéreurs intervient et déclenche la reconnaissance de 100% du CA et de la marge.

La reconnaissance du CA à la livraison constitue une seconde spécificité du modèle de Pro Kapital (à l'instar des promoteurs polonais ou britanniques) par rapport aux promoteurs français, lesquels reconnaissent généralement le CA tout le long de l'avancement des travaux.

Compte tenu de la nature du développement immobilier, le cycle complet d'un projet (de l'acquisition du foncier à la livraison finale) s'inscrit dans un horizon de moyen terme, ce qui se traduit par une activité cyclique et une reconnaissance du CA concentrée sur les phases de livraison. Ce modèle présente également un risque plus élevé que le modèle VEFA dans la mesure où le promoteur porte le risque du projet sur son bilan jusqu'à sa livraison, mais il s'avère également plus rentable. Surtout, dans le cas spécifique de Pro Kapital, la localisation centrale des projets dans les 3 capitales baltes limite le risque de commercialisation, comme le groupe l'a démontré dans le passé.

2.3 Une visibilité portée par les réserves foncières détenues aux pays baltes

Comme mentionné précédemment, l'activité immobilière du groupe est concentrée dans les pays baltes, avec une présence dans les capitales régionales que sont Tallinn, Riga et Vilnius. Cette stratégie de concentration permet au groupe de capitaliser sur une connaissance fine de ses marchés et une maîtrise des processus de développement. Ce positionnement se traduit par un portefeuille de projets majoritairement résidentiels, complété par des projets commerciaux ou mixtes selon les sites, ainsi que par des réserves foncières significatives offrant une visibilité pluriannuelle sur l'activité future. En dehors de ce périmètre, le groupe exploite également un hôtel en Allemagne, sans stratégie d'expansion immobilière dans ce pays, comparable à celle menée dans les pays baltes. Par ailleurs, le groupe est également présent en Italie à travers des activités spécialisées dans la nue-propriété et l'intermédiation immobilière, qui constituent des opérations complémentaires, distinctes de son cœur de métier de développement résidentiel balte.

Estonie : l'essentiel des perspectives à CT

L'Estonie constitue le marché central du groupe, avec Tallinn comme principal pôle d'activité. La capitale estonienne concentre la majorité des développements du groupe, avec environ **135 700m²** répartis sur 13 projets déjà livrés, auxquels s'ajoutent **30 613m²** en cours de développement ainsi qu'environ **77 135m²** de phases futures.

Le quartier de Kristiine City qui représente **54 966m²** de surface brute constructible (**Gross Buildable Area ; GBA**) s'impose comme l'actif structurant du portefeuille. Il combine la réhabilitation de bâtiments historiques et également la construction de nouveaux bâtiments. Le projet Uus-Kindrali, intégré à Kristiine City, comprend plusieurs

2 - Pro Kapital : retour d'un cycle favorable

bâtiments résidentiels en cours de construction. À fin 2025, le taux de commercialisation dépassait 78%, avec un prix moyen proche de **4 900€/m²**. La livraison des bâtiments est échelonnée entre fin 2025 et fin 2026.

Uus-Kindrali (Kristiine City) – Illustration du futur développement résidentiel



Source : ProKapital

Kristiine City constitue également un réservoir de croissance à moyen et long terme, avec environ **35 000m²** de surface brute de construction supplémentaires correspondant pour 4 projets déjà soumis aux autorités municipales et des surfaces équivalentes pour des projets plus lointains. Ces développements, majoritairement résidentiels, renforcent la visibilité pluriannuelle du groupe.

Le projet Kalaranna District, situé en front de mer et à proximité du centre historique de Tallinn comprend 146 logements. À fin 2025, le taux de commercialisation atteignait environ 64%. Dans le quartier de Kalaranna, à proximité de la mer et du centre-ville, les prix varient entre **3 500 et 7 500€/m²** selon la société.

Kalaranna District, Front de mer à Tallinn



Source : ProKapital

En complément, le portefeuille Estonien inclut le projet Ülemiste 5, un projet à usage commercial d'environ 18 604m², situé à proximité immédiate du futur hub de transport Rail Baltica, dont le calendrier dépend des conditions de marché.

2 - Pro Kapital : retour d'un cycle favorable

Lettonie : Un réservoir significatif à MT-LT

En Lettonie, l'activité est concentrée à Riga. Après la livraison complète et la commercialisation intégrale du projet River Breeze Residence, le relais de croissance repose notamment sur le développement de Klīversala Blue Marine. Ce projet résidentiel, situé sur la rive de la Daugava, représente environ **5 200m²** de surfaces résidentielles. Les travaux ont débuté en 2025 et la livraison est attendue à partir de 2027. Plus largement, la Lettonie représente l'un des principaux réservoirs de développement du groupe, avec environ **268 324m²** de GBA au total, répartis entre **155 800m²** de projets déjà livrés, **6 758m²** en cours de développement et **105 766m²** de phases futures. À ce titre, le pays concentre à lui seul près de 57% des surfaces futures encore à développer du groupe. Ce potentiel s'inscrit toutefois dans un positionnement prix plus modéré, le marché letton affichant le prix moyen au mètre carré le plus bas du portefeuille, compris entre **2 900 et 4 300€/m²** selon la société.

Klīversala District (Riga) – Développement résidentiel en bord de Daugava



Source : ProKapital

Le groupe détient également des projets complémentaires à Riga :

- City Oasis Quarter un développement résidentiel et commercial pour lequel le permis de construire est obtenu, dont le lancement est différé dans l'attente de conditions de marché plus favorables et représente **31 630m²** de la GBA ;
- Brīvības Business Quarter, un projet de bureaux pour lequel le groupe a décidé de privilégier une cession afin de recentrer son activité sur le résidentiel, la vente étant temporairement suspendue compte tenu du contexte de marché et représente **31 944m²** de la GBA.

Lituanie : projets ciblés à Vilnius

En Lituanie, le portefeuille est localisé à Vilnius. Le projet Šaltinių Namai Attico est entré dans sa phase finale de développement. À fin 2025, le taux de commercialisation atteignait environ 43% pour les villas résidentielles et un peu plus de 2% pour les surfaces commerciales, avec une livraison attendue d'ici la fin de l'année. Plus largement, le portefeuille lituanien représente environ **43 978m²** de GBA, répartis entre **32 500m²** de projets déjà livrés, **6 885m²** en cours de développement et **4 593m²** de phases futures.

Bien que la surface acquise par le groupe dans cette région soit plus limitée, représentant environ 8% de la surface brute totale constructible, la Lituanie se caractérise par un niveau de prix moyen plus élevé au mètre carré d'environ **3 800 et 7 000€/m²** selon la société.

2 - Pro Kapital : retour d'un cycle favorable

Šaltinių Namai Attico (Vilnius)



Source : ProKapital

Le projet Naugarduko constitue une option de croissance future. Il prévoit la transformation d'un ancien bâtiment scolaire en un complexe résidentiel haut de gamme d'environ 50 logements, représentant près de **3 400m²**. Le processus d'obtention du permis de construire est en cours, sans démarrage commercial à ce stade.

Activités hors pays baltes

En dehors des pays baltes, le groupe exploite un actif hôtelier en Allemagne, le PK Parkhotel Kurhaus situé à Bad Kreuznach. Il s'agit d'un établissement 4 étoiles d'environ 120 chambres, pour lequel un programme de rénovation a été finalisé en 2023. Cette activité hôtelière ne s'inscrit pas dans une stratégie de développement immobilier comparable à celle menée dans les pays baltes et ne constitue pas un axe d'expansion du groupe.

Parkhotel Kurhaus – Allemagne



Source : ProKapital

Le groupe dispose également de petites activités en Italie (moins de 2% du CA) via Preatoni Nuda Proprietà (PNP) et Preatoni Intermediazioni Immobiliari (PII), spécialisées dans les transactions de nue-propriété.

2 - Pro Kapital : retour d'un cycle favorable

Vision d'ensemble du pipeline

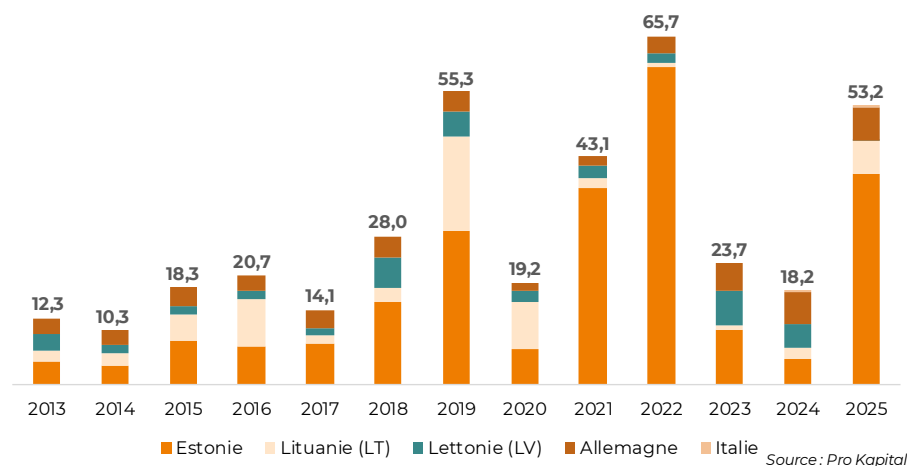
À fin 2025, Pro Kapital disposait d'un pipeline immobilier (et des réserves foncières associées) représentant plus de 190 000m² de GBA de projets en cours ou de phases futures, principalement concentrés en Estonie (30 613m² en cours et 77 135m² de phases futures), en Lituanie (6 885m² en cours et 4 593m² de phases futures) et en Lettonie (6 758m² en cours et 105 766m² de phases futures). Basé sur un foncier sécurisé, ce pipeline confère au groupe une visibilité sur plusieurs années, le rythme de développement restant conditionné par le phasage des projets, l'évolution des marchés immobiliers et les calendriers d'obtention des autorisations administratives. À cette même date, le groupe affiche un stock immobilier d'environ 58,5m€, principalement lié aux projets achevés (1 tiers des stocks) ou en cours de développement (2 tiers restants), auquel s'ajoutent environ 44,1m€ d'immeubles de placement évalués à la juste valeur, correspondant aux réserves foncières.

2.4 Fort rebond des résultats en 2025 avec des effets durables

Un nouveau cycle de livraisons vertueux à CT

L'évolution du CA de Pro Kapital depuis son introduction en bourse illustre pleinement la nature cyclique de son activité, fortement dépendante du calendrier de livraison des projets et du mix géographique. Les exercices marqués par des niveaux de CA élevés correspondent à des phases de livraisons concentrées, tandis que les replis observés reflètent des périodes de transition entre projets, sans remise en cause du modèle économique.

Evolution du CA de Pro Kapital depuis 2013



Sur la période 2013–2017, le CA évolue sur des niveaux modérés, correspondant à une activité alimentée par des projets résidentiels de taille intermédiaire, avec des prix moyens au m² encore peu élevés (une moyenne 1 500€/m² en Estonie sur la période). Le CA dépend alors principalement des volumes livrés, sans effet de montée en gamme significatif. La marge brute reste relativement stable autour de 30%.

L'année 2018 marque une 1^{ère} accélération, avec un CA atteignant 28,0m€, portée par une hausse des volumes livrés et du prix moyen au m². Cette dynamique s'amplifie en 2019, avec un CA de 55,3m€, reflétant un pic de livraisons sur plusieurs marchés (16 896m² vs 9 140m² en 2018, soit un quasi-doublement des surfaces livrées). Le prix moyen global ressort à 2 225€/m², en légère progression par rapport à 2018 (2 199€/m²).

2 - Pro Kapital : retour d'un cycle favorable

L'exercice 2020 constitue un point bas relatif, avec un CA ramené à 19,2m€, principalement du fait d'un volume de livraisons limité (3 319m² livrés), dans un contexte de transition du pipeline. Ce repli ne traduit pas une dégradation structurelle de la demande, mais un simple effet de phasage des projets. La forte reprise en 2021 se traduit par un CA de 43,1m€, soutenu par des livraisons (11 087m²) et une amélioration du prix moyen au m², le prix moyen global ressort à 3 121€/m², en légère progression par rapport à 2020 (3 092€/m²).

L'année 2022 constitue un point haut historique, avec un CA culminant à 65,7m€. Cette performance s'explique par un volume de livraisons exceptionnellement élevé. En Estonie, 15 870m² ont été vendus sur l'exercice, correspondant principalement aux livraisons du projet Kristiine City et Kindrali Houses à Tallinn, intégralement commercialisé, ainsi qu'aux dernières livraisons de la première phase du projet Kalaranna District. À l'échelle du marché estonien, le prix moyen au m² s'établit à 2 877€/m² en 2022, en léger recul par rapport à 2021. Cette évolution s'explique par un effet de mix produit, l'exercice 2022 ayant été davantage porté par les livraisons de Kristiine City, positionnées sur un segment premium mais moins haut de gamme que Kalaranna, lequel avait fortement tiré le prix moyen en 2021 (3 121€/m²).

La forte remontée des taux d'intérêt en Europe entre 2022 et 2024 a pesé sur le marché résidentiel des Pays Baltes, réduisant la capacité d'emprunt des ménages et ralentissant la demande pour les logements neufs. Dans le même temps, la guerre en Ukraine a provoqué une forte inflation des coûts de construction, notamment sur les matériaux, l'énergie et certains équipements techniques, compliquant le lancement de nouveaux projets immobiliers dans la région. Ce contexte a particulièrement affecté Pro Kapital en 2023 et 2024. Outre le caractère cyclique de son activité, le groupe a dû faire face à des retards de mise en chantier hérités de la période Covid, ainsi qu'à des difficultés croissantes pour sécuriser des contrats de construction à prix fixes auprès des entreprises générales. Dans un environnement inflationniste, de nombreux acteurs du bâtiment refusaient en effet de s'engager sur des enveloppes fermes, augmentant le risque de dérive des coûts et des calendriers. Pour ces raisons évoquées ci-dessus, après une année record sur le CA en 2022, le CA recule à 23,7m€ en 2023, marqué néanmoins par la finalisation de la rénovation du Pk Parkhotel Kurhaus et permet une normalisation du CA en Allemagne qui ressort à 5,4m€ (vs 3,3m€ en 2022).

Afin de reprendre le contrôle de son exécution opérationnelle, Pro Kapital a engagé courant 2023 une évolution importante de son organisation en internalisant la maîtrise d'ouvrage. Le groupe dispose d'une équipe d'environ 50 professionnels répartis entre ses principales implantations baltes, dont plus de la moitié basée à Tallinn. Cette organisation lui permet de contractualiser directement par corps de métier, améliorant ainsi le pilotage des coûts, des délais et du suivi des chantiers.

En 2024, le CA recule encore à 18,2m€, sous l'effet d'un volume de livraisons limité. La baisse s'explique par l'épuisement progressif des stocks disponibles fin 2023 et par le décalage du cycle de construction, les premières unités du projet Kalaranna District n'ayant été achevées qu'en décembre 2024. Les volumes vendus ressortent ainsi à 2 276m², contre 5 857m² en 2023. En revanche, le prix moyen global progresse fortement et témoigne d'une montée en gamme avec des prix moyens au m² de 4 212€/m² vs 2 616€/m² en 2023.

Le rebond observé en 2025 apparaît comme la conséquence logique de la remise en cadence des livraisons. Sur l'ensemble de l'exercice, le CA atteint 53,2m€, porté principalement par les livraisons du projet Kalaranna District à Tallinn. Cette reprise s'appuie avant tout sur un effet volume marqué, lié à la progression des livraisons. En revanche, l'effet prix apparaît plus contrasté, avec un prix moyen en retrait sur l'année en Estonie à 4 559€/m² (vs 5 542€/m² en 2024), reflétant un mix produit moins premium. Cette évolution est particulièrement visible au T4, où le prix moyen ressort à 3 369€/m², en baisse par rapport aux niveaux observés précédemment.

2 - Pro Kapital : retour d'un cycle favorable

Au total le pari engagé par Ernesto Preatoni dans les années 90, d'une hausse de niveau de vie dans les pays baltes solvabilisant les ménages pour l'acquisition de logements à des prix en hausse, s'avère aujourd'hui gagnant, c'est à dire générer une activité à marges élevées.

2.4.1 Activité appelée à se stabiliser sur 2026-28e, puis forte accélération en 2029

Pour les 3 prochaines années, notre scénario repose sur une montée progressive des livraisons principalement portée par l'Estonie à court terme, avant un relais plus équilibré assuré par la Lituanie et la Lettonie à partir de 2027. Sur la base du pipeline actuel, nous anticipons un volume d'environ 9 100m² livrés en 2026e, permettant au groupe de maintenir un niveau d'activité stable dans les faits avec un CA Promotion (hors parking et espace de stockage) de 43,8m€ vs 43,4m€ en 2025.

À partir de 2027, notre scénario intègre une normalisation progressive des volumes en Estonie, compensée par une montée en puissance graduelle des développements en Lituanie et en Lettonie. Les volumes livrés ressortiraient ainsi autour de 9 250m² en 2027e, puis 9 550m² en 2028e, pour un CA Promotion (hors parking et espace de stockage) attendu à 45,2m€ en 2027e, puis 45,6m€ en 2028e.

Notre scénario repose également sur quasi-stabilité des prix moyens au m² sur 2026-28, intégrant : (i) une augmentation annuelle de l'ordre de +4% en Estonie et Lettonie, reflétant à la fois un environnement inflationniste toujours présent dans les coûts de construction, la rareté progressive du foncier dans les capitales baltes, ainsi qu'un positionnement du groupe davantage orienté vers des développements résidentiels premium et (ii) une normalisation des prix en Lituanie (retour à 7 500€/m²) après la livraison d'un programme premium. Dans ce contexte, nous estimons que le groupe pourrait maintenir un niveau d'activité stable sur les prochaines années.

Au-delà de 2028, nous estimons que la société dispose encore d'un potentiel de croissance significatif grâce à l'importance de ses réserves foncières dans les pays baltes. La mise en développement progressive de nouvelles phases devrait soutenir un nouveau cycle de croissance à partir de 2029-2030, avec une remontée potentielle des volumes livrés et du CA après plusieurs exercices de relative stabilité.

Volumes, prix moyen et CA hors parking & stockage (2023–2028e)

en m ²	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Estonie	15 870	4 087	806	8 208	5 534	3 400	3 650
Lituanie	53	61	168	675	2 314	2 800	2 300
Lettonie	529	1 709	1 303	0	1 250	3 050	3 600
Italie	0	0	0	134	0	0	0
Surfaces total vendues	16 452	5 857	2 277	9 017	9 098	9 250	9 550
var	n.c.	-64%	-61%	+296%	+1%	+2%	+3%

en €/m ²	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Estonie	2 877	2 325	5 542	4 560	3 525	3 666	3 813
Lituanie	4 905	5 796	7 874	8 079	8 500	7 500	7 500
Lettonie	2 827	3 197	2 884	0	3 700	3 848	4 002
Italie	0	0	0	4 017	0	0	0
Prix moyen	2 881	2 616	4 193	4 827	4 814	4 887	4 772
var	n.c.	-9%	+60%	+15%	-0%	+1%	-2%

CA Hors parking et espace de stockage	58,4	15,3	9,6	43,4	43,8	45,2	45,6
var	n.c.	-74%	-37%	+353%	+1%	+3%	+1%

Source : Preatoni, estimations IS

Les ventes de parkings et d'espaces de stockage constituent une activité complémentaire directement liée aux projets résidentiels. Leur évolution suit donc globalement le rythme des livraisons immobilières. Cette activité a généré 1,9m€ de CA en 2025 et affiche une dynamique toujours soutenue, avec déjà 0,77m€ de revenus enregistrés au T1 2026. Nous retenons ainsi un niveau de CA compris entre 2,0m€ et

2 - Pro Kapital : retour d'un cycle favorable

2,3m€ par an sur la période 2026-2028, en cohérence avec notre scénario de livraisons dans les pays baltes.

L'activité hôtelière est essentiellement constituée du PK Parkhotel Kurhaus en Allemagne. Après plusieurs années de rénovation, l'établissement a retrouvé un niveau d'activité plus normatif depuis 2024-2025, avec un CA désormais proche de 6m€ par an. Nous retenons ainsi une croissance modérée sur les prochaines années, principalement liée à l'évolution des tarifs et à l'amélioration progressive du taux d'occupation.

Enfin, les autres revenus regroupent principalement les activités de brokerage, de maintenance et de services ainsi que certains revenus locatifs. L'activité de brokerage (≈1m€ par an) correspond aux commissions perçues par le groupe lors de la commercialisation de biens immobiliers pour compte propre ou pour compte de tiers. Bien que non stratégique à l'échelle du groupe, cette activité génère des revenus relativement récurrents et contribue à diversifier les sources de CA. Nous retenons à ce titre un niveau de revenus globalement stable autour de 1,7m€ par an.

Nous estimons ainsi que le groupe dispose désormais d'un modèle plus résilient, capable de maintenir un niveau élevé de rentabilité dans un scénario de CA relativement stable autour de 55m€.

Evolution 2022-28e du CA Promotion Immobilière

en m€	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
CA Hors parking et espace de stockage	58,4	15,3	9,6	43,4	43,8	45,2	45,6
var	n.c.	-74%	-37%	+353%	+1%	+3%	+1%
CA Parking et espace de stockage	3,3	1,4	1,1	1,9	2,3	2,0	2,0
var	n.c.	-58%	-22%	+77%	+18%	-12%	+0%
CA Hôtel	3,3	5,5	6,0	6,1	6,2	6,4	6,6
var	n.c.	+67%	+11%	+0%	+2%	+3%	+3%
CA Autres	0,7	1,5	1,4	1,7	1,7	1,7	1,7
var	n.c.	+129%	-7%	+21%	-3%	+1%	+2%
CA Total Promotion immobilière	65,7	23,7	18,2	53,2	54,0	55,3	55,9
var	n.c.	-64%	-23%	+193%	+1%	+3%	+1%

Source : Preatoni, estimations IS

Une amélioration structurelle de la rentabilité

Parallèlement à cette dynamique commerciale, nous anticipons une stabilisation progressive de la marge brute autour de 36% sur les prochaines années. Notre scénario repose sur l'absence d'effet de cycle majeur à moyen terme, dans un contexte où le groupe devrait maintenir un niveau d'activité relativement soutenu tout en conservant un positionnement résidentiel premium dans les capitales baltes. Cette résilience de la rentabilité serait notamment soutenue par une meilleure maîtrise opérationnelle des projets à la suite de la réinternalisation progressive de certaines fonctions d'ingénierie et de maîtrise d'œuvre engagée depuis 2023. Cette évolution organisationnelle permet au groupe de mieux contrôler ses coûts de construction, ses calendriers de développement ainsi que le pilotage des chantiers dans un environnement toujours marqué par des tensions sur les coûts de construction et la disponibilité des entreprises générales.

Par ailleurs, le groupe dispose d'une structure de coûts relativement fixe et limitée avec des OPEX compris entre 5m€ et 6m€ sur l'ensemble de notre période de prévision. Cette structure de coûts relativement fixe confère au groupe un effet de levier opérationnel important : une hausse du CA se traduit mécaniquement par une progression de l'EBITDA.

2 - Pro Kapital : retour d'un cycle favorable

Evolution du CA et de l'EBITDA de l'activité Promotion Immobilière sur 2022-28e

en m€, au 31/12	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
CA Promotion	65,7	23,7	18,2	53,2	54,0	55,3	55,9
var	n.c.	-63,9%	-23,5%	+192,8%	+1,5%	+2,5%	+1,1%
MB Promotion	15,3	6,1	5,9	19,4	19,1	20,0	20,2
% CA	23,3%	25,9%	32,5%	36,5%	35,4%	36,1%	36,1%
var	n.c.	-59,9%	-3,9%	+228,5%	-1,7%	+4,7%	+1,1%
OPEX	-3,4	-4,6	-5,2	-5,4	-5,0	-6,0	-6,2
%CA	-5,2%	-19,6%	-28,4%	-10,2%	-9,3%	-10,8%	-11,1%
var	n.c.	+35,4%	+11,2%	+4,8%	-7,6%	+20,0%	+3,3%
EBITDA ajusté Promotion	11,9	1,5	0,7	14,0	14,1	14,0	14,0
Marge EBITDA ajusté	18,1%	6,4%	4,1%	26,3%	26,1%	25,2%	25,0%
var	n.c.	-87,3%	-50,5%	n.s.	+0,5%	-0,8%	+0,2%

NB : EBITDA ajusté hors variation juste-valeur immeuble

Source : Preatoni, estimations IS

Comme l'illustre le tableau ci-dessus, la marge d'EBITDA ajusté (hors variation de juste valeur des immeubles) a fortement fluctué entre 2022 et 2024, passant de 18,1% à 4,0%, reflétant la forte cyclicité de l'activité de promotion immobilière et les faibles niveaux de livraisons observés sur la période. Le rebond des volumes en 2025 a permis une nette amélioration de la rentabilité, avec une marge d'EBITDA ajusté de 26,3%. Cette amélioration s'explique également par les premiers effets de la réinternalisation des fonctions d'ingénierie et de maîtrise d'œuvre engagée depuis 2023, permettant au groupe de mieux contrôler ses coûts de construction et ses calendriers de développement.

À moyen terme, nous anticipons un maintien de la rentabilité à des niveaux proches de ceux observés en 2025, avec une marge EBITDA comprise entre 25% et 26% sur la période 2026-2028e. Cette stabilité reflète à la fois le maintien d'un mix produit favorable, un positionnement résidentiel premium et la poursuite des gains opérationnels liés à cette nouvelle organisation.

2.5 Dubaï : désengagement du projet Palazzo Preatoni

Le groupe a historiquement été présent à Dubaï à travers plusieurs opérations immobilières, notamment avec la réalisation de la Preatoni Tower JLT, livrée en 2018 dans le quartier de Jumeirah Lake Towers.

En 2023, Preatoni Group s'était repositionné sur le marché dubaïote via le projet Palazzo Preatoni, issu de la reprise d'un projet immobilier abandonné situé dans le quartier de Business Bay et développé dans le cadre d'une joint-venture avec le groupe italien PLT Holding.

Toutefois, compte tenu des besoins de financement du projet et des priorités d'allocation du capital au sein des autres activités du groupe, PREATONI a décidé en 2025 de céder l'intégralité de sa participation dans la joint-venture. Cette opération ne devrait pas générer de résultat significatif mais permettre au groupe de récupérer un peu moins de 3m€ de trésorerie au S1 2026.

À ce stade, le groupe n'a donc plus d'exposition significative au marché immobilier de Dubaï, même s'il indique continuer à étudier de manière opportuniste certains projets dans la région.

3 - Hôtellerie Tourisme : présence historique forte en Egypte

Le pôle Hôtellerie-Tourisme constitue le principal facteur de stabilité des résultats, grâce à des revenus récurrents issus de l'exploitation d'actifs hôteliers en Égypte et en Italie. En 2025, il a généré un CA de 53,0m€, réparti entre l'Égypte (30,5m€), autour du resort emblématique Domina Coral Bay, et l'Italie (22,5m€) au travers de 3 établissements. Le groupe se distingue également par une activité de timeshare, consistant à commercialiser des droits d'usage d'une unité pendant 1 semaine par an sur une durée de 5 ou 30 ans, tout en développant progressivement le D Club, une offre davantage orientée vers l'expérience client et l'accès à des services premium. Nous estimons ainsi que la poursuite des rénovations, l'amélioration du mix de distribution au profit des réservations directes (online), le développement des revenus annexes et la montée en gamme des établissements devraient soutenir une croissance annuelle moyenne du CA d'environ +6% entre 2025 et 2028e.

3.1 Une activité Hôtellerie Tourisme stratégique et résiliente

L'activité Hôtellerie Tourisme constitue le socle historique et l'un des principaux piliers opérationnels de Preatoni Group. Contrairement à la promotion immobilière, dont la contribution dépend du calendrier des livraisons, cette activité génère des revenus plus récurrents fondés sur l'exploitation d'actifs hôteliers, principalement orientés vers le tourisme de loisirs en Égypte et en Italie. Le pôle a par ailleurs démontré une certaine résilience malgré plusieurs chocs exogènes successifs (printemps arabe, attentats et crash aérien, pandémie Covid-19, guerre russo-ukrainienne et tensions géopolitiques régionales), notamment à Sharm El Sheikh, avec un redressement progressif de l'activité dès le retour de conditions d'exploitation plus normalisées. Enfin, le développement de cette activité s'inscrit dans une logique de long terme, reposant sur la montée en gamme des actifs, l'augmentation des capacités existantes et le développement progressif d'activités de services à plus forte valeur ajoutée autour du D Club.

3.2 Modèle économique

Diversification des revenus et rôle du timeshare

Les revenus générés par le pôle Hôtellerie Tourisme ne reposent pas uniquement sur la vente de nuitées. Le modèle s'appuie sur une diversification des sources de CA, combinant hébergement hôtelier, restauration, bars et services annexes tels que des activités de bien-être et de loisirs. Cette diversification permet d'augmenter le revenu par client, de lisser les effets de saisonnalité et de réduire la dépendance aux seuls volumes d'occupation.

Un élément spécifique à Preatoni du modèle économique réside dans la vente de timeshare, principalement développée au sein du resort Domina Coral Bay à Sharm El Sheikh en Égypte, ainsi que sur le site de Domina Zagarella Sicily en Italie.

À Sharm El Sheikh, les droits de timeshare portent sur la vente d'un droit d'usage d'une unité d'hébergement pendant une période généralement d'une semaine par an, sur une durée contractuelle de 5 ou 30 ans. Le client acquiert un droit d'usage et non la propriété du bien. Le prix moyen de vente ressort à environ 5 600€ pour un contrat de 5 ans, soit 1 120€ / an la semaine, et à 13 800€ pour un contrat de 30 ans, soit 460€ / an la semaine. Le contrat prévoit le versement d'un acompte initial représentant 30 à 40% de la valeur totale, le solde étant ensuite réglé de manière échelonnée sur 18 mois, alors même que la totalité des charges y afférentes ne le sont pas. Les détenteurs de timeshare qui utilisent leur période s'acquittent par ailleurs de charges d'entretien et

3 - Hôtellerie Tourisme : présence historique forte en Egypte

de copropriété d'environ 500€ par semaine d'occupation, facturées par l'exploitant Nile. Comptablement, le CA des revenus timeshare en Egypte est lissé dans le temps sur la durée du contrat (5 ou 30 ans), différant par conséquent la reconnaissance du CA et de la marge de cette activité.

En Italie, le timeshare repose sur un schéma différent. Les droits sont commercialisés sous la forme d'unités d'une durée d'une semaine utilisable une fois par an, sur une durée illimitée. Le CA est reconnu à la date d'acceptation du contrat par le client. Ce modèle s'apparente davantage à une cession de droits à long terme, tout en conservant une logique de fidélisation et de récurrence de la clientèle. Le modèle présente également une flexibilité opérationnelle importante pour l'exploitant. Les clients doivent notifier chaque année leur intention d'utiliser leur période de séjour. En cas de non-utilisation, les chambres concernées sont réintégrées au stock hôtelier et commercialisées par l'exploitant, sans compensation spécifique pour le client. Selon la société, plus de 85% des périodes vendues avant 2019 ne sont aujourd'hui pas utilisées par leurs détenteurs, permettant ainsi de remettre environ 200 chambres dans le circuit hôtelier traditionnel.

Le D Club : évolution progressive du modèle touristique

Le D Club est un axe de développement distinct du modèle historique de timeshare. Selon le management, le modèle traditionnel de multipropriété tend progressivement à perdre en attractivité, les nouvelles générations privilégiant davantage la flexibilité, l'usage et l'expérience plutôt que la détention immobilière. Cette évolution des comportements pousse ainsi le groupe à faire évoluer progressivement son offre touristique.

Dans ce contexte, le D Club est un programme qui permet d'accéder à un ensemble de services et d'avantages premium sans nécessairement être lié à la détention d'un actif immobilier sous-jacent. Le groupe cherche à développer un modèle plus flexible, davantage orienté vers l'expérience client que la propriété.

Au-delà du simple hébergement, le management considère également que les resorts doivent progressivement évoluer vers de véritables plateformes de services capables de générer des revenus additionnels via des activités périphériques telles que les beach clubs, spas, restauration, événements, boutiques ou encore certains partenariats de marque. Cette stratégie vise à augmenter la dépense par client tout en capitalisant sur la notoriété de la marque Domina/Preatoni et sur l'écosystème créé autour des resorts.

Canaux de distribution

La stratégie de distribution du groupe repose sur une combinaison de canaux directs (en ligne) et indirects (Tour-operator et agences de voyage) qui représentent respectivement en volume de 12% et 79% des ventes 2025 (les 9% restants sont issus du time share).

Les ventes en ligne, via le site internet du groupe et les principales plateformes de réservation présentent un intérêt économique élevé, les commissions d'intermédiation y étant plus limitées et le revenu moyen généré par client sensiblement supérieur à celui issu des circuits traditionnels.

En parallèle, le groupe s'appuie sur un réseau de tour-opérateurs et d'agences de voyage, qui demeure un canal structurant. S'il permet d'assurer des volumes significatifs et une bonne visibilité sur les taux d'occupation, ce canal s'accompagne de niveaux de prix et de marges plus faibles. Dans ce contexte, le management affiche clairement sa volonté d'augmenter progressivement la part du canal « online », notamment à travers le renforcement de ses partenariats avec les principales plateformes de réservation, le développement de sa propre centrale de réservation, ainsi qu'un effort sur les réseaux sociaux et le marketing digital afin d'attirer davantage de clientèle directe.

Cette évolution du mix de distribution constitue un levier important d'amélioration de la rentabilité. Un client issu du canal online générerait en moyenne près de 2 fois plus

3 - Hôtellerie Tourisme : présence historique forte en Egypte

de revenus qu'un client provenant des tour-opérateurs, sans différence significative de coûts opérationnels. Cette meilleure rentabilité s'explique notamment par un revenu moyen plus élevé, une consommation plus importante de services annexes, ainsi qu'un recours plus limité aux intermédiaires.

En 2025, la clientèle online représente aujourd'hui environ 12% des volumes de réservation mais déjà près de 23% des revenus, contre respectivement 79% des volumes et 71% des revenus pour les tour-opérateurs. Le management considère ainsi qu'un objectif d'environ 25% de réservations online à horizon 3 à 5 ans apparaît raisonnable et atteignable.

3.3 Domina Coral Bay à Sharm El Sheikh, actif phare du groupe

Située au carrefour de l'Europe, de l'Asie et de l'Afrique, l'Égypte bénéficie d'un positionnement géographique stratégique et d'un patrimoine culturel important qui fait de ce pays une destination touristique de plus en plus importante à l'échelle mondiale. Le pays a accueilli 19m de touristes en 2025 (vs 15,7m en 2024) et figure parmi les 30 destinations touristiques mondiales les plus attractives selon CEOWORLD.

Après plusieurs chocs exogènes successifs (printemps arabe, pandémie de Covid-19, guerre russo-ukrainienne, puis tensions géopolitiques régionales), le secteur touristique égyptien a engagé un rebond marqué à partir de 2021-2022, soutenu par des mesures volontaristes des autorités : renforcement de la sécurité, simplification des procédures de visa, investissements dans les infrastructures et développement des liaisons aériennes internationales.

Le resort Domina Coral Bay : un actif emblématique et différenciant

Sharm El Sheikh s'impose comme l'un des pôles touristiques majeurs du pays. La zone touristique concentre plus de 200 hôtels et resorts, positionnés majoritairement sur le haut de gamme. Implanté dans cette région, **Domina Coral Bay** constitue l'actif phare de Preatoni. Conçu comme une véritable station balnéaire, le resort s'étend sur 73,8 hectares et dispose d'un accès direct à 1,8km de plage privée. Sa localisation, à proximité immédiate de l'aéroport international et du centre de Naama Bay, en fait un site particulièrement attractif.

Domina Coral Bay - Vue aérienne du resort à Sharm El Sheikh



Source : Preatoni

Le *resort* regroupe plus de 2 000 unités, réparties au sein de 10 établissements distincts, dont 7 hôtels cinq étoiles, complétés par 149 villas privées. Sur ce parc, Preatoni gère l'exploitation de 846 chambres (524 chambres vendues en time share dont la gestion a été confiée à Preatoni et 322 unités en cours de commercialisation sous le modèle time share).

3 - Hôtellerie Tourisme : présence historique forte en Egypte

Les surfaces construites sont implantées sur environ 250 000m², soit un tiers de la surface totale (73,8Ha). L'évolution récente des règles d'urbanisme ouvre la voie à la création de capacités additionnelles via (i) un 3^{ème} étage supplémentaire sur les bâtiments et (ii) une emprise immobilière au sol portée à 25% vs 20% préc. Le management estime que ces nouvelles règles pourraient permettre d'ajouter 1 000 chambres supplémentaires à terme, soit un quasi doublement de la capacité hôtelière.

Par ailleurs, le groupe a engagé un programme de rénovation visant à soutenir la montée en gamme du *resort*, portant sur 600 chambres, à raison de 150 chambres renouvelées par an.

Une activité en fort redressement disposant d'un potentiel de développement significatif

Après une période marquée par plusieurs crises successives, l'activité du resort a connu un net redressement à partir de 2022. Le taux d'occupation est ainsi revenu à un niveau structurellement élevé, supérieur à 80% depuis 2023. Cette dynamique se confirme dans les dernières données disponibles, avec un taux d'occupation de 88,6% en 2025, en progression de +3pts par rapport à 2024. Le TrevPAR (Total Revenue Per Available Room) mesure le revenu total généré par chambre disponible sur une période donnée. Il s'obtient en divisant le CA total de l'hôtel par son nombre de chambres disponibles. Cet indicateur affiche une forte progression, passant de 80€ en 2023 à 101,7€ en 2025, sous l'effet combiné des rénovations réalisées sur le resort, de la montée en puissance des réservations online et d'un mix clientèle plus favorable.

3.4 Un second relais de croissance en Italie

L'Italie figure parmi les principales destinations touristiques mondiales, avec plus de 74m de visiteurs en 2024 selon ISTAT.

À Milan, la société exploite **l'hôtel Domina Milano Fiera**, un établissement 4 étoiles de 194 chambres situées à Novate Milanese, à proximité immédiate du parc des expositions Fiera Milano et du Milano Innovation District. Cette localisation confère à l'actif un positionnement privilégié sur le tourisme d'affaires. Post Covid, l'activité de l'hôtel a connu un redressement marqué, soutenu par le retour à pleine capacité du parc des expositions et le développement du pôle technologique et hospitalier voisin. Cette dynamique s'est traduite par une amélioration de la fréquentation et par une revalorisation progressive des tarifs, faisant ressortir un TREVPAR de 80€ en 2025 vs 62€ en 2022.

Hôtel Domina Fiera Milan



Source : Preatoni

3 - Hôtellerie Tourisme : présence historique forte en Egypte

En Sicile, à proximité de Palerme, le groupe est propriétaire et exploite **le resort Domina Zagarella à Santa Flavia**. L'établissement, restructuré en 2010, dispose de 381 chambres et 43 villas sur un site de 5 hectares. L'activité du resort est historiquement marquée par une forte saisonnalité, avec une ouverture limitée à environ 200 jours par an. Néanmoins, la signature d'un accord permettant l'accès à une plage privée (Lido Olivella) à partir de la saison estivale de 2027 constitue un facteur d'attractivité supplémentaire. En parallèle, le groupe étudie le développement d'une offre de spa et de spa médical, encore peu présente dans la région, afin d'allonger la période d'ouverture du resort et d'attirer une clientèle plus large, y compris hors saison estivale. En 2023, l'activité du resort est revenue à un niveau normalisé après la pandémie, avec une progression notable du taux d'occupation qui ressort à 70% en 2025 vs 60% en 2022, portée par la reprise du tourisme et une durée d'ouverture plus longue. En 2025, le TREVPAR s'établit à 114€ vs 105€ en 2022.

Domina Zagarella (Sicile) – Resort en bord de mer



Source : Preatoni

Enfin, la **résidence Domina Borgo degli Ulivi**, située à Gardone Riviera, sur les rives du lac de Garde. Le site regroupe 29 appartements au sein d'un parc d'environ 2 hectares, comprenant une piscine et des espaces de services. Les appartements sont commercialisés à la fois en timeshare et en location classique. Le taux d'occupation est de 70% en 2025 vs 66% en 2022. Le TREVPAR s'établit à 141€ en 2025, à comparer avec 122€ en 2022.

Résidence Domina Borgo Degli Ulivi à Gardone Riviera



Source : Preatoni

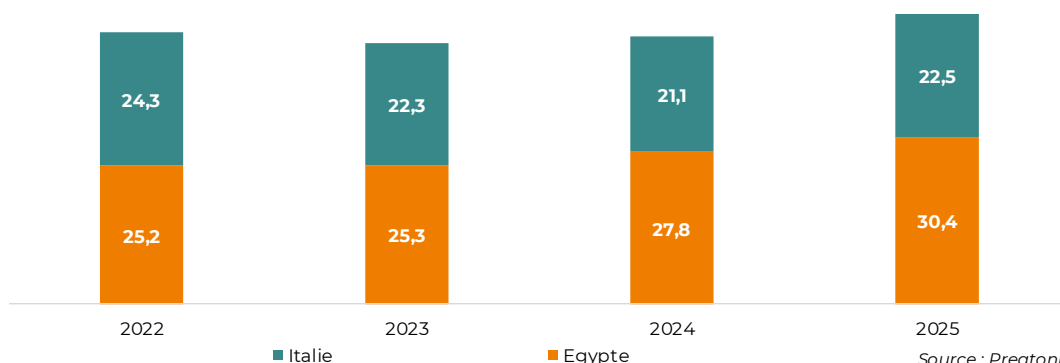
3 - Hôtellerie Tourisme : présence historique forte en Egypte

3.5 Hôtellerie Tourisme : un pôle stabilisateur au sein du groupe

3.5.1 Historique financier et redressement opérationnel

Compte tenu de la cotation récente de Preatoni, l'analyse du CA s'appuie sur un historique financier limité, couvrant essentiellement les exercices 2022 à 2025.

Répartition du CA Hôtellerie Tourisme (m€)



En 2022, le CA pro forma Hôtellerie Tourisme s'établit à 49,6m€, réparti entre l'Égypte (25,2m€) et l'Italie (24,3m€). L'exercice correspond à une année de reprise post-Covid marquée par des effets de rattrapage. Sur le plan opérationnel, le taux d'occupation du resort de Sharm El Sheikh ressort à 66,2%, encore pénalisé par les effets résiduels des chocs exogènes (crises sanitaire et géopolitique). La marge brute atteint 36,8%, bénéficiant d'un effet volume favorable et d'une base de coûts encore ajustée après la période Covid. Dans ce contexte, l'EBITDA du pôle ressort à 7,7m€, soit une marge d'EBITDA de 15,6%, traduisant une bonne absorption des charges fixes dans un environnement de reprise de l'activité.

En 2023, le CA Hôtellerie Tourisme ressort à 47,6m€, en léger recul par rapport à 2022, impacté par le retraitement comptable sur l'étalement des revenus du Time Share. Le resort de Sharm El Sheikh enregistre en effet une nette amélioration de son taux d'occupation, qui progresse à 87,0% (+20,8pts), confirmant un rebond marqué de la demande. En Italie, l'activité reflète un effet de normalisation après une année 2022 portée par la sortie de crise sanitaire. La marge brute recule ainsi à 29,5%, sous l'effet d'un environnement de coûts moins favorable. L'EBITDA ressort à 5,0m€, soit une marge de 10,4%, reflétant un levier opérationnel moins favorable dans un contexte de normalisation de l'activité et l'impact de l'étalement des revenus de Time Share.

En 2024, le CA Hôtellerie Tourisme progresse légèrement (+3%) à 48,9m€. Cette évolution est principalement portée par l'Égypte, dont le CA atteint 27,8m€ (+10%), bénéficiant du maintien de taux d'occupation élevés (>80%) et d'un effet prix/mix plus favorable). L'Italie contribue pour 21,1m€, traduisant une activité globalement stabilisée. En revanche, la marge brute ressort à 22,4%, point bas du cycle récent, dans un contexte de pression sur les coûts opérationnels et de poursuite du programme de rénovation engagé sur le resort de Sharm El Sheikh. L'EBITDA ressort ainsi à seulement 0,65m€, soit une marge de 1,3%, illustrant un exercice transitoire pénalisé par les investissements opérationnels et un environnement de coûts encore défavorable.

En 2025, le CA Hôtellerie Tourisme atteint 53,0m€, en croissance de +8%. La progression s'explique par le maintien d'une dynamique opérationnelle solide en Égypte (+9,5%), avec un taux d'occupation du resort Domina Coral Bay ressortant à 88,6% sur l'année, mais également par une amélioration progressive des actifs italiens, notamment à Milan. La branche a bénéficié d'un effet prix/mix plus favorable, ainsi que d'une

3 - Hôtellerie Tourisme : présence historique forte en Egypte

meilleure absorption des coûts fixes, après un exercice 2024 pénalisé par les rénovations et les tensions inflationnistes. Dans ce contexte, la marge brute rebondit à 32,4%, retrouvant un niveau plus normatif pour l'activité. L'EBITDA progresse fortement à 8,1m€, soit une marge d'EBITDA de 15,2%, témoignant du fort levier opérationnel du modèle hôtelier lorsque les taux d'occupation demeurent élevés.

3.5.2 Une croissance portée par les rénovations, le mix client et les services annexes

Concernant notre modélisation du pôle Hôtellerie Tourisme, nous retenons principalement le TRevPAR comme indicateur central de nos hypothèses. Analysé établissement par établissement, il permet d'intégrer l'évolution du pricing, du mix de clientèle, des revenus annexes générés par les resorts ainsi que des capacités exploitées et des nuitées disponibles.

Domina Coral Bay : croissance portée par le TREVPAR

Domina Coral Bay constitue le principal actif du groupe avec environ 845 unités exploitées en 2025, représentant un potentiel théorique de 308 425 nuitées annuelles. Les nuitées disponibles ressortent à 292 933 sur l'exercice, soit environ 95% du potentiel théorique. Sur cette base, le TRevPAR atteint 101,7€, en progression de +18%, soutenu par les rénovations engagées, la montée en gamme du resort ainsi que l'amélioration du mix de distribution.

Pour 2026-28e, nous intégrons une légère érosion des unités exploitées (841 en 2026-27 vs 845 en 2025) avant un rebond en 2028 (843). Cette estimation intègre 2 facteurs :

- (i) Les nouvelles ventes de contrats timeshare sur la base d'environ 900 semaines vendues en moyenne par an depuis 2023, cela représenterait théoriquement près de 17 unités, dont environ 50% seraient exploitées par Nile, soit un effet négatif proche de -8,7 unités.
- (ii) Le retour progressif dans le stock hôtelier des premiers contrats timeshare de 5 ans signés à partir de 2019. En retenant environ 400 semaines vendues en 2019 ainsi qu'une proportion de 60% de contrats courts, nous estimons qu'environ 4 à 5 unités pourraient progressivement redevenir disponibles à l'exploitation à partir de 2026.

A noter que nous ne prenons pas en compte des extensions (3ème étage et emprise au sol) car il n'y a pour l'instant pas de capex associés.

Concernant le TRevPAR, nos estimations 2026-28e font ressortir une progression sensible (TMVA de +6%), reflétant 2 effets : (i) l'amélioration progressive du mix de distribution avec une part des réservations online passant de 12% en 2025 à environ 15% en 2026. Selon le management, un client online génère près de 2x plus de revenus qu'un client issu des tour-opérateurs, ce qui contribuerait à hauteur d'environ +3% à la croissance du TRevPAR et (ii) la poursuite du programme de rénovation des chambres devrait continuer à soutenir le pricing du resort, les chambres rénovées bénéficiant d'un premium tarifaire proche de 30% par rapport aux chambres non rénovées.

Au global, nous intégrons dans nos estimations un CA pour Coral Bay passant de 29,8m€ en 2025 à 35,6m€ en 2028e (TMVA de +6%), en précisant que cette croissance n'intègre pas le potentiel d'expansion du resort de +50% en l'absence d'indications du management sur le calendrier et le financement de ce programme.

3 - Hôtellerie Tourisme : présence historique forte en Egypte

Domina Coral Bay (Egypte) : indicateurs opérationnels et CA sur 2022-28e

en m€, au 31/12	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Nombre unités construites	n.c.	n.c.	n.c.	2 165	2 165	2 165	2 165
Unités exploitées	n.c.	n.c.	n.c.	845	841	841	843
Nuitées théoriques	n.c.	n.c.	n.c.	308 425	306 892	306 863	307 797
Nuitées disponibles	390 671	341 153	317 744	292 933	291 547	291 519	292 408
var	n.c.	-13%	-7%	-8%	-0%	-0%	+0%
Tx d'occupation	66,2%	87,1%	85,9%	88,6%	89,0%	89,0%	89,0%
TRevPAR(€)	70,0 €	80,0 €	86,2 €	101,7 €	107,5 €	117,0 €	121,9 €
var	n.c.	+14%	+8%	+18%	+6%	+9%	+4%
CA Coral Bay(m€)	27,3	27,3	27,4	29,8	31,3	34,1	35,6
var	n.c.	-0%	+0%	+9%	+5%	+9%	+5%

Source : Preatoni, estimations IS

Domina Zagarella : allongement de la saison d'exploitation et croissance du TRevPAR

Sur le Domina Zagarella, le resort disposait en 2025 d'environ 324 unités exploitées, représentant un potentiel théorique proche de 118 260 nuitées annuelles sur la base d'une ouverture complète sur 365 jours. Le site n'étant toutefois exploité qu'environ 220 jours sur l'année (vs 195 jours en 2024), le nombre effectif de nuitées disponibles ressort à environ 71 280 en 2025, soit près de 60% du potentiel théorique total.

Le management souhaite augmenter progressivement la durée d'exploitation annuelle du resort, notamment à travers le développement d'une offre davantage orientée vers les services et les activités annexes. Le groupe prévoit le renforcement de l'offre Beach Club, restauration, espaces de loisirs, activités sportives et animations familiales, avec pour objectif d'améliorer l'attractivité globale du site au-delà de la seule saison estivale. Cette stratégie doit permettre à la fois d'augmenter le nombre de jours d'ouverture, le taux d'occupation ainsi que le revenu moyen généré par client.

Dans ce contexte, le TRevPAR ressort à 113,5€ en 2025, en progression d'environ +7% sur un an, bénéficiant déjà des premiers effets de montée en gamme et de diversification de l'offre du resort.

Pour la période 2026-28 nous retenons un nombre stable de 324 unités exploitées. En revanche, nous intégrons progressivement l'extension du nombre de jours d'exploitation annuelle, faisant ainsi passer le ratio de nuitées effectivement exploitées d'environ 60% du potentiel théorique en 2025 à près de 68% à horizon 2028 soit 80 417 nuitées disponibles.

Au sujet du TRevPAR, nous anticipons une poursuite de l'amélioration graduelle du revenu par chambre disponible, soutenue par deux principaux leviers. D'une part, l'amélioration progressive du mix de distribution online, dans une logique similaire à celle observée à Domina Coral Bay, permettant d'augmenter le revenu moyen généré par client. D'autre part, le développement des activités annexes autour du Beach Club, de la restauration, du spa et des services associés devrait contribuer à augmenter la dépense moyenne par client ainsi que le positionnement premium du resort.

Dans ce contexte, nous anticipons un TRevPAR proche de 120€ dès 2026, soit une progression d'environ +6%, puis une poursuite graduelle de la hausse jusqu'à environ 134,1€ à horizon 2028, représentant un TCAM proche de 6% sur la période 2025-2028.

Domina Zagarella (Sicile) : indicateurs opérationnels et CA sur 2022-28e

en m€, au 31/12	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Unités exploitées	n.c.	n.c.	n.c.	324	324	324	324
Nuitées théoriques	n.c.	n.c.	n.c.	118 260	118 260	118 260	118 260
Nuitées disponibles	52 188	57 672	63 180	71 280	73 321	76 869	80 417
var	n.c.	+11%	+10%	+13%	+3%	+5%	+5%
Tx d'occupation	59,7%	66,0%	67,4%	69,8%	71,0%	72,0%	73,0%
TRevPAR(€)	105,0 €	114,4 €	106,5 €	113,5 €	120,0 €	128,7 €	134,1 €
var	n.c.	+9%	-7%	+7%	+6%	+7%	+4%
CA Zagarella (m€)	5,5	6,6	6,7	8,1	8,8	9,9	10,8
var	n.c.	+20%	+2%	+20%	+9%	+13%	+9%

Source : Preatoni, estimations IS

3 - Hôtellerie Tourisme : présence historique forte en Egypte

Domina Milano Fiera : stabilité de la capacité et légère progression du TRevPAR

S'agissant du Domina Milano Fiera, l'établissement disposait en 2025 de 194 chambres exploitées, représentant un potentiel théorique d'environ 70 810 nuitées disponibles sur une année complète. Compte tenu de son ouverture annuelle et de l'absence de projet significatif d'extension ou de réduction de capacité à ce stade, nous retenons une hypothèse de stabilité des nuitées disponibles sur l'ensemble de la période 2026-2028.

Le TRevPAR ressort à 80,4€ en 2025. Contrairement aux resorts de Sharm El Sheikh ou de Zagarella, les perspectives d'amélioration du revenu par chambre reposent moins sur des projets de transformation opérationnelle ou de diversification de l'offre. Notre scénario intègre ainsi une progression plus modérée du TRevPAR, avec un TMVA d'environ +4% entre 2025 et 2028.

Cette évolution reflète principalement l'effet de l'inflation sur les tarifs hôteliers ainsi qu'une revalorisation progressive des prix dans un contexte où les coûts d'exploitation du secteur hôtelier demeurent orientés à la hausse.

Domina Milano Fiera (Italie) : indicateurs opérationnels et CA sur 2022-28e

en m€, au 31/12	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Unités exploitées				194	194	194	194
Nuitées théorique				70 810	70 810	70 810	70 810
Nuitées disponibles	66 542	70 810	70 810	70 810	70 810	70 810	70 810
var		+6%	+0%	+0%	+0%	+0%	+0%
Tx d'occupation	46,6%	57,0%	60,5%	62,0%	63,0%	64,0%	65,0%
TRevPAR(€)	62,0 €	76,9 €	79,7 €	80,4 €	82,6 €	86,1 €	89,7 €
var		+24%	+4%	+1%	+3%	+4%	+4%
CA Milan	4,1	5,4	5,6	5,7	5,8	6,1	6,4
var		+32%	+4%	+1%	+3%	+4%	+4%

Source : Preatoni, estimations IS

Domina Borgo Degli : un actif bien géré au potentiel de développement limité

Du côté du Domina Borgo degli Ulivi, le site dispose de 27 appartements exploités en 2025 (+2 unités réservées à usage interne), représentant un potentiel théorique d'environ 9 855 nuitées disponibles sur une année complète. Dans les faits, l'établissement fonctionne principalement selon un modèle de location saisonnière et n'est ouvert qu'une partie de l'année. Le resort a ainsi été exploité environ 198 jours en 2025 et 217 jours en 2024, soit une période d'ouverture comprise entre 6 et 7 mois.

Dans ce contexte, le nombre de nuitées effectivement disponibles ressort à 5 346 en 2025 contre 6 293 en 2024, soit un taux d'exploitation moyen proche de 57% du potentiel théorique. Pour nos estimations, nous retenons une hypothèse de stabilité de ce ratio sur la période 2026-2028, ce qui correspond à environ 5 617 nuitées disponibles par an, soit l'équivalent d'une ouverture annuelle proche de 208 jours pour 27 appartements exploités.

Le TRevPAR affiche une forte progression en 2025 (+32%), traduisant vraisemblablement une amélioration du mix clientèle, une hausse des tarifs pratiqués ainsi qu'une meilleure valorisation de l'offre dans un contexte de reprise du tourisme de loisirs. Cette dynamique illustre également la capacité du groupe à optimiser le revenu généré sur une période d'exploitation relativement concentrée.

Concernant nos hypothèses, nous retenons une progression plus modérée du TRevPAR sur les prochaines années, avec un TMVA d'environ +4% entre 2025 et 2028. Cette évolution reflète principalement l'inflation des tarifs hôteliers ainsi que l'attractivité structurelle du tourisme de loisirs dans la région des lacs italiens.

3 - Hôtellerie Tourisme : présence historique forte en Egypte

Domina Borgo Degli (Italie) : indicateurs opérationnels et CA sur 2022-28e

en m€, au 31/12	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Unités exploitées			29	27	27	27	27
Nuitées théorique			10 585,0	9 855	9 855	9 855	9 855
Nuitées disponibles	10 585	10 585	6 293	5 346	5 617	5 617	5 617
var		+0%	-41%	-15%	+5%	+0%	+0%
Tx d'occupation	66,0%	67,0%	67,2%	70,0%	71,0%	72,0%	73,0%
TRevPAR(€)	122,0 €	125,0 €	106,9 €	141,4 €	145,2 €	151,5 €	157,8 €
var		+2%	-14%	+32%	+3%	+4%	+4%
CA Borgo	1,3	1,3	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9
var		+2%	-49%	+12%	+8%	+4%	+4%

Source : Preatoni, estimations IS

Au global, nous anticipons une croissance régulière de l'activité Hôtellerie Tourisme sur la période 2025-2028, avec un CA passant de 53,0m€ à 64,0m€, soit un TMVA d'environ +6,5%. Cette progression serait principalement portée par Domina Coral Bay, qui demeurerait le principal moteur de croissance du groupe grâce à la poursuite des rénovations, à l'amélioration du mix de distribution au profit des réservations online et à la montée en gamme progressive de l'offre.

Nous anticipons également une contribution croissante de Domina Zagarella, soutenue par l'extension progressive de sa période d'exploitation ainsi que par le développement d'activités annexes à plus forte valeur ajoutée. Les actifs italiens de Milan et de Borgo degli Ulivi devraient pour leur part afficher une croissance plus modérée, principalement liée à l'évolution du revenu par chambre disponible.

Enfin, le poste « Autres » regroupe principalement les activités de Domina Travel VIP, agence de voyage interne du groupe, ainsi que les revenus générés par le club de plongée de Sharm El Sheikh. En 2025, ce poste comprend notamment environ 6,0m€ de revenus liés à Domina Travel VIP, partiellement compensés par 2,2m€ d'éliminations intra-groupe entre Nile et Domina Travel, ainsi qu'environ 1,5m€ provenant de l'activité plongée. Nous retenons une croissance modérée de ces activités sur notre période de prévision.

Evolution 2022-28e du CA Hôtellerie Tourisme

en m€, au 31/12	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
CA Coral Bay	27,3	27,3	27,4	29,8	31,3	34,1	35,6
var	n.c.	-0%	+0%	+9%	+5%	+9%	+4%
CA Zagarella	5,5	6,6	6,7	8,1	8,8	9,9	10,8
var	n.c.	+20%	+2%	+20%	+9%	+13%	+9%
CA Milan	4,1	5,4	5,6	5,7	5,8	6,1	6,4
var	n.c.	+32%	+4%	+1%	+3%	+4%	+4%
CA Borgo	1,3	1,3	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9
var	n.c.	+2%	-49%	+12%	+8%	+4%	+4%
Total CA revenus hôteliers	38,2	40,7	40,4	44,3	46,8	50,9	53,6
var	n.c.	+6%	-1%	+10%	+5%	+9%	+5%
CA Autres	11,3	4,7	5,0	4,9	5,5	5,7	5,9
var	n.c.	-59%	+6%	-1%	+11%	+4%	+4%
CA Timeshare	n.c.	2,3	3,5	3,7	4,0	4,2	4,5
var	n.c.	n.c.	+57%	+5%	+7%	+6%	+6%
CA Total Hôtellerie Tourisme	49,5	47,6	48,9	53,0	56,3	60,9	64,0
var	n.c.	-4%	+3%	+8%	+6%	+8%	+5%

Source : Preatoni, estimations IS

3.5.3 Poursuite progressive de la rentabilité

La marge brute ressort à 32,4% en 2025 et nous anticipons une amélioration progressive à 34,0% en 2026 puis 35,9% à horizon 2028. Cette évolution serait principalement soutenue par la hausse du TRevPAR sur l'ensemble des établissements du groupe, portée à la fois par la montée en puissance du canal de réservation online, le repositionnement progressif des actifs rénovés ainsi que le développement des

3 - Hôtellerie Tourisme : présence historique forte en Egypte

revenus annexes (restauration, beach club, spa et autres services à plus forte valeur ajoutée).

Dans le même temps, une part importante des coûts d'exploitation des établissements hôteliers présente un caractère relativement fixe. Ainsi, l'amélioration du revenu moyen généré par chambre disponible se traduit mécaniquement par une progression de la marge brute.

Concernant les charges opérationnelles, nous retenons une hypothèse de stabilité autour de -9m€ par an sur la période 2026-2028. Cette hypothèse reflète l'absence d'ouverture de nouveaux établissements significatifs, le maintien d'un périmètre d'exploitation globalement stable ainsi qu'une bonne maîtrise des coûts centraux du groupe.

Dans ce contexte, la croissance attendue du CA de 53,0m€ en 2025 à 64,0m€ en 2028e devrait se traduire par une amélioration progressive de la rentabilité opérationnelle. Nous anticipons ainsi une hausse de l'EBITDA ajusté de 8,1m€ à 13,7m€ sur la période, portant la marge EBITDA de 15,2% à 21,3%. Cette progression reflète principalement l'effet de levier opérationnel inhérent au modèle hôtelier, dans lequel la croissance du TRevPAR et du taux d'occupation est supérieure à celle des coûts d'exploitation.

Evolution 2022-28e des résultats Hôtellerie Tourisme

en m€, au 31/12	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
CA Hôtellerie Tourisme	49,5	47,6	48,9	53,0	56,3	60,9	64,0
var	n.c.	-3,9%	+2,8%	+8,3%	+6,2%	+8,2%	+5,2%
MB Hôtellerie Tourisme	n.c.	14,0	11,0	17,2	19,1	21,3	23,1
% CA	n.c.	29,5%	22,4%	32,4%	34,0%	35,0%	36,0%
var	n.c.	-23,0%	-21,8%	+56,5%	+11,5%	+11,4%	+8,2%
OPEX Hôtellerie Tourisme	n.c.	-9,1	-10,3	-9,1	-9,0	-9,2	-9,4
% CA	n.c.	-19,0%	-21,1%	-17,2%	-16,0%	-15,1%	-14,7%
var	n.c.	-13,6%	+13,8%	-11,6%	-1,2%	+2,2%	+2,2%
EBITDA ajusté Hôtellerie Tourisn	n.c.	5,0	0,7	8,1	10,1	12,1	13,7
Marge EBITDA ajusté	n.c.	10,4%	1,3%	15,2%	18,0%	19,9%	21,3%
var	n.c.	-35,8%	-86,8%	+1132,6%	+25,8%	+19,6%	+12,8%

NB : EBITDA ajusté égal à EBITDA publié +/- exceptionnels

Source : Preatoni, estimations IS

4 – Résultats et structure financière en amélioration

Le rebond opérationnel observé en 2025 marque selon nous un point d'inflexion. Nous anticipons désormais une croissance plus équilibrée entre ses 2 divisions, le pôle Hôtellerie-Tourisme assurant des revenus récurrents en progression régulière grâce à l'amélioration du TRevPAR, Pro Kapital devant se stabiliser sur les niveaux de 2025, avant un nouveau cycle de forte croissance à partir de 2029. Cette dynamique devrait permettre au groupe de combiner croissance (TMVA 2025-28e du CA de +4,2%), amélioration de la rentabilité (marge d'EBITDA ajusté 2028e de 23,0% vs 20,6% en 2025) et génération positive de FCF, permettant une réduction d'environ -60% de la DN sur la période (28m€ fin 2028e, soit 1,0x l'EBITDA).

4.1 TMVA 2026e-28e du CA de +4,4%

Après un point haut à 115,2m€ en 2022, le CA du groupe est revenu à 106,2m€ en 2025 après être tombé à 67,1m€ en 2024. Cette évolution masque toutefois des dynamiques contrastées entre les 2 principaux métiers. Alors que le pôle Hôtellerie Tourisme affiche une croissance relativement régulière avec un TMVA de +2,3% entre 2022 et 2025, l'activité de Développement Immobilier enregistre un TMVA de -6,8%, reflétant le caractère fortement cyclique des livraisons chez Pro Kapital. Le violent rebond affiché de l'activité Promotion en 2025 (+193%) marque néanmoins le retour à un niveau d'activité plus normatif, après 2 exercices de transition (-64% en 2023 et -21% en 2024).

Nos estimations 2026-28e, détaillées dans les parties 2 et 3, font ressortir un TMVA du CA groupe de +4,4%, en ligne avec la guidance du management (+5% par an), portant le CA du groupe à 120,0m€ en 2028e. Cette évolution repose principalement sur :

- **Une croissance du pôle Hôtellerie Tourisme de +6,5% par an**, avec un CA passant de 53,0m€ en 2025 à 64,0m€ en 2028e. Comme détaillé précédemment, cette progression serait principalement soutenue par l'amélioration du TRevPAR sur l'ensemble des établissements, portée par la poursuite des rénovations à Domina Coral Bay, l'amélioration du mix de distribution au profit des réservations online, le développement des revenus annexes (Beach Club, restauration, spa, plongée), ainsi que par l'extension progressive de la durée d'exploitation de certains actifs italiens.
- **Une activité Développement Immobilier en croissance modérée de +1,7% par an**, avec un CA passant de 53,2m€ en 2025 à 56,0m€ en 2028e. Notre scénario repose sur la poursuite des livraisons dans les pays baltes, ainsi que sur une hausse progressive des prix moyens au m². Au-delà de notre horizon de prévision, le groupe devrait connaître un nouveau cycle de développement à partir de 2029-2030, offrant un très fort potentiel de croissance.

CA 2022-28e de Preatoni Group par division

en m€, au 31/12	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
CA Immobilier (Pro Kapital)	65,7	23,7	18,2	53,2	54,0	55,3	55,9
var lfl	n.d.	-64%	-23%	+193%	+1%	+3%	+1%
effet change	n.d.	+0%	+0%	+0%	+0%	+0%	+0%
effet périmètre	n.d.	+0%	+3%	+0%	+0%	+0%	+0%
var l an	n.d.	-64%	-23%	+193%	+1%	+3%	+1%
CA Hôtellerie Tourisme	49,5	47,6	48,9	53,0	56,3	60,9	64,0
var lfl	n.d.	-4%	+3%	+8%	+6%	+8%	+5%
effet change	n.d.	+0%	+0%	+0%	+0%	+0%	+0%
effet périmètre	n.d.	+0%	+0%	+0%	+0%	+0%	+0%
var l an	n.d.	-4%	+3%	+8%	+6%	+8%	+5%
CA Groupe	115,2	71,3	67,1	106,2	110,2	116,2	120,0
var lfl	n.d.	-38%	-6%	+58%	+4%	+5%	+3%
effet change	n.d.	+0%	+0%	+0%	+0%	+0%	+0%
effet périmètre	n.d.	+0%	+1%	+0%	+0%	+0%	+0%
var l an	n.d.	-38%	-6%	+58%	+4%	+5%	+3%

Source : sociétés, estimations IS

4 – Résultats et structure financière en amélioration

4.2 EBITDA : un profil de plus en plus équilibré entre les 2 divisions

En agrégeant nos attentes pour les 2 divisions détaillées précédemment, l'EBITDA Groupe ajusté devrait connaître une croissance de +7,8% par an sur 2025-28e, partant d'un point de départ 2025 (21,9m€) en très forte amélioration par rapport à 2024 (6,4m€). La marge d'EBITDA ajusté qui a atteint 20,6% en 2025 vs 8,0% en 2023 et 9,5% en 2024, devrait atteindre 23,0% en 2028e. en ligne avec la guidance de la société (>20%).

Cette évolution repose principalement sur :

- Une contribution croissante du pôle Hôtellerie Tourisme, dont l'EBITDA progresserait de 8,1m€ à 13,7m€ entre 2025 et 2028e. Comme détaillé en partie 3, cette amélioration serait soutenue par la hausse du TRéVPAR, l'augmentation progressive du poids des réservations online, le développement des revenus annexes à plus forte marge, ainsi que par un effet de levier opérationnel favorable sur une base de coûts relativement stable. Notons également que les résultats du pôle Hôtellerie Tourisme intègrent désormais pleinement la nouvelle méthode de comptabilisation de l'activité time-share en Égypte, les revenus étant reconnus sur l'intégralité de la durée des contrats. Après avoir pesé sur la croissance comptable du CA lors de sa mise en œuvre, cet effet devient progressivement neutre dans nos prévisions, la progression de l'EBITDA reposant désormais principalement sur l'amélioration des performances opérationnelles du pôle Hôtellerie Tourisme.
- Le maintien d'une rentabilité élevée pour la division Immobilier, avec un EBITDA aux alentours de 14m€ sur l'ensemble de notre période de prévision. La marge EBITDA resterait proche de 25%, soutenue par un positionnement résidentiel premium, une marge brute stabilisée autour de 36%, ainsi que par les gains d'efficacité liés à la réinternalisation des fonctions d'ingénierie et de maîtrise d'œuvre.

EBITDA Ajusté par division de Preatoni Group sur 2022-28e

en m€, au 31/12	2022	Marge	2023	Marge	2024	Marge	2025	Marge	2026e	Marge	2027e	Marge	2028e	Marge
EBITDA Ajusté Immobilier	11,9	18,1%	1,5	6,4%	0,7	4,1%	14,0	26,3%	14,1	26,1%	14,0	25,2%	14,0	25,0%
var	n.d.		-87,3%		-50,5%		n.s.		+0,5%		-0,8%		+0,2%	
EBITDA Ajusté Hôtellerie Tourisme	7,7	15,6%	5,0	10,4%	5,4	11,0%	8,1	15,2%	10,1	18,0%	12,1	19,9%	13,7	21,3%
var	n.d.		-35,8%		+8,7%		+49,2%		+25,8%		+19,6%		+12,8%	
EBITDA Holding	-0,4		-0,8		0,3		-0,2		-0,2		-0,2		-0,2	
EBITDA Ajusté Groupe	19,3	16,7%	5,7	8,0%	6,4	9,5%	21,9	20,6%	24,0	21,8%	25,9	22,3%	27,4	22,9%
var	n.d.		-71%		+13%		+242%		+10%		+8%		+6%	

Source : sociétés, estimations IS

4.3 Une rentabilité affectée par des éléments non récurrents

Les résultats publiés de Preatoni Group ont été ponctuellement affectés au cours des dernières années par plusieurs éléments non récurrents, principalement liés aux dépréciations d'actifs et aux variations de juste valeur de certains actifs immobiliers. Ces éléments ont parfois entraîné des écarts significatifs entre le résultat net part du groupe et l'EBITDA ajusté qui retrace les variations de juste valeur des immeubles, ainsi que les principaux éléments non récurrents afin de mieux refléter la performance opérationnelle sous-jacente.

- Les amortissements et provisions ressortent à -5,8m€ en 2025 et devraient demeurer globalement stables sur notre horizon de prévision, entre -5,9m€ et -6,1m€. Ce poste est principalement constitué des amortissements des actifs hôteliers du groupe (bâtiments, installations et équipements), auxquels s'ajoutent des dotations courantes aux provisions et des pertes de valeur de faible montant. Nous n'intégrons pas d'évolution significative de cette ligne, le groupe ne prévoyant pas d'investissements structurants susceptibles de modifier sensiblement la base amortissable à court terme.
- L'EBITA Ajusté du groupe ressort à 16,0m€ en 2025 et est attendu à 18,0m€ en 2026e puis 21,2m€ en 2028e. La progression de cet agrégat résulte essentiellement de l'amélioration de la rentabilité opérationnelle du groupe, dans un contexte où les

4 – Résultats et structure financière en amélioration

amortissements restent globalement maîtrisés, permettant à la marge d'EBITA d'atteindre 17,7% à horizon 2028e.

- Les variations de juste valeur des immeubles de placement ont contribué positivement aux résultats publiés à hauteur de +3,5m€ en 2025, après des impacts également favorables de +6,2m€ en 2022, +2,0m€ en 2023 et +1,1m€ en 2024. Ces produits comptables, sans impact direct sur la trésorerie, reflètent principalement l'évolution des valorisations retenues par les experts indépendants sur les réserves foncières et actifs immobiliers détenus par Pro Kapital. Compte tenu du caractère difficilement prévisible de ces réévaluations, nous retenons par prudence une contribution nulle à partir de 2026e.
- Les dépréciations d'actifs constituent historiquement le principal facteur de volatilité des résultats publiés. Elles atteignent -77,1m€ en 2022, principalement à la suite de l'application des tests de dépréciation IAS 36 sur les actifs du pôle Hôtellerie Tourisme. Ces ajustements concernaient notamment le site de Sharm El Sheikh (-53m€), ainsi que le site de Zagarella (-7m€), dans un contexte marqué par la forte dépréciation de la Livre égyptienne (malgré l'absence d'impact sur les résultats financiers du groupe) et la réévaluation de certains actifs lors de la constitution du groupe. Plus récemment, une nouvelle dépréciation de -9,6m€ a été enregistrée en 2025 sur l'écart d'acquisition de l'activité de développement immobilier dans les Pays Baltes, à la suite d'une révision des hypothèses de valorisation intégrant la hausse des coûts de structure et des coûts de construction. Si ce risque ne peut être totalement exclu à l'avenir, nous estimons qu'il apparaît désormais limité, les principaux ajustements ayant déjà été comptabilisés et le groupe ayant renforcé depuis 2023 le pilotage opérationnel de ses projets à travers l'internalisation progressive des fonctions d'ingénierie et de maîtrise d'œuvre.
- Le résultat financier ressort à -5,9m€ en 2025 et devrait s'améliorer progressivement pour atteindre -2,9m€ à horizon 2028e. Cette évolution reflète principalement la baisse attendue du coût de la DN, qui passerait de -5,3m€ en 2025 à -2,9m€ en 2028e, sous l'effet de la réduction progressive de l'endettement. A l'avenir, les charges financières demeurent majoritairement concentrées au niveau de Pro Kapital, dont les projets immobiliers continuent de mobiliser une part importante des financements du groupe.
- Concernant l'IS, nous retenons une approche par pays, en appliquant les taux d'imposition normatifs aux contributions respectives de chaque géographie au CA consolidé. Cette méthode conduit à un taux d'IS pondéré compris entre 14,1% et 16,1% sur la période 2026e-2028e. Il convient de souligner la spécificité fiscale de l'Estonie et de la Lettonie, avec un taux d'imposition nul sur le résultat imposable, la fiscalité s'appliquant uniquement sur les bénéfices distribués (dividende) à hauteur de 22% pour l'Estonie et 25% pour la Lettonie.

Répartition géographique du taux d'imposition (2026e-28e)

Imposition par pays	Tx IS normatif	2026e		2027e		2028e	
		% EBITA 2026e	Taux IS pondéré	% EBITA 2027e	Taux IS pondéré	% EBITA 2028e	Taux IS pondéré
Estonie	0%	30%		26%		24%	
Lituanie	16%	26%		23%		21%	
Létonie	0%	6%		5%		5%	
Allemagne	30%	8%		7%		7%	
Italie	27%	18%		24%		24%	
Egypte	23%	12%		14%		19%	
Total		100%	14,1%	100%	15,6%	100%	16,1%

Source : estimations IS

4 – Résultats et structure financière en amélioration

- Les intérêts minoritaires ressortent à 6,4m€ en 2025 et sont estimés entre 5m€ et 5,5m€ sur 2026-28e. Ce poste correspond quasi-exclusivement à la quote-part de résultat revenant aux actionnaires minoritaires de Pro Kapital, dont environ 50% du capital n'est pas détenu par Preatoni Group.

Après un RN pdg publié déficitaire de -4,7m€ en 2025, nous anticipons un retour en territoire positif dès 2026e, avec un RN qui progresserait de 5,4m€ en 2026e à 10,0m€ en 2028e. Cette amélioration de la rentabilité devrait permettre au groupe de renforcer progressivement ses capitaux propres et de poursuivre son désendettement au cours des prochaines années.

Compte de résultat de Preatoni Group sur 2022-28e

en m€, au 31/12	2022	% CA	2023	% CA	2024	% CA	2025	% CA	2026e	% CA	2027e	% CA	2028e	% CA
EBITDA Ajusté	19,3	16,7%	5,7	7,9%	6,4	9,5%	21,9	20,6%	24,0	21,8%	25,9	22,3%	27,4	22,9%
var	n.d.		-71%		+12%		+243%		+10%		+8%		+6%	
Amortissements & provisions	-12,0	-10,4%	-9,8	-13,8%	-1,3	-2,0%	-5,8	-5,5%	-6,8	-6,2%	-6,3	-5,4%	-6,3	-5,2%
EBITA Ajusté	7,3	6,4%	-4,2	-5,8%	5,0	7,5%	16,0	15,1%	17,2	15,6%	19,6	16,9%	21,2	17,7%
var	n.d.		n.s.		n.s.		n.s.		+7%		+14%		+8%	
Variation JV immeuble placement	6,2	5,3%	2,0	2,8%	1,1	1,7%	3,5	3,3%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Cession d'actifs	0,0	0,0%	-0,1	-0,2%	0,0	0,0%	-0,2	-0,2%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Effet de var. de périmètre	0,0	0,0%	0,1	0,1%	0,0	0,0%	0,2	0,2%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
autres produits et charges	0,0	0,0%	11,9	16,7%	-4,8	-7,1%	0,4	0,4%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Dépréciations	-77,1	-66,9%	-0,5	-0,7%	-10,8	-16,0%	-9,8	-9,2%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Quote-part SME	0,0	0,0%	-0,4	-0,6%	-0,7	-1,1%	-0,5	-0,4%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Total coûts non récurrents	-70,9	-61,6%	12,9	18,1%	-15,2	-22,6%	-6,4	-6,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
EBIT	-63,6	-55,2%	8,8	12,3%	-10,1	-15,1%	9,6	9,1%	17,2	15,6%	19,6	16,9%	21,2	17,7%
var	n.d.		n.s.		n.s.		n.s.		+78%		+14%		+8%	
Coût Dette Nette	-6,0	-16,8%	-5,8	-8,0%	-6,3	-7,9%	-5,3	-6,7%	-4,4	-6,7%	-3,4	-7,0%	-2,9	-8,7%
Autres éléments financiers	-4,6	-4,0%	-2,1	-3,0%	1,7	2,5%	-0,5	-0,5%	-0,1	0,0%	-0,1	0,0%	-0,1	0,0%
Résultat financier	-10,6	-9,2%	-7,9	-11,1%	-4,6	-6,9%	-5,9	-5,5%	-4,5	-4,1%	-3,5	-3,0%	-2,9	-2,4%
Résultat avant IS	-74,3	-64,5%	0,8	1,2%	-14,8	-22,0%	3,7	3,5%	12,7	11,5%	16,2	13,9%	18,3	15,2%
var	n.d.		n.s.		n.s.		n.s.		+238%		+27%		+13%	
IS payé	0,0	0,0%	-0,4	-43,1%	-2,2	14,7%	-2,0	-52,3%	-1,8	-14,1%	-2,5	-15,6%	-2,9	-16,1%
Minoritaires	0,0	0,0%	0,8	1,2%	2,3	3,4%	-6,4	-6,1%	-5,5	-5,0%	-5,1	-4,4%	-5,3	-4,4%
RN pdg publié	-74,3	-64,5%	1,3	1,8%	-14,7	-21,9%	-4,7	-4,4%	5,4	4,9%	8,5	7,3%	10,0	8,4%
var	n.d.		n.s.		n.s.		n.s.		n.s.		+59%		+18%	

Source : société, estimations IS

Le tableau ci-dessous présente le compte de résultat ajusté norme IS. Celui-ci vise à mieux refléter la performance opérationnelle récurrente du groupe en retraitant les principaux éléments non récurrents. Les principales différences avec les agrégats publiés peuvent être résumées comme suit :

- Les variations de juste valeur des immeubles de placement sont retraitées de notre compte de résultat ajusté. Ces éléments, essentiellement liés aux réévaluations des réserves foncières de Pro Kapital, sont par nature non cash.
- Les dépréciations d'actifs exceptionnelles sont également neutralisées. Elles concernent principalement les dépréciations d'actifs hôteliers constatées en 2022 ainsi que la dépréciation du goodwill de Pro Kapital enregistrée en 2025.

Le RN ajusté norme IS ressort ainsi à 2,1m€ en 2025 vs -4,7m€ en publié. Sur cette base, nous anticipons un RN ajusté norme IS de 5,4m€ en 2026e, 8,6m€ en 2027e puis 10,1m€ en 2028e.

Compte de résultats ajusté de Preatoni Group sur 2022-28e

en m€, au 31/12	2022	% CA	2023	% CA	2024	% CA	2025	% CA	2026e	% CA	2027e	% CA	2028e	% CA
CA	115,2	100%	71,3	100%	67,1	100%	106,2	100%	110,2	100%	116,2	100%	120,0	100%
var	n.d.		-38%		-6%		+58%		+4%		+5%		+3%	
EBITDA ajusté	19,3	16,7%	5,7	7,9%	6,4	9,5%	21,9	20,6%	24,0	21,8%	25,9	22,3%	27,4	22,9%
var	n.d.		-71%		+12%		+243%		+10%		+8%		+6%	
Amortissements ajustés	-12,0	-10,4%	-9,8	-13,8%	-1,3	-2,0%	-5,8	-5,5%	-6,8	-6,2%	-6,3	-5,4%	-6,3	-5,2%
EBITA ajusté norme IS	7,3	6,4%	-4,2	-5,8%	5,0	7,5%	16,0	15,1%	17,2	15,6%	19,6	16,9%	21,2	17,7%
var	n.d.		n.s.		n.s.		n.s.		+7%		+14%		+8%	
Résultat financier ajusté	-6,0	0,0%	-5,8	-8,0%	-6,3	-7,9%	-5,3	-6,7%	-4,4	-6,7%	-3,4	-7,0%	-2,9	-8,7%
RCAI Ajusté norme IS	1,3	1,1%	-10,0	-14,0%	-1,3	-1,9%	10,7	10,1%	12,7	11,6%	16,2	14,0%	18,3	15,3%
var	n.d.		n.s.		n.s.		n.s.		+19%		+27%		+13%	
IS ajusté	-0,1	-10,5%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	-0,7	-6,9%	-1,8	-14,1%	-2,5	-15,6%	-2,9	-16,1%
Minoritaires + SME	0,0	0,0%	0,4	0,6%	1,5	2,3%	-6,9	-6,5%	-5,5	-5,0%	-5,1	-4,4%	-5,3	-4,4%
RN ajusté norme IS	1,1	1,0%	-9,6	-13,4%	0,3	0,4%	3,0	2,8%	5,4	4,9%	8,6	7,4%	10,1	8,4%
var	n.d.		n.s.		n.s.		n.s.		+79%		+59%		+18%	

Source : société, estimations IS

4 – Résultats et structure financière en amélioration

4.4 Une génération de trésorerie soutenue par les 2 pôles

La génération de trésorerie de Preatoni Group repose sur 2 modèles économiques aux profils complémentaires. Alors que l'activité Hôtellerie Tourisme génère des flux relativement récurrents, soutenus par des besoins d'investissement limités, l'activité de Développement Immobilier présente une génération de cash plus cyclique, fortement influencée par le calendrier desancements du programme, des constructions et des livraisons. Nos principales hypothèses de flux de trésorerie sont les suivantes :

Hôtellerie Tourisme : FCF régulier en l'absence d'investissement majeur de croissance

- Des capex de -1,8m€ en 2025, relativement limités au regard de la taille. Nous retenons des capex à hauteur de -3,7m€ par an sur la période 2026e-28e. Ces investissements sont principalement liés aux programmes de rénovation hôtelière, à l'entretien des actifs existants, ainsi qu'aux investissements récurrents nécessaires au développement des activités. Comme indiqué précédemment, notre scénario n'intègre pas à ce stade des investissements de croissance liées à l'extension du resort Coral Bay en Égypte (surélévations, nouvelles constructions ou extensions foncières), en l'absence de projet officiellement lancé par le groupe.
- La variation de BFR ressort à +5,4m€ en 2025, principalement soutenue par les encaissements anticipés liés à l'activité timeshare en Égypte, dont les revenus sont reconnus progressivement sur la durée des contrats. Nous retenons ensuite une contribution positive mais plus normée, comprise entre +1,6m€ et +3,0m€ sur la période 2026e-2028e.

In fine, l'activité Hôtellerie Tourisme devrait générer des FCF opérationnels de 8m€ à 11m€ entre 2026e et 2028e, dans la lignée de la réalisation de 2025 (10m€).

Tableau de flux de trésorerie Hôtellerie Tourisme 2022-28e

en m€, au 31/12	2022	% CA	2023	% CA	2024	% CA	2025	% CA	2026e	% CA	2027e	% CA	2028e	% CA
EBITDA ajusté Hôtellerie Tourisme	7,7	15,6%	5,0	10,4%	0,7	1,3%	8,1	15,2%	10,1	18,0%	12,1	19,9%	13,7	21,3%
IS théorique (m€/ % EBITA)	0,4	-9,9%	0,9	-21,3%	-1,0	n.d.	0,2	7,7%	-1,2	-22,9%	-1,8	-24,6%	-2,1	-24,4%
Capex	-1,1	-2,2%	-3,3	-6,9%	-3,3	-6,7%	-1,8	-3,5%	-3,7	-6,6%	-3,7	-6,1%	-3,7	-5,8%
FCF opérationnel avt BFR	7,0	14,2%	2,6	5,4%	-3,6	-7,4%	6,5	12,2%	5,2	9,3%	6,7	11,0%	7,9	12,3%
Variation BFR	0,9	1,7%	-3,4	-7,1%	2,2	4,4%	5,4	10,3%	3,1	5,5%	1,6	2,7%	3,0	4,7%
FCF opérationnel ap BFR	7,9	15,9%	-0,8	-1,8%	-1,4	-2,9%	11,9	22,5%	8,3	14,8%	8,3	13,6%	10,9	17,0%
Acquisitions/cessions	20,2	40,8%	0,7	1,5%	0,2	0,4%	-1,0	-1,9%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Variation capital	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Dividendes	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Autres dt IS payé et frais fi	1,6	3,1%	-2,7	-5,7%	2,1	4,3%	-4,8	-9,0%	-2,2	-3,9%	-0,3	-0,4%	0,2	0,3%
Cash-flow publié Hôtellerie Tourisme	29,7	59,9%	-2,8	-6,0%	0,9	1,8%	6,1	11,6%	6,1	10,8%	8,0	13,2%	11,0	17,3%

Source : société, estimations IS

Promotion : 2 nouvelles années de FCF positives attendues sur 2026-27e

- Les capex demeurent limités sur l'activité de Développement Immobilier (-0,5m€ en 2025) et concernent essentiellement des investissements courants.
- La variation du BFR également limitée en 2025 (-2,7m€), après un pic de -10,6m€ en 2024 lié à la montée des stocks immobiliers et des travaux en cours, notamment sur le projet Kalaranna District, en préparation des livraisons réalisées en 2025. Pour la période 2026-2028e, nous retenons un profil plus normatif du BFR, avec une contribution positive en 2026-2027 soutenue par les pré-commercialisations, avant une détérioration en 2028 (-10m€) liée à la constitution de nouveaux stocks dans la perspective des futurs développements du groupe pour 2029e-30e.

Après 9,5m€ en 2025, le FCF opérationnel de l'activité Promotion devrait ressortir sur 2026-27e à respectivement 11m€ et 15m€. En 2028e, la génération de FCF devrait se dégrader, tout en restant positive (+2,4m€) afin de constituer les stocks pour l'accélération attendue de la croissance sur 2029-30.

4 – Résultats et structure financière en amélioration

Tableau de flux de trésorerie Promotion 2022-28e

en m€, au 31/12	2022	% CA	2023	% CA	2024	% CA	2025	% CA	2026e	% CA	2027e	% CA	2028e	% CA
EBITDA ajusté Promotion	11,9	18,1%	1,5	6,4%	0,7	4,1%	14,0	26,3%	14,1	26,1%	14,0	25,2%	14,0	25,0%
IS théorique (m€/ % EBITA)	-1,1	-10,0%	-0,1	-10,0%	0,0	-10,0%	-1,3	-10,0%	-1,3	-10,0%	-1,3	-10,0%	-1,3	-10,0%
Capex	-2,8	-4,3%	-1,3	-5,3%	-0,6	-3,1%	-0,5	-0,9%	-0,3	-0,5%	-0,3	-0,6%	-0,3	-0,6%
FCF opérationnel avt BFR	8,0	12,1%	0,1	0,6%	0,2	0,9%	12,2	23,0%	12,5	23,2%	12,4	22,3%	12,4	22,1%
Variation BFR	6,1	9,2%	7,8	32,7%	-10,6	-58,1%	-2,7	-5,1%	-1,8	-3,2%	2,4	4,3%	-10,0	-17,9%
FCF opérationnel ap BFR	14,0	21,4%	7,9	33,3%	-10,4	-57,2%	9,5	17,9%	10,8	20,0%	14,7	26,6%	2,4	4,2%
Acquisitions/cessions	2,3	3,6%	-1,9	-8,0%	-1,3	-7,1%	-1,0	-2,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Variation capital	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Dividendes	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Autres dt IS payé et frais fi	-3,2	-4,8%	-4,8	-20,1%	-5,3	-29,4%	-2,7	-5,1%	-1,6	-3,0%	-2,6	-4,7%	-2,6	-4,6%
Cash-flow publié Promotion	13,2	20,1%	1,3	5,3%	-17,0	-93,7%	5,8	10,8%	9,2	17,0%	12,1	21,9%	-0,2	-0,4%

Source : société, estimations IS

Consolidé : 2 nouvelles années de FCF positives attendues sur 2026-27e

En agréant les 2 divisions sans nécessité de retraitement de flux intra-groupe, le FCF opérationnel après BFR consolidé ressort à 19,8m€ en 2025 et devrait s'établir à 18,9m€ en 2026e, 22,8m€ en 2027e puis 13,0m€ en 2028e. Le recul attendu en 2028 reflète principalement la consommation de trésorerie liée au BFR évoquée précédemment, résultant de la constitution progressive de nouveaux stocks immobiliers en préparation du futur cycle de développement de Pro Kapital attendu à partir de 2029-2030e. Malgré cet effet, le groupe conserverait une solide capacité de génération de cash, illustrant la complémentarité entre un pôle Hôtellerie & Tourisme aux flux récurrents et une activité de Développement Immobilier plus cyclique.

En l'absence d'acquisition et de retour aux actionnaires, ces FCF opérationnels positifs devraient être utilisés pour poursuivre le désendettement du groupe. Après prise en compte des frais financiers, nos estimations font ressortir un désendettement de 15,1m€ en 2026e, 19,9m€ en 2027e et 10,6m€ en 2028e, dans la lignée des réalisations 2025 (11,7m€). Sur la période 2025-28e, Preatoni Group devrait avoir réduit de ~-60% son endettement.

Tableau de flux de trésorerie de Preatoni Group 2022-28e

en m€, au 31/12	2022	% CA	2023	% CA	2024	% CA	2025	% CA	2026e	% CA	2027e	% CA	2028e	% CA
EBITDA ajusté	19,3	16,7%	5,7	7,9%	6,4	9,5%	21,9	20,6%	24,0	21,8%	25,9	22,3%	27,4	22,9%
IS théorique	-0,8	-10,5%	0,8	-18,4%	-1,0	-19,7%	-1,1	-6,9%	-2,4	-14,1%	-3,1	-15,6%	-3,4	-16,1%
Capex	-3,9	-3,4%	-4,5	-6,4%	-3,9	-5,7%	-2,3	-2,2%	-4,0	-3,6%	-4,0	-3,4%	-4,0	-3,3%
FCF opérationnel avt BFR	14,6	12,7%	1,9	2,7%	1,5	2,3%	18,5	17,4%	17,6	15,9%	18,8	16,2%	20,0	16,7%
Variation BFR	6,9	6,0%	4,4	6,1%	-8,4	-12,5%	2,7	2,6%	1,3	1,2%	4,0	3,4%	-7,0	-5,8%
FCF opérationnel ap BFR	21,5	18,7%	6,3	8,8%	-6,9	-10,2%	21,2	20,0%	18,9	17,1%	22,8	19,6%	13,0	10,9%
Acquisitions/cessions	22,6	19,6%	-1,2	-1,7%	-1,1	-1,7%	-2,0	-1,9%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Variation capital	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Dividendes	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Autres dt IS payé et frais fi	-1,6	-1,4%	-7,5	-10,5%	-3,2	-4,8%	-7,5	-7,0%	-3,8	-3,4%	-2,9	-2,5%	-2,4	-2,0%
Cash-flow publié	42,5	36,9%	-2,4	-3,3%	-11,2	-16,7%	11,7	11,0%	15,1	13,7%	19,9	17,2%	10,6	8,9%

Source : société, estimations IS

4.5 Réduction du levier financier à horizon 2028e

Les principaux postes du bilan de Preatoni Group sont les suivants :

- Des immobilisations corporelles de 113,8m€ à fin 2025, correspondant quasi-exclusivement aux actifs hôteliers détenus par le groupe en Égypte et en Italie. Nous anticipons une légère baisse de ce poste à horizon 2028e, les investissements de maintenance et de rénovation compensant globalement les amortissements comptabilisés sur les bâtiments et équipements existants.
- Un goodwill de 93,3m€ à fin 2025, en recul sous l'effet des dépréciations comptabilisées sur certains actifs du groupe, ainsi que de l'impact de la dépréciation de la Livre égyptienne sur les écarts de conversion. Le recul observé en 2024 (-25,3m€) s'explique notamment par une dépréciation de -10,8m€ et un effet de change négatif de -14,6m€.
- Les immeubles de placement ressortent à 44,1m€ à fin 2025 et correspondent exclusivement aux réserves foncières détenues par Pro Kapital. Ils regroupent

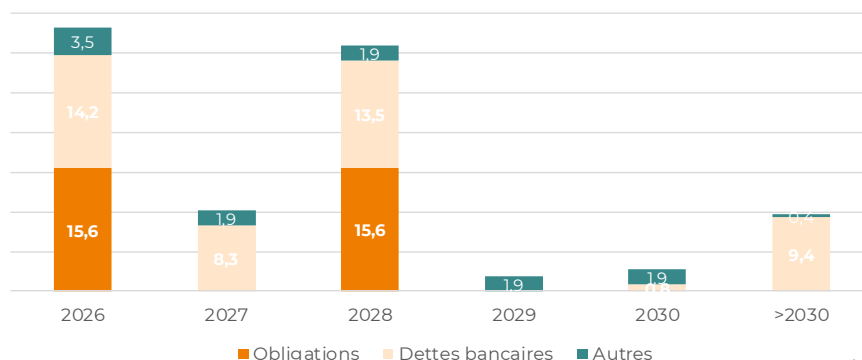
4 – Résultats et structure financière en amélioration

notamment les projets Kristiine City (23,3m€), Kliversala (12,0m€), Ülemiste 5 (4,4m€) et City Oasis (3,9m€). Ces actifs constituent une réserve de développement et soutiennent le potentiel de croissance du groupe au-delà de notre horizon de prévision. Nous retenons une valeur globalement stable sur la période 2026e-2028e, notre scénario n'intégrant ni acquisitions foncières significatives ni réévaluations majeures de ces actifs.

- Un niveau de stocks toujours significatif, reflet du modèle de promotion immobilière. Les stocks immobiliers atteignent 58,5m€ en 2025 et demeurent compris entre 55m€ et 64m€ sur la période 2026-2028e. Ces niveaux restent cohérents avec le maintien d'un pipeline de développement important dans les pays baltes et la préparation progressive des futures phases de construction.
- Des Capitaux Propres part du groupe de 160,3m€ à fin 2025, en diminution depuis 2022 (246,6m€) du fait de l'impact défavorable de la dépréciation de livre égyptienne (impact cumulé de -86,4m€ sur la période 2022-25). Avec le retour d'un RN pdg positif sur 2026-28e, le groupe devrait reconstituer ses capitaux propres PDG qui atteindraient 187m€ fin 2028e dans nos projections.
- Des intérêts minoritaires de 35,1m€ à fin 2025, correspondant aux 49,6% du capital non détenu dans Pro Kapital. Ce poste est amené à progresser avec les RN attendus sur Pro Kapital sur 2026-28e pour atteindre à cet horizon 51,0m€.
- Les passifs sur contrats de 22,3m€ à fin 2025. Ils reflètent principalement les encaissements anticipés liés à l'activité time-share en Égypte, auxquels s'ajoutent les acomptes clients reçus dans le cadre des pré commercialisations immobilières de Pro Kapital.
- Une DN hors IFRS de 73,6m€ à fin 2025, en diminution sensible par rapport à 2024 (-11,6m€). La réduction de l'endettement en valeur absolu, combinée au redressement des résultats a permis une sensible amélioration du ratio DN/EBITDA, passé de 13,4x fin 2024 à 3,4x fin 2025. La poursuite du désendettement, combiné à la croissance des résultats devraient permettre à la DN de tomber à 28,0m€ à fin 2028e, soit 1,0x l'EBITDA. Cette DN de 73,6m€ se décompose en 15,2m€ de trésorerie disponible et 88,8m€ de dettes financières hors IFRS. La dette financière est relativement équilibrée entre les 2 pôles, avec environ 47% rattachés à Hôtellerie Tourisme et 53% à la Promotion Immobilière. Le profil de financement a par ailleurs évolué au cours des dernières années, avec une diminution progressive de la dette obligataire, passée de 44,9m€ en 2023 à 27,2m€ en 2025, tandis que la dette bancaire progressait de 29,8m€ à 45,5m€. Cette évolution traduit selon nous une normalisation progressive du financement, les établissements bancaires accompagnant de nouveau les développements immobiliers de Pro Kapital. Pour la division Hôtellerie Tourisme, la dette est adossée uniquement aux actifs italiens, Preatoni n'ayant pas réussi à mettre en place des financements pour Coral Bay dans des conditions satisfaisantes. Si Preatoni doit faire face à des échéances importantes en 2026 (33,3m€ après prise en compte du report de 2026 à 2028 de 3,5m€ d'obligations détenues par Mr. Ernesto Preatoni) et en 2028 (31,0m€), la génération de FCF retrouvée, le soutien des acteurs bancaires observé en 2025 et les options de prolongation sur certaines dettes (notamment une extension de 2026 à 2028 de 8,2m€ de dette obligataire chez Pro Kapital, devraient permettre au groupe de gérer sans trop de difficulté ce refinancement.

4 – Résultats et structure financière en amélioration

Echéancier de dettes de Preatoni à fin 2025



Source : société

En conclusion, nous estimons que Preatoni Group dispose d'une structure bilancielle solide, combinant une base d'actifs importante, une amélioration progressive de la génération de trésorerie et une réduction de son levier financier au cours des prochaines années.

Bilan de Preatoni Group 2022-28e

en m€, au 31/12	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Goodwill	142,1	129,9	104,6	93,3	93,3	93,3	93,3
Autres immo incorporelles	6,8	6,7	6,5	6,3	6,3	6,3	6,3
Immobilisations corporelles	167,8	149,1	119,1	113,8	112,3	110,8	109,3
IFRS 16 - Droits d'utilisation	0,4	1,0	1,5	1,7	1,7	1,7	1,7
Immeubles placement à juste valeur	45,6	40,6	44,5	44,1	44,1	44,1	44,1
Autres actifs financiers	4,5	2,9	3,5	3,7	3,7	3,7	3,7
Impôt différé actif	3,9	7,0	4,6	4,3	4,3	4,3	4,3
Actif immo	371,0	337,0	284,3	267,3	265,8	264,3	262,8
Stocks	35,3	36,8	57,9	58,5	55,5	53,5	64,5
Clients & cptes rattachés	15,1	9,7	10,5	13,9	15,0	15,0	15,0
Autres actifs courants	4,8	4,1	4,7	3,4	4,0	4,0	4,0
Trésorerie disponible	15,9	22,0	10,3	15,2	1,8	13,5	-1,5
Actifs détenus en vue de la cession	0,0	2,3	0,0	3,1	3,1	3,1	3,1
Total Actif	442,1	412,0	367,6	361,4	345,2	353,4	347,8
Capitaux Propres part du groupe	246,6	218,3	168,6	160,3	167,0	176,2	187,0
Intérêts minoritaires	31,2	31,9	28,8	35,1	40,6	45,7	51,0
Total Capitaux Propres	277,8	250,2	197,4	195,3	207,6	222,0	238,1
Dettes financières	87,5	96,1	95,5	88,8	60,3	52,0	26,4
IFRS 16 Dettes locatives	0,2	1,0	1,5	1,8	1,8	1,8	1,8
Provisions	2,2	2,3	2,7	2,1	2,1	2,1	2,1
Impôts différés passif	28,2	25,3	18,7	16,9	16,9	16,9	16,9
Autres dettes non courantes	0,0	4,5	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3
Fournisseurs	14,0	12,9	13,1	11,5	11,5	11,5	11,5
Passifs sur contrats	3,3	9,6	20,0	22,3	22,3	24,3	28,3
Autres dettes courantes	28,8	10,1	13,4	16,4	16,4	16,4	16,4
Passif détenus en vue de cession	0,0	0,0	0,0	0,9	0,9	0,9	0,9
Total passif	442,1	412,0	367,6	361,4	345,1	353,2	347,7
Dette Nette	71,7	74,1	85,2	73,6	58,5	38,5	27,9
var	n.d.	+2,4	+11,2	-11,7	-15,1	-19,9	-10,6
DN/EBITDA ajusté	3,7x	13,1x	13,4x	3,4x	2,4x	1,5x	1,0x
BFR (m€)	9,1	18,0	26,6	25,5	24,2	20,2	27,2
var	n.d.	+8,9	+8,6	-1,1	-1,3	-4,0	+7,0

Source : société, estimations IS

5 – Actifs de qualité mais potentiel limité – NEUTRE, OC 36€

La coexistence de deux activités distinctes, hôtellerie tourisme et promotion immobilière, nous conduit à retenir une valorisation par SOP. Il en ressort une valeur de 36€ par action, largement portée par le pôle Hôtellerie-Tourisme (29,8€), tandis que Pro Kapital (5,9€) constitue selon nous le principal relais de création de valeur du groupe. Les travaux de valorisation menés sur cette dernière mettent en évidence une décote significative, qui pourrait justifier, une opération capitalistique visant à renforcer la participation de Preatoni Group. À l'inverse, la poursuite du programme de conversion des dettes personnelles d'Ernesto Preatoni en actions Preatoni Group constitue un facteur de vigilance, les cessions éventuelles des titres reçus par les créanciers pouvant générer un risque ponctuel de flow-back. Enfin, le cours actuel, toujours proche du prix d'IPO de 41€, limite le potentiel de revalorisation CT, la cotation étant intervenue dans un contexte de flottant limité et de très faible liquidité. Nous initions ainsi la couverture avec une opinion NEUTRE et un OC de 36€.

5.1 SOP : 36€, dont 84% pour l'activité Hôtellerie Tourisme

Au regard de l'hétérogénéité des activités, tant en termes de modèle économique que d'implantation géographique, la valorisation par Somme des Parties (SOP) s'avère la méthode idoine pour valoriser Preatoni Group.

5.1.1 Pro Kapital : 5,9€/action dans notre SOP Preatoni Group

5.1.1.1 DCF : VT de 124m€ avec un WACC de 12,8%

Au regard de la visibilité procurée par les réserves foncières, l'approche par DCF permet de capter au mieux la valorisation de Pro Kapital. Notre valorisation par DCF repose sur les estimations 2026e-28e précédemment exposées, que nous prolongeons sur un horizon de 10 ans (2026e-35e). Cet horizon correspond à la monétisation progressive des 190 863m² de surfaces restant à développer à fin 2025. Ce potentiel comprend environ 22 000m² de GBA encore à commercialiser sur les projets en cours de construction à fin 2025, ainsi que 8 895m² correspondant aux futurs projets de développement. Nous excluons de notre valorisation les 30 944m² d'un projet situé à Riga (Brivibas), celui-ci ayant vocation à être cédé et non développé, ainsi que les 18 604m² du projet Ülemiste 5, ces derniers faisant l'objet d'une valorisation distincte.

Nous retenons une valeur terminale afin de refléter la poursuite de l'activité au-delà de 2035. Celle-ci repose sur un CA normatif de 75m€ et une marge d'EBITDA de 20%, sensiblement inférieure aux niveaux historiques de Pro Kapital. Cette légère décote reflète le coût économique du renouvellement progressif des réserves foncières. Avec un CA cumulé de près de 1,1Md€ entre 2026 et 2035, il repose sur un portefeuille foncier dont la valeur de marché est estimée à 44m€, un peu moins de 5% du CA potentiel. À LT, nous considérons que cet avantage foncier devra être progressivement remplacé par des acquisitions réalisées aux conditions de marché, ce qui réduit mécaniquement la rentabilité normative d'environ -5 pts.

Projection des surfaces vendues et des réserves foncières (2026e-35e)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Surface vendues en m ²	11 087	20 263	5 857	2 276	9 017	9 098	9 250	9 550	20 000	22 000	25 000	27 000	26 000	26 000	16 965
var	n.d.	+82,8%	-71,1%	-61,1%	+296,2%	+0,9%	+1,7%	+3,2%	+109,4%	+10,0%	+13,6%	+8,0%	-3,7%	+0,0%	-34,8%
Prix m ²	3 121	2 881	2 616	4 212	4 815	4 814	4 887	4 772	4 867	4 965	5 064	5 165	5 269	5 374	5 482
var	n.d.	-7,7%	-9,2%	+61,0%	+14,3%	-0,0%	+1,5%	-2,3%	+2,0%	+2,0%	+2,0%	+2,0%	+2,0%	+2,0%	+2,0%
Surface à développer en m ²	228 276	208 013	202 156	199 880	190 863	181 765	172 515	162 965	142 965	120 965	95 965	68 965	42 965	16 965	0
	n.d.	-8,9%	-2,8%	-1,1%	-4,5%	-4,8%	-5,1%	-5,5%	-12,3%	-15,4%	-20,7%	-28,1%	-37,7%	-60,5%	-100,0%

Source : Invest Securities

5 – Actifs de qualité mais potentiel limité – NEUTRE, OC 36€

Nos hypothèses, détaillées dans le tableau ci-dessous, sont les suivantes :

- Un horizon de 10 ans, avec une montée en puissance progressive des surfaces livrées, passant d'environ 9 000m² par an sur la période 2026e-28e à un pic de 27 000m² en 2032, avant une normalisation progressive jusqu'à l'épuisement des réserves foncières historique en 2035. Il est à noter qu'à l'atteinte du pic de commercialisation en 2032, les ventes de Pro Kapital ne représenteront que 2% des ventes de logements neufs des 3 pays baltes de 2025 (1 115 000m²), ce qui réduit sensiblement le risque d'exécution et ne devrait pas peser sur l'équilibre du marché.
- Une progression des prix de vente de +2% par an à partir de 2029, en ligne avec notre hypothèse d'inflation de long terme et des prix au m² cohérent avec le mix géographique des projets futurs.
- Une marge EBITDA normalisée de 25%, en ligne avec les performances historiques et notre anticipation d'une stabilisation de la marge brute autour de 35%, soutenue par un positionnement résidentiel premium et la réinternalisation des fonctions de maîtrise d'ouvrage.
- Des capex limités, compris entre -0,5% et -1,0% du CA, reflétant un modèle économique principalement consommateur de BFR.
- Un taux d'imposition normatif de 10%, correspondant à notre estimation du taux moyen pondéré applicable aux activités estoniennes, lettones et lituaniennes.
- Un BFR constituant le principal facteur de volatilité des FCF, dont l'évolution est directement liée au rythme de développement et de livraison des projets immobiliers qui sont reconnus en stocks.
- Nous retenons une valeur terminale fondée sur un CA normatif de 75m€ et une marge d'EBITDA de 20%. Cette hypothèse reflète la poursuite de l'activité au-delà de 2035, en intégrant un renouvellement progressif des réserves foncières à des conditions de marché légèrement moins favorables que celles ayant permis la constitution du portefeuille actuel. Dans ce contexte, une marge d'EBITDA de 20% nous paraît constituer un niveau de rentabilité soutenable à long terme, considérant que le coût des réserves foncières représente 5% du CA.

FCF 2026e-35e actualisés de Pro Kapital

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	Infini
CA Promotion	45,4	46,1	47,2	47,6	97,3	109,2	126,6	139,5	137,0	139,7	93,0	75,0
CA Autres	7,8	7,9	8,1	8,3	8,5	8,7	8,9	9,0	9,2	9,4	9,6	0,0
CA	53,2	54,0	55,3	55,9	105,9	117,9	135,5	148,5	146,2	149,1	102,6	75,0
var	+192,8%	+1,5%	+2,3%	+1,1%	+89,3%	+11,4%	+14,9%	+9,6%	+9,7%	+1,9%	+26,9%	-26,9%
Marge Brute en % CA	35,4%	35,4%	36,1%	36,1%	35,9%	35,8%	35,6%	35,3%	35,3%	35,2%	35,0%	30,0%
Opex en % CA	-4,8	-5,0	-6,0	-6,2	-10,6	-11,8	-13,5	-14,9	-14,6	-14,9	-10,3	-7,5
EBITDA ajusté	14,0	14,1	14,0	14,0	27,5	30,4	34,7	37,8	37,0	37,5	25,6	15,0
marge EBITDA	26,3%	26,1%	25,2%	25,0%	25,9%	25,8%	25,5%	25,5%	25,3%	25,2%	25,0%	20,0%
Capex en % du CA	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,7	-0,8	-1,0	-1,2	-1,3	-1,4	-1,0	0,0
Amortissements ajustés en % du CA	-0,9%	-0,5%	-0,6%	-0,6%	-0,6%	-0,7%	-0,7%	-0,8%	-0,9%	-0,9%	-1,0%	0,0%
BFR	49,5	51,3	48,9	58,9	96	89	82	67	44	22	0	0,0
BFR / CA (%)	93,2%	95,0%	88,4%	105,3%	90,3%	75,2%	60,2%	45,1%	30,1%	15,0%	0,0%	0,0%
Taux IS	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%	-10,0%
Synthèse												
EBITDA ajusté	14,0	14,1	14,0	14,0	27,5	30,4	34,7	37,8	37,0	37,5	25,6	15,0
Impôts	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-2,6	-2,9	-3,3	-3,6	-3,5	-3,6	-2,5	-1,5
Capex	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,7	-0,8	-1,0	-1,2	-1,3	-1,4	-1,0	0,0
Variation BFR	-2,7	-1,8	+2,4	-10,0	-36,7	+6,9	+7,2	+14,5	+23,0	+21,6	22,4	-3,8
FCF opérationnel après BFR	9,6	10,8	14,7	2,4	-12,4	33,6	37,6	47,5	55,2	54,1	44,6	9,8
var	-192,9%	+12,4%	+36,6%	-83,9%	-623,7%	+370,1%	+11,9%	+26,4%	+16,2%	-2,1%	-17,6%	10,5
Coef d'actualisation	0,9	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	10,5	11,5
FCF opérationnel actualisé	10,2	12,3	1,8	-8,2	19,6	19,4	21,7	22,4	19,5	14,2	2,8	2,8

Source : Invest Securities

Afin d'actualiser nos FCF, nous intégrons un WACC de 12,8%, dont les principales hypothèses sont les suivantes :

- ✓ Un taux sans risque de 3,6%, correspondant à une pondération des taux d'État à 10 ans en fonction du poids des pays dans l'Eurostoxx.
- ✓ Une prime de risque sur le marché actions de 3,1%, calculée comme la différence entre l'inverse du PE prospectif 12 mois de l'Eurostoxx et le taux sans risque.
- ✓ Un bêta de 2,0x, un niveau relativement élevé pour tenir compte de la nature

5 – Actifs de qualité mais potentiel limité – NEUTRE, OC 36€

cyclique de l'activité de Promotion Immobilière.

- ✓ Une prime de taille de 3,67% de Duff & Phelps pour les entreprises de taille inférieure à 263m€.
- ✓ Une prime de risque pays de 1,18% correspondant à la moyenne des primes souveraines publiées par Damodaran pour l'Estonie, la Lettonie et la Lituanie.
- ✓ Un levier financier de 25% et un coût de la dette avant impôt de 8%, un niveau représentant notre estimation du coût de financement actuel.

Après actualisation des flux de trésorerie, nous obtenons une VE de 157,1m€, intégralement constituée par les flux de trésorerie générés sur la période 2026e-35e.

- Nous déduisons la DN de fin 2025 (-39,0m€) ainsi que les provisions et quasi-dettes (-0,5m€)
- Nous ajoutons également une valeur de 4,3m€ correspondant au projet commercial Ülemiste 5 (18 604m²) non intégré au carnet de commandes. Nous retenons les hypothèses communiquées par la société (démarrage de la construction en janvier 2029, fin des travaux prévue en juin 2030) et appliquons le même taux d'actualisation que pour le reste de notre valorisation (12,8%), ce qui conduit à une valeur actualisée de 4,1m€. Cette valorisation intègre un loyer annuel de 2,5m€ pendant 2 ans (2030e-32e), suivi d'une cession de l'actif en 2032 pour 35m€.
- Enfin, nous ajoutons une valeur de 1,9m€ correspondant au projet Brīvības reclassé en actif destiné à la vente au 31 décembre 2025. Conformément aux indications du management, nous retenons l'hypothèse d'une cession opportuniste au cours des prochaines années à sa valeur de bilan, sans plus-value.

Après prise en compte de ces différents éléments de passage, la Valeur des Titres de Pro Kapital ressort à 124,0m€.

Détail de la valorisation par DCF de Pro Kapital

Valorisation	FCF growth	Valeur (m€)	%
Flux 2026-35e		132,5	84,3%
Valeur terminale	1,5%	24,6	15,7%
Valeur entreprise Totale		157,1	100,0%
DN fin 2025		-39,0	
Acquisition/cession 2026-27		0,0	
Provisions/Quasi-dettes		-0,5	
Ülemiste 5 & Brīvības		6,2	
Valeur Titres		123,8	100,0%

Source : Invest Securities

Sensibilité du DCF

		WACC						
		11,3%	11,8%	12,3%	12,8%	13,3%	13,8%	14,3%
Marge d'EBITDA LT	20%	143	136	130	124	118	113	108
	23%	143	136	130	124	118	113	108
	25%	143	136	130	124	118	113	108
	28%	143	136	130	124	118	113	108
	30%	143	136	130	124	118	113	108

Source: Invest Securities

5 – Actifs de qualité mais potentiel limité – NEUTRE, OC 36€

		WACC						
		11,3%	11,8%	12,3%	12,8%	13,3%	13,8%	14,3%
Croissance Infinie	0,5%	140	134	127	122	116	111	107
	1,0%	142	135	129	123	117	112	107
	1,5%	143	136	130	124	118	113	108
	2,0%	145	138	131	125	119	114	109
	2,5%	147	140	133	127	121	115	110

Source: Invest Securities

5.1.1.2 Comparable : VT de 85,2m€ sur la base des promoteurs polonais

En complément de la valorisation par DCF, nous retenons une valorisation par comparables afin d'apprécier le positionnement de Pro Kapital au regard des principaux promoteurs immobiliers européens. Le secteur de la promotion immobilière demeure toutefois fortement local, les modèles économiques variant sensiblement d'un pays à l'autre selon les réglementations (VEFA ou ventes à l'achèvement), les conditions de financement, les cycles immobiliers.... Dans ce contexte, un large échantillon européen apparaît peu pertinent et conduirait à comparer Pro Kapital à des acteurs présentant des profils de risque et de rentabilité très hétérogènes. Nous avons ainsi retenu un échantillon composé exclusivement des promoteurs résidentiels polonais :

- **Dom Development**, fondé en 1996, est le 1er promoteur résidentiel polonais. Le groupe développe principalement des logements dans les principales métropoles polonaises (Varsovie, Wrocław, Tricity, Cracovie, Poznań et Łódź). Son modèle repose sur la détention du foncier et une reconnaissance du CA à la remise des logements aux acquéreurs.
- **Atal**, fondé en 1990, est un promoteur résidentiel polonais présent dans les principales agglomérations du pays. Le groupe intervient sur l'ensemble de la chaîne de valeur, de l'acquisition foncière à la livraison des logements, avec un modèle de développement reposant majoritairement sur des terrains détenus en propre.
- **Archicom**, fondé en 1986, est un promoteur résidentiel polonais historiquement implanté à Wrocław et présent dans les principales métropoles du pays. Le groupe développe principalement des programmes résidentiels premium et mixtes, avec un modèle reposant sur une maîtrise du foncier.

Plusieurs éléments motivent ce choix :

- Une prime de risque pays (source : Damodaran) proche de celle des pays baltes, la Pologne affichant une prime de risque pays de 1,10% vs une moyenne de 1,18% pour l'Estonie, la Lettonie et la Lituanie (source : Damodaran).
- Un modèle économique comparable, reposant principalement sur le développement résidentiel avec une détention du foncier à l'image de Pro Kapital.
- Une méthode de reconnaissance du CA similaire, les promoteurs polonais appliquant, comme Pro Kapital, une comptabilisation des revenus lors de la remise des clés aux acquéreurs. Les logements précommercialisés mais non encore livrés demeurent ainsi inscrits au bilan.
- Des niveaux de rentabilité élevés, avec des marges d'EBIT comprises entre 20% et 25%, proches des niveaux attendus pour Pro Kapital sur la période 2026e-28e (23%).

Le panel européen présenté ci-dessous est fourni à titre indicatif. Notre analyse repose exclusivement sur les comparables polonais précédemment mentionnés.

5 – Actifs de qualité mais potentiel limité – NEUTRE, OC 36€

Indicateurs opérationnels de promoteurs immobiliers européens

	Capi (m€)	2025	CA (m€)	2026	2027	TMVA CA	2025	2026e	2027e	Marge d'EBIT	2025	2026e	2027e	DN/EBITDA	2025	2026e	2027e
NEXITY SA	381	2821,0	2598,3	2661,0	-3%	1%	2%	4%	6,4x	3,8x	3,2x						
Kaufman & Broad	504	1136,0	1140,4	1147,1	+0%	8%	8%	9%	-2,7x	-2,2x	-0,7x						
Médiane France	443	1978,5	1869,4	1904,1	-1%	4%	5%	6%	1,9	0,8	1,2						
VISTRY GROUP PLC	1 073	4219,9	4819,6	4934,8	+8%	4%	7%	7%	0,6x	-0,2x	-0,3x						
BLOOMSBURY PUBLISH	600	378,1	413,5	406,2	+4%	11%	14%	13%	-0,3x	-0,2x	-0,1x						
PERSIMMON	4 161	4380,3	4476,9	4701,2	+4%	11%	13%	12%	1,1x	0,0x	-0,1x						
TAYLOR WIMPEY PLC	3 436	4489,5	4432,2	4594,8	+1%	11%	8%	8%	-0,7x	-0,5x	-0,2x						
BARRATT REDROW PLC	4 836	6637,5	7002,5	7205,4	+4%	8%	10%	8%	0,2x	-1,2x	-1,0x						
Médiane Royaume-Uni	3 436	4380,3	4476,9	4701,2	+4%	11%	10%	8%	0,2x	-0,2x	-0,2x						
NEINORHOMES SA	1 608	709,1	1743,1	1571,0	+49%	10%	13%	15%	7,2x	3,8x	3,4x						
AEDAS HOMES SA	940	868,8	1192,4	1211,1	+18%	12%	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.						
Médiane Espagne	1 274	789,0	1467,8	1391,0	+33%	11%	13%	15%	7,2x	3,8x	3,4x						
NVR	15 342	8948,3	8268,7	8897,1	-0%	14%	13%	14%	-0,5x	-0,3x	-0,1x						
LENNAR	18 503	30544,3	28407,9	29285,6	-2%	8%	6%	6%	0,7x	1,3x	1,3x						
HORTON	37 133	31022,8	28781,7	30330,0	-1%	14%	13%	12%	0,6x	0,7x	0,8x						
KB HOME	3 112	5580,9	4497,8	4863,3	-7%	9%	6%	7%	2,2x	3,5x	3,0x						
Médiane USA	16 923	19746,3	18338,3	19091,4	-2%	11%	9%	10%	0,7x	1,0x	1,0x						
JMAB	731	965,9	1044,7	1182,9	+11%	3%	5%	7%	30,8x	16,1x	11,0x						
BONAVA	292	697,9	852,7	1032,7	+22%	5%	8%	10%	6,4x	5,6x	3,6x						
Médiane Suède	511	831,9	948,7	1107,8	+16%	4%	7%	8%	18,6x	10,8x	7,3x						
Dom Development	1 529	768,1	852,4	928,8	+10%	25%	23%	21%	0,4x	0,2x	0,1x						
Atal	565	301,6	460,7	515,3	+31%	25%	22%	22%	5,7x	1,6x	1,1x						
Archicom	697	226,9	522,7	669,7	+72%	13%	24%	20%	4,1x	0,7x	0,5x						
Médiane Pologne	697	301,6	522,7	669,7	+31%	25%	24%	21%	4,1x	0,7x	0,5x						
Mediane Promotion Eur	1 073	1978,5	2170,7	2116,0	+4%	10%	10%	10%	0,7x	0,7x	0,5x						
Pro Kapital	38	53,16	54,0	55,31	+2%	25%	23%	24%	2,8x	2,2x	1,4x						

Source : Invest Securities, Factset

Multiples de valorisation de promoteurs immobiliers polonais

	2025	VE/CA	2026e	2027e	2025	VE/EBIT	2026e	2027e
Dom Development	1,95x	1,90x	1,75x	8,2x	8,2x	8,2x		
Atal	3,07x	2,20x	1,96x	13,1x	9,0x	8,9x		
Archicom	2,13x	1,66x	1,29x	14,5x	7,0x	6,4x		
Médiane Pologne	2,13x	1,90x	1,75x	13,1x	8,2x	8,2x		

Source : Invest Securities, Factset

Compte tenu du différentiel de rentabilité, nous retenons exclusivement les multiples de VE/EBIT. En appliquant les multiples médians de VE/EBIT de notre échantillon de comparables de promoteurs polonais à nos estimations 2026e et 2027e, nous obtenons une VE comprise entre 102,4m€ et 106,4m€. Après déduction de la DN estimée sur chacun des exercices et prise en compte de la valeur des projets à céder (Ulemiste 5 et Brivibas), il en ressort une VT entre 77,5m€ et 92,9m€, soit une valeur moyenne de **85,2m€**.

5.1.1.3 Synthèse : 5,9€/action dans notre SOP pour les 49,6% de Pro Kapital

Notre valorisation de Pro Kapital fait ressortir une valeur moyenne des capitaux propres de 104,6m€, résultant d'une moyenne entre notre approche par DCF de **124m€** et notre valorisation par comparables boursiers de **85,2m€**. Sur cette base, la participation de 49,62% détenue par Preatoni Group est valorisée à 51,9m€, soit 5,9€ par action.

5 – Actifs de qualité mais potentiel limité – NEUTRE, OC 36€

Synthèse des méthodes d'évaluation de Pro Kapital

Méthodes	VE en m€	DN+ Ajustements en m€	VT à 100% en m€	VT détenue par Preatoni G. en m€	en €/action
DCF	157,6	(33,6)	124,0	61,5	7,0 €
VE/EBIT 2026	102,4	(24,9)	77,5	38,4	4,4 €
VE/EBIT 2027	106,4	(13,5)	92,9	46,1	5,2 €
Moyenne 2026-27e	104,4	(19,2)	85,2	42,3	4,8 €
Valorisation PRO KAPITAL	131,0	(26,4)	104,6	51,9	5,9 €

Source : Invest Securities

5.1.2 Hôtellerie Tourisme : 30€/action, dont 19€/action de valeur des murs

La valorisation du pôle Hôtellerie Tourisme est complexe, tant en raison des zones d'implantation géographique que de prise en compte du modèle économique de time share qui limite la comparaison avec les autres groupes hôteliers. Pour approcher la valeur de ces actifs, nous avons retenu 2 méthodes : les valeurs d'expertises et une combinaison d'un DCF pour le fonds de commerce et des valeurs de transaction pour les murs.

5.1.2.1 Valeur d'expertise : 279m€ pour 100% des filiales

Dans son Document d'Information pour son transfert sur Euronext Growth, Preatoni a présenté un tableau de synthèse de la valorisation des actifs hôteliers réalisée par des cabinets indépendants (HVS Hospitality Global Services, Grant Thornton et Colliers). Ce tableau constitue un référentiel particulièrement pertinent de notre point de vue, dans la mesure où (i) les expertises sont récentes (début 2025 pour l'Egypte, fin 2025 pour l'Italie), (ii) les actifs sont valorisés séparément, ce que nous ne pouvons réaliser totalement au regard de l'information publique disponible et (iii) ces acteurs reconnus ont pu effectuer des due diligences.

La valorisation totale des actifs ressort à 279m€ sur la base d'une VE des actifs à 100%. Elle se décompose en :

- 195m€ pour les actifs égyptiens, dont 145m€ pour les murs et 50m€ pour le fonds de commerce
- 89m€ pour les actifs hôteliers italiens, dont 51m€ pour Zagarella en Sicile et 33,4m€ pour Novate à Milan. Il est à noter que l'actif situé sur le Lac de Garde n'a pas fait l'objet d'une évaluation par un tiers indépendant, du fait d'une valorisation peu élevée (5m€ à 6m€ selon la société). L'évaluateur n'a pas fait de distinction dans sa valorisation entre murs et fonds de commerce comme cela a été fait pour l'Egypte, mais le management nous a indiqué que la valorisation des murs représentait environ 70%, contre 30% pour la valeur du fonds de commerce.

Evaluation externe des actifs hôteliers de Preatoni Group

31 12 2025 en K€	Ecart d'acquisition	Immobilier	Impôt différé	Valeur nette comptable	Evaluation externe	Nature de l'évaluation
SICOT - Egypte	10 054	45 618	- 10 054	45 618	145 000	Immobilier
NILE – Egypte	14 572	3 374		17 946	50 000	Fonds de commerce
Zagarella – Italie	2 694	34 278	- 2 694	34 278	50 700	Murs et fonds
Novate - Italie	6 445	16 747	- 734	22 458	33 400	Murs et Fonds
Total	33 765	100 017	-13 483	120 300	279 100	

Source: Preatoni Group

5 – Actifs de qualité mais potentiel limité – NEUTRE, OC 36€

En s'appuyant sur les valeurs d'expertise et en ajoutant l'actif du Lac de Garde pour 5m€, nous arrivons à une VE à 100% des actifs hôteliers à 284m€, à laquelle nous déduisons les dettes portées par les différentes structures, ce qui conduit à une VT à 100% de 253m€. Après prise en compte des pourcentages de détention selon les différentes filiales, il en ressort une valorisation de 227m€, soit 25,7€/action. Compte tenu d'une dette portée quasi-exclusivement par les actifs italiens, les 25,7€/action se décompose en 4,3€ pour les actifs italiens et 21,4€ pour l'actif égyptien.

Valorisation des actifs Hôtellerie Tourisme sur la base des valeurs d'expertises

	Valeur expertise (m€)	Valeur Murs (m€)	Valeur Fonds (m€)	Dettes (m€)	VT à 100% (m€)	% détention	Valeur retenue en m€	€/action
Zagarella	50,7	35,5	15,2	22,0	28,7	68%	19,5	2,2
Milan	33,4	23,4	10,0	9,6	23,8	67%	16,0	1,8
Lac Garde	5,0	3,5	1,5	0,0	5,0	51%	2,6	0,3
Total actifs italiens	89,1	62,4	26,7	31,6	57,5	66%	38,0	4,3
Actif égyptien	195,0	145,0	50,0	0,0	195,0	97%	188,6	21,4
Total Hôtellerie Tourisme	284,1	207,4	76,7	31,6	252,5	90%	226,6	25,7

Source : Preatoni Group, Invest Securities

Si le management de Preatoni Group argue que les expertises ont tenu compte d'hypothèses conservatrices (notamment un WACC de 24,5% pour les actifs égyptiens), ces travaux constituent de notre point de vue un référentiel pertinent, d'autant qu'il recoupe les travaux réalisés par nos soins par la suite.

5.1.2.2 DCF de 97m€ pour valoriser le fonds de commerce

Dans nos travaux de valorisation, nous avons cherché à valoriser séparément les murs et le fonds de commerce. Pour ce dernier, nous avons procédé à une valorisation par DCF, considérant que les FCF de l'activité Hôtellerie Tourisme détaillés précédemment représentent avant tout cette activité. Dans un souci de cohérence parfaite, il aurait fallu appliquer des loyers versés aux fonds de commerce, mais on peut considérer qu'avec la spécificité du modèle de time share de Preatoni Group, les loyers sont temporairement très faibles.

Nos estimations de FCF intègrent les hypothèses suivantes :

- Nos estimations 2026e-28e détaillées précédemment
- Une croissance LT de +2,5%, cohérente avec l'inflation de l'Italie et de l'Egypte, et un atterrissage progressif de la croissance vers ce niveau sur la période 2029e-35e
- Une marge d'EBITDA normative de 30%, venant de 15% en 2025 et de 21,3% attendus en 2028e, et un atterrissage progressif sur ce niveau sur la période 2029e-35e. Si cette amélioration peut paraître agressive, il convient de rappeler que la reconnaissance différée des revenus de time share en Egypte devrait y contribuer progressivement et que la rentabilité dans le secteur est généralement comprise entre 25% et 40% avant prise en compte des loyers.
- Des investissements limités, correspondant uniquement aux capex de maintenance, nos estimations de CA n'intégrant pas de croissance liée à l'expansion du site Sharm El Sheikh.

FCF du fonds de commerce Hôtellerie Tourisme

	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
CA	53,0	56,3	60,9	64,0	67,1	70,1	72,9	75,6	78,0	80,3	82,3
var	+8,3%	+6,2%	+8,2%	+5,2%	+4,8%	+4,4%	+4,0%	+3,7%	+3,3%	+2,9%	+2,5%
EBITDA ajusté	8,1	10,1	12,1	13,7	15,1	16,7	18,3	19,9	21,5	23,1	24,7
marge EBITDA	15,2%	18,0%	19,9%	21,3%	22,6%	23,8%	25,0%	26,3%	27,5%	28,8%	30,0%
Capex	-1,8	-3,7	-3,7	-3,7	-3,8	-3,9	-4,0	-4,0	-4,1	-4,1	-4,1
en % du CA	-3,5%	-6,6%	-6,1%	-5,8%	-5,7%	-5,5%	-5,4%	-5,3%	-5,2%	-5,1%	-5,0%
Amortissements ajustés	-4,9	-5,0	-5,0	-5,0	-5,0	-4,9	-4,8	-4,7	-4,5	-4,3	-4,1
en % du CA	-9,3%	-8,9%	-8,2%	-7,8%	-7,4%	-7,0%	-6,6%	-6,2%	-5,8%	-5,4%	-5,0%
BFR	-24,0	-27,1	-28,7	-31,7	-31,3	-30,8	-30,0	-29,0	-27,8	-26,3	-24,7
BFR / CA (%)	-45,3%	-48,1%	-47,1%	-49,5%	-46,7%	-43,9%	-41,1%	-38,3%	-35,6%	-32,8%	-30,0%
Taux IS	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
Synthèse											
EBITDA ajusté	8,1	10,1	12,1	13,7	15,1	16,7	18,3	19,9	21,5	23,1	24,7
Impôts	-0,8	-1,3	-1,8	-2,2	-2,5	-2,9	-3,4	-3,8	-4,2	-4,7	-5
Capex	-1,8	-3,7	-3,7	-3,7	-3,8	-3,9	-4,0	-4,0	-4,1	-4,1	-4,1
Variation BFR	5,4	3,1	1,6	3,0	-0,3	-0,6	-0,8	-1,0	-1,2	-1,4	-2
FCF opérationnel après BFR	10,9	8,2	8,3	10,8	8,5	9,3	10,1	11,0	11,9	12,9	13,8
var	n.s.	-24,7%	+0,8%	+30,8%	-21,7%	+9,8%	+9,3%	+8,7%	+8,2%	+7,7%	+7,2%
Coef d'actualisation	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	10,5
FCF opérationnel actualisé	7,7	6,9	7,9	5,5	5,3	5,1	4,9	4,7	4,5	4,2	4,2

Source : Invest Securities

5 – Actifs de qualité mais potentiel limité – NEUTRE, OC 36€

Pour actualiser ces FCF, nous retenons un WACC de 13,2% qui intègre les hypothèses suivantes :

- ✓ Un taux sans risque de 3,6%, correspondant à une pondération des taux d'État à 10 ans en fonction du poids des pays dans l'Eurostoxx.
- ✓ Une prime de risque sur le marché actions de 3,1%, calculée comme la différence entre l'inverse du PE prospectif 12 mois de l'Eurostoxx et le taux sans risque.
- ✓ Un bêta de 1,0x, cohérent avec le secteur de l'hôtellerie, sachant que nous intégrons le risque pays lié à l'Egypte à travers une prime de risque spécifique.
- ✓ Une prime de risque pays de 6,53% correspondant à la prime souveraine publiée par Damodaran pour l'Egypte (9,71%) pour sa quote-part de contribution aux résultats (67%).
- ✓ Un levier financier de 0%, considérant que ce sont les activités possédant les murs qui portent la dette.

Actualisé à 13,2% et sur la base d'une croissance LT de +2,5%, il en ressort une VE du fonds de commerce de l'activité Hôtellerie de 97m€, supérieur de +30% à celle intégrée dans les valeurs d'expertise. Ceci est lié d'après nous à la prise en compte d'un taux d'actualisation sensiblement moins pénalisant pour l'Egypte (16,4% vs 24,5% pour l'expertise).

Sensibilité du DCF du fonds de commerce de l'activité Hôtellerie Tourisme

		WACC						
		11,7%	12,2%	12,7%	13,2%	13,7%	14,2%	14,7%
croissance à l'infini	+1,5%	108	103	98	94	90	86	82
	+2,0%	111	105	100	95	91	87	84
	+2,5%	114	108	102	98	93	89	85
	+3,0%	117	111	105	100	95	91	87
	+3,5%	121	114	108	102	97	92	88

Source : estimations IS

5.1.2.3 Murs hôteliers : 227m€ de VE sur la base des transactions

Afin de valoriser les murs des actifs hôteliers, nous retenons les multiples de transaction référencés dans la région pour chacun des actifs. Pour les chambres vendues en time share, nous considérons qu'il s'agit d'un modèle proche du démembrement de l'usufruit et de la nue-propriété, et intégrons par conséquent une décote de 50% sur la valeur des actifs en pleine propriété.

Comme détaillé dans les tableaux ci-dessous, il en ressort les valorisations suivantes :

- Une valeur des murs de Sharm El Sheikh de 152m€, cohérente avec la valeur d'expertise (145m€). Cette dernière valorise est basée sur la fourchette basse des transactions sur les hôtels 5 étoiles de Sharm El Sheikh (150 à 300k\$ par clé, soit 130 à 260k€), en intégrant cette valeur pour les 322 chambres encore en pleine propriété et une décote de 50% pour les chambres en time share.

Catégorie	Prix par chambre	Sharm El Sheikh	Nombre clés	Prix / clé (k€)	Valorisation (m€)
4★ Resort	80-180 k\$	Chambres vendues définitivement	149	0	0
5★ Resort	150-300 k\$	Chambres vendues en time share non exploités	1 170	65	76
Luxe international (Ritz, Four Seasons, Aman, etc.)	400-900 k\$+	Chambres vendues en time share exploités	524	65	34
		Chambres disponibles	322	130	42
		Total	2 165		152

Source : Hotels Investments

Source : Preatoni, VHS, estimations IS

- Une valeur des murs de Zagarella (Sicile) de 36m€, parfaitement en ligne avec la valeur d'expertise (35,5m€). Cette dernière est basée sur la fourchette basse des transactions 4 étoiles bord de mer (220-350k€) en Sicile et une décote de 50% sur les actifs en time share.

5 – Actifs de qualité mais potentiel limité – NEUTRE, OC 36€

Catégorie	Prix par chambre	Zagarella	Nombre clés	Prix / clé (k€)	Valorisation (m€)
4★ Resort dans les terres	150-250 k€	Chambres vendues définitivement	55	0,0	0
4★ Resort bord mer	220-350 k€	Chambres exploités time share	324	110	36
Resort haut de gamme	250-400 k€	Chambres disponibles	0	220	0
		Total	381		36

Source : Hotels Investments

Source : Preatoni, Hotels Investments, estimations IS

- Une valeur des murs de l'hôtel de Milan de 39m€, sensiblement supérieure à la valeur d'expertise (23m€). Nous intégrons pourtant la fourchette basse des transactions sur les hôtels 4 étoiles en périphérie/business (200/300k€) sur une base à 100% car Preatoni Group dispose de la pleine propriété de la totalité des 194 chambres.

Segment	€/clé	Milan	Nombre clés	Prix / clé (k€)	Valorisation (m€)
3★	150-220 k€	Chambres vendues définitivement	0	0,0	0
4★ périphérie / business	200-300 k€	Chambres exploités time share	0	100	0
4★ centre-ville	300-450 k€	Chambres disponibles	194	200	39
5★	500-900 k€	Total	194		39

Source : Hotels Investments

Source : Preatoni, Hotels Investments, estimations IS

- Une valeur des murs de l'hôtel du Lac de Garde de 3,5m€, conformément aux indications du management. Le faible montant en jeu et la taille de l'actif ne rend pas pertinent selon nous l'approche par transaction.

Au global, notre valorisation par transaction des murs des actifs hôteliers de Preatoni Group ressort à 227m€ en VE à 100%, supérieure de +10% à la valeur des expertises (207m€), étant précisé que l'essentiel de l'écart provient de l'actif de Milan qui est à priori le moins risqué et le plus facilement cessible.

5.1.2.4 Synthèse : 29,8€/action pour la division Hôtellerie Tourisme

Pour conclure, nous retenons la moyenne des valeurs d'expertises et des valeurs de transaction pour évaluer les murs des 4 actifs hôteliers du groupe. Il en ressort une VE de 219m€, soit une VT à 100% de 187m€. Après prise en compte des minoritaires, la valorisation retenue des murs s'établit à 169,3m€, soit 19,2€/action.

Concernant le fonds de commerce, nous considérons que l'approche de l'expert est trop conservatrice compte tenu du taux d'actualisation retenu pour l'Egypte et intégrons par conséquent uniquement notre valorisation par DCF, soit 93m€ ou 10,6€/action.

Au global, notre valorisation de la division Hôtellerie Tourisme s'établit à 263m€, soit 29,8€/action. Cette dernière intègre pour moitié la valeur des murs du site de Sharm El Sheikh.

Synthèse de la valorisation de la division Hôtellerie Tourisme

Synthèse Valo	VE m€	DN 2025 m€	VT à 100% m€	% détention	Valeur retenue en m€	€/action
- Murs Zagarella	35,6	22,0	13,6	68%	9,2	1,0
- Murs Milan	31,1	9,6	21,5	67%	14,4	1,6
- Murs Lac Garde	3,5	0,0	3,5	51%	1,8	0,2
- Murs en Egypte	148,7	0,0	148,7	97%	143,8	16,3
Sous-total Murs	218,9	31,6	187,3		169,3	19,2
Fonds Commerce	97,2	0,0	97,2	0,96	93,3	10,6
Division Hôtellerie Tourisme	316,1	31,6	284,6		262,6	29,8

Source : estimations IS

5 – Actifs de qualité mais potentiel limité – NEUTRE, OC 36€

5.1.3 Une SOP de 36€, dont 54% pour les murs de l'activité Hôtellerie Tourisme

Sur la base des valorisations détaillées précédemment des divisions Promotion Immobilière et Hôtellerie Tourisme, nous déduisons une SOP de 314m€, soit 35,6€ que nous arrondissons à 36€ par action. Il est à noter que nous n'intégrons pas de coûts de holding, les coûts afférents étant affectés aux 2 divisions du groupe. Nous nous contentons uniquement d'intégrer la DN marginale (2,9m€) du holding.

Compte tenu des intérêts minoritaires et surtout des dettes portées par les différentes entités/activités, il est intéressant d'avoir en tête que : (i) Pro Kapital ne représente que 17% de la SOP, (ii) les murs de Sharm El Sheikh représentent près de 50% et (iii) la contribution nette des murs des 3 hôtels italiens est marginale (9%). La valorisation du groupe est par conséquent très fortement dépendante de Sharm El Sheikh, un superbe actif difficilement valorisable à sa pleine valeur en dehors d'une cession.

Somme des parties de Preatoni Group

	CA		EBITDA		VE		DN 2025 Associé		VT à 100%		%	Valorisation		%
	2025	2026e	2025	2026e	m€	€/action	m€	€/action	m€	€/action	détention	m€	€/action	ANR
Promotion (Pro Kapital)	53,2	54,0	14,0	14,1			39,0	4,4	104,6	11,9	50%	51,9	5,9	17%
- Murs Zagarella					35,6	4,0	22,0	2,5	13,6	1,5	68%	9,2	1,0	3%
- Murs Milan					31,1	3,5	9,6	1,1	21,5	2,4	67%	14,4	1,6	5%
- Murs Lac Garde					3,5	0,4	0,0	0,0	3,5	0,4	51%	1,8	0,2	1%
- Murs en Egypte					148,7	16,9	0,0	0,0	148,7	16,9	97%	143,8	16,3	46%
sous-total Murs					218,9	24,9	31,6	3,6	187,3	21,3	86%	169,3	19,2	54%
Fonds Commerce	52,9	56,3	7,7		97,2	11,0	0,0	0,0	97,2	11,0	96%	93,3	10,6	30%
- Autres	0,1	0,0	0,3		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		0,0	0,0	0%
Total Hôtellerie Tourisme	53,0	56,3	8,1	10,1	316,1	35,9	31,6	3,6	284,5	32,3	92%	262,6	29,8	84%
Holding	0,0	0,0	-0,2	-0,2	2,2		2,9	0,3	-0,7	-0,1	100%	-0,7	-0,1	0%
Total Preatoni Group	106,2	110,2	21,9	24,0	318,4	36,1	73,5	8,3	388,5	44,1		313,8	35,6	100%

Source : Invest Securities

5.2 Simplification capitalistique entre Pro Kapital et Preatoni Group inévitable

Au regard d'une capitalisation boursière de Pro Kapital de 38m€, Pro Kapital apparaît fortement sous-évalué au regard de nos valorisations par DCF (124m€) et comparables (85m€) détaillées précédemment.

Détenteur de 49,6% du capital de Pro Kapital, Preatoni Group aurait tout intérêt à profiter de la sous-évaluation actuelle pour se renforcer au capital avant l'accélération attendue de la génération de FCF prévue sur 2029e-32e.

À ce stade, aucun projet en ce sens n'a été communiqué par le management et il est difficile d'anticiper à la fois le schéma envisageable (fusion, OPE, rachat des minoritaires...) et/ou le prix de la transaction et par conséquent la création de valeur de l'opération pour les actionnaires de Preatoni Group. Nous noterons simplement que Pro Kapital est coté sur un marché régulé en Estonie, et que Preatoni Group, d'abord coté sur le marché libre depuis 2025, est désormais coté sur un marché régulé à Paris depuis le printemps, ce qui pourrait simplifier le processus de rapprochement.

5.3 Fin prochaine des conversions de dettes d'E. Preatoni en actions Preatoni Group

M. Ernesto Preatoni a initié, dès 2024, un programme de conversion de ses dettes personnelles en actions de la société Preatoni Group. Ces opérations, réalisées de gré à gré avec les créanciers, consistent à remettre des actions existantes de Preatoni Group détenues par Mr. Ernesto Preatoni en contrepartie de l'extinction des créances.

5 – Actifs de qualité mais potentiel limité – NEUTRE, OC 36€

Évolution de l'actionnariat consécutive aux conversions de dette

Date	Ernesto Preatoni		Minoritaires	
	Nombre actions	% capital	Nombre actions	% capital
Fin 2023	8 294 666	94,2%	512 369	5,8%
Fin 2025	7 645 481	86,8%	1 161 554	13,2%
Fin juin 2026	7 315 284	83,1%	1 491 751	16,9%

Source : Société

Détenteur de 94,2% du capital à fin 2023, Mr Ernesto Preatoni a vu sa participation réduite à 86,8% à fin 2025 et à 83,1% à fin juin 2026. D'après les déclarations réalisées auprès de l'AMF, l'ensemble des opérations ont été réalisées au prix de 41€ par action, le cours de référence retenu pour la 1ère cotation.

D'après le management de la société, il resterait encore 150k titres à échanger, soit 1,7% du capital. A l'issue de ces opérations, Ernesto Preatoni devrait ainsi conserver plus de 80% du capital, avec un flottant représentant près de 20%.

Ces opérations d'échanges de titres font peser potentiellement un risque de flow-back sur le titre, les créanciers pouvant être tentés de céder leurs titres, maintenant que leurs créances sont devenues théoriquement liquides. Ce risque ne s'est à ce jour pas concrétisé, avec un cours globalement inchangé depuis l'IPO, et cela malgré des premières opérations de conversion engagées en 2024. Ce comportement laisse penser que les créanciers ne cherchent pas à monétiser immédiatement les titres reçus, traduisant soit une absence de besoin de liquidité à court terme, soit une certaine confiance dans le potentiel de création de valeur porté par le groupe et M. Ernesto Preatoni. Ce point constituera néanmoins un facteur de vigilance au cours des prochains mois, à mesure que les dernières conversions seront réalisées.

5.4 Objectif fixé à 36€, opinion NEUTRE

Notre valorisation par SOP fait ressortir un objectif de cours de 36€ par action, dont 29,8€ pour le pôle Hôtellerie-Tourisme et 5,9€ pour la participation de 49,62% dans Pro Kapital.

Si nous considérons que Preatoni Group dispose d'actifs de qualité et d'un réel potentiel de création de valeur à MT, notamment au travers de Pro Kapital, nous estimons que le cours actuel, qui évolue toujours autour de son prix d'IPO de 41€, limite le potentiel de revalorisation à CT. L'IPO en février 2025 s'est opérée sans appel au marché (cotation purement technique), le flottant est limité, bien qu'en augmentation progressive avec la conversion de dettes d'Ernesto Preatoni en actions Preatoni Group, et la liquidité très faible. Si le potentiel à CT nous apparaît limité, il existe des leviers à même de créer de la valeur supplémentaire à CT. En particulier, nous considérons qu'un renforcement de la participation de Preatoni Group dans Pro Kapital constituerait un levier majeur, compte tenu de la décote importante actuelle de cette dernière à la bourse de Tallinn. À l'inverse, la poursuite du programme de conversion des dettes d'Ernesto Preatoni en actions restera un point de vigilance, les cessions éventuelles des titres reçus par les créanciers pouvant alimenter un risque ponctuel de flow-back. Dans ce contexte, nous initions la couverture avec une opinion NEUTRE et un OC de 36€.

THÈSE D'INVESTISSEMENT

Preatoni Group s'appuie sur un portefeuille d'actifs constitué depuis plus de 30 ans par son fondateur, Ernesto Preatoni. Si l'activité Hôtellerie-Tourisme en Égypte et en Italie représente aujourd'hui l'essentiel de notre valorisation, nous estimons que le principal potentiel de création de valeur réside dans Pro Kapital, dont les réserves foncières dans les pays baltes offrent près de 10 ans de visibilité et dont la décote boursière apparaît difficilement justifiable au regard de ses fondamentaux. Le développement du pipeline immobilier, la montée en gamme des actifs hôteliers et la génération de trésorerie devraient renforcer progressivement la structure financière du groupe. Néanmoins, la cotation récente, réalisée sans véritable confrontation entre l'offre et la demande, ainsi que la très faible liquidité du titre, conduisent selon nous à une valorisation encore éloignée de sa valeur fondamentale.

ANALYSE SWOT

FORCES

- ❑ Réserves foncières importantes
- ❑ Rentabilité élevée de Pro Kapital

FAIBLESSES

- ❑ Faible flottant et liquidité limitée
- ❑ Exposition géographique

OPPORTUNITES

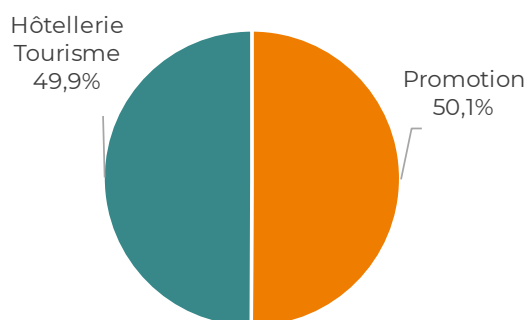
- ❑ Rachat des minoritaires de Pro Kapital
- ❑ Extension de Domina Coral Bay

MENACES

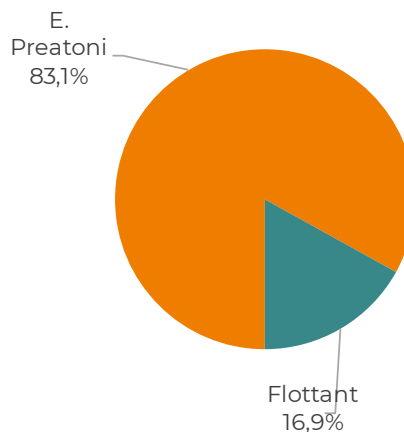
- ❑ Risque de flow-back
- ❑ Tensions géopolitiques

INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

REPARTITION DU CA 2025

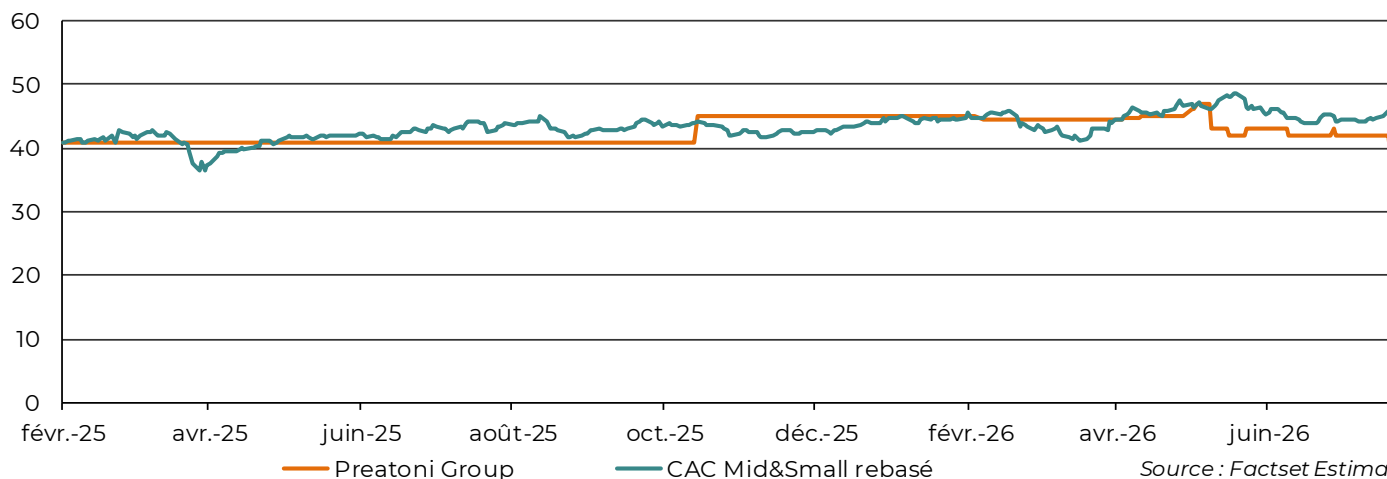


ACTIONNARIAT AU 30/06/2026



Source : Preatoni Group

ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS 5 ANS



Source : Factset Estimates

AVERTISSEMENT GÉNÉRAL

Invest Securities est agréée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et régulée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation à souscrire, acheter ou vendre des titres financiers, ou à participer à toute autre transaction.

Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques considérées fiables, mais n'ont pas été vérifiées de manière indépendante. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations publiques qui ont permis d'établir le présent document et Invest Securities n'accepte aucune responsabilité quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations publiques qui ont permis la réalisation du présent document, sauf dans la mesure requise par la loi.

Les opinions, prévisions et estimations contenues dans le présent document sont celles de leurs auteurs uniquement. Les appréciations formulées reflètent leur opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'évolution ou d'invalidation à tout moment, sans préavis. Invest Securities n'a aucune obligation d'actualiser, de modifier ou d'amender le présent document ou d'informer d'une quelconque manière le destinataire de ce document dans le cas où un fait, une opinion, une prévision ou une estimation contenus dans ce document, changent ou deviennent inexacts.

Les investissements mentionnés dans ce document peuvent ne pas convenir à tous ses destinataires. Les destinataires du document sont invités à fonder leurs décisions d'investissement sur les diligences appropriées qu'ils jugent nécessaires. Il est rappelé que les performances passées ne préjugent pas des performances à venir. Investir sur les marchés présente un risque de perte en capital. Toute perte ou autre conséquence découlant de l'utilisation des informations contenues dans le document relève exclusivement de la responsabilité de l'investisseur. Ni Invest Securities, ni une quelconque autre personne ne pourra être tenue responsable de quelque manière que ce soit au titre d'un quelconque dommage direct ou indirect résultant de l'utilisation de ce document. En cas de doute sur un quelconque investissement, les destinataires doivent contacter leurs propres conseillers en investissement, juridiques et/ou fiscaux pour obtenir des conseils concernant l'opportunité d'investir.

Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux dispositions du règlement abus de marché (UE) n°2014/596 et du règlement délégué (UE) n°20/958 sur les modalités techniques de présentation objective des recommandations d'investissement. Le présent document est destiné uniquement (A) à des personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers et/ou (B) à des investisseurs qualifiés agissant pour compte propre, au sens de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier.

Le présent document vous est fourni à titre confidentiel pour information et ne peut être reproduit ou transmis, en tout ou partie, à toute autre personne ou publié.

OBJECTIFS DE COURS ET RECOMMANDATION

Nos opinions boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur le profil de risque de l'entreprise et sur les objectifs de cours définis par l'analyste, élément intégrant des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché qui sont susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse financière d'Invest Securities établit ses objectifs de cours sur la base d'une approche fondamentale multicritères, incluant, de façon non exhaustive, l'actualisation des flux de trésorerie disponibles, l'approche analogique des comparables boursiers ou des multiples de transactions, la somme des parties, l'actif net réévalué, l'actualisation des dividendes.

Les opinions boursières émises par le bureau d'analyse financière d'Invest Securities sont définies comme tel :

- **ACHAT** : potentiel de hausse supérieur à +10% (le potentiel requis minimum peut être revu à la hausse selon le profil de risque de la société)
- **NEUTRE** : potentiel compris entre -10% et +10% (le potentiel requis maximum peut être revu à la hausse selon le profil de risque de la société)
- **VENTE** : potentiel de baisse supérieur à -10%
- **APPORTER, ou NE PAS APPORTER** : recommandations utilisées lorsque l'émetteur fait l'objet d'une offre publique (OPA, OPE, Retrait Obligatoire...)
- **SOUSCRIRE ou NE PAS SOUSCRIRE** : recommandations utilisées dans le cadre d'une augmentation de capital
- **SOUS REVUE** : recommandation temporaire, lorsqu'un événement exceptionnel à l'impact significatif sur les résultats de l'entreprise ou notre objectif de cours, ne permet plus d'émettre une opinion ACHAT, NEUTRE ou VENTE

HISTORIQUE DES RECOMMANDATIONS DES 12 DERNIERS MOIS

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des changements de recommandation et d'objectif de cours réalisés par le bureau d'analyse financière d'Invest Securities au cours des 12 derniers mois.

Société couverte	Analyste principal	Date de publication	Opinion	Objectif de Cours	Cours à date	Potentiel vs Objectif
------------------	--------------------	---------------------	---------	-------------------	--------------	-----------------------

DÉTAIL DES CONFLITS D'INTÉRÊTS POTENTIELS

	Preatoni Group
Invest Securities a été chef de file ou co-chef de file dans une offre publique concernant les instruments financiers de cet émetteur durant les douze derniers mois.	Non
Invest Securities a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.	Oui
Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse.	Oui
Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de Listing sponsor.	Oui
Invest Securities a été rémunérée par cet émetteur en échange de la fourniture d'autres services d'investissement au cours des douze derniers mois (RTO, Exécution pour compte tiers, conseil, placement, prise ferme).	Oui
Le présent document a été communiqué à l'émetteur préalablement à sa publication. Cette relecture n'a pas conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.	Oui
Le présent document a été communiqué à l'émetteur pour relecture préalablement à sa publication. Cette relecture a conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.	Non
L'analyste financier a des intérêts dans le capital de l'émetteur.	Non
L'analyste financier a acquis des titres de capital de l'émetteur avant l'opération d'offre publique.	Non
L'analyste financier perçoit une rémunération directement liée à l'opération ou à un service d'investissement fourni par Invest Securities.	Non
Un dirigeant d'Invest Securities est en situation de conflit d'intérêt avec l'émetteur et a eu accès à la recommandation avant son achèvement.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par l'émetteur.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient, à titre temporaire, une position longue nette de plus de 0.5% du capital de l'émetteur.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient, à titre temporaire, une position courte nette de plus de 0.5% du capital de l'émetteur.	Non
L'émetteur détient ou contrôle 5 % ou plus du capital d'Invest Securities ou du groupe All Invest.	Non

La politique de gestion des conflits d'intérêts d'Invest Securities est accessible sur le site d'Invest Securities dans la rubrique Règlementation. Une liste de toutes les recommandations diffusées sur 12 mois ainsi que la publication trimestrielle de la part des « ACHAT, VENTE, NEUTRE, AUTRES » sur 12 mois, sont accessibles sur le site de recherche d'Invest Securities.

DIRECTION

Marc-Antoine Guillen
Président

+33 1 44 88 77 80
maguillen@all-invest.com

Jean-Emmanuel Vernay
Directeur Général

+33 1 44 88 77 82
jevernay@all-invest.com

Pascal Hadjedj
Directeur Général Délégué

+33 1 55 35 55 61
phadjedj@all-invest.com

BUREAU D'ANALYSE FINANCIÈRE

Maxime Dubreil
Responsable Recherche

+33 1 44 88 77 98
mdubreil@all-invest.com

Yann de Peyrelongue
Analyste Industrie

+33 1 44 88 77 93
ydepeyrelongue@all-invest.com

Tom Deschamps
Analyste Industrie

+33 6 46 86 48 25
tdeschamps@all-invest.com

Jamila El Bougrini
Analyste Biotech

+33 1 44 88 88 09
jelbougrini@all-invest.com

Benoît Faure-Jarrosion
Senior advisor Immobilier

+33 1 73 73 90 25
bfaure-jarrosion@all-invest.com

Jean-Pierre Loza
Analyste Biotech

+33 6 89 24 73 57
jploza@all-invest.com

Claire Meilland
Analyste CleanTech

+33 1 73 73 90 34
cmeilland@all-invest.com

Christine Ropert
Analyste Agro-alimentaire

+33 1 44 88 77 96
croper@all-invest.com

Maud Servagnat
Analyste Média/Jeux Vidéo

+33 6 07 98 85 50
mservagnat@all-invest.com

Emmanuel Parot
Responsable Immobilier et
Tourisme

+33 1 44 88 88 02
eparot@all-invest.com

Thibaut Voglimacci-Stephanopoli
Analyste Medtechs / Biotech

+33 1 44 88 77 95
tvoglimacci@all-invest.com

Alexandre Xerri
Analyste Immobilier

+33 7 78 57 94 57
axerri@all-invest.com

SALLE DE MARCHÉ

Pascal Hadjedj
Responsable Vente Primaire
+33 1 55 35 55 61
phadjedj@all-invest.com

Anne Bellavoine
Senior Advisor

+33 1 55 35 55 75
abellavoine@all-invest.com

Eric Constant
Négociation

+33 1 55 35 55 64
econstant@all-invest.com

Jean-Philippe Coulon
Négociation

+33 1 55 35 55 64
jpcoulon@all-invest.com

Antoine Lopez
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 74
alopez@all-invest.com

Ralph Olmos
Vente Institutionnelle

+33 1 55 35 55 72
rolmos@all-invest.com

Jérôme Poiré
Vente Institutionnelle

+33 6 88 17 92 19
jpoirel@all-invest.com

SERVICES AUX ÉMETTEURS

Thierry Roussilhe
Responsable

+33 1 55 35 55
troussilhe@all-invest.com

Cécile Aboulian
Directrice Développement

+33 7 85 62 37 02
caboulian@all-invest.com

Fabien Huet
Contrat Liquidité

+33 1 55 35 55 60
fhuet@all-invest.com

Stan Kortchaguine
Contrat Liquidité

+33 1 55 35 55 63
skortchaguine@all-invest.com