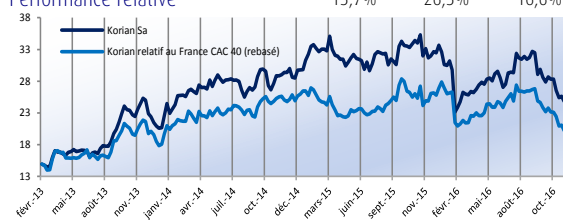


**Données boursières**

|                   |                         |
|-------------------|-------------------------|
| MNEMO / ISIN      | KORI-PAR / FR0010386334 |
| Capitalisation    | 1 976 M€                |
| Flottant          | 55%                     |
| Extrêmes 12 m (€) | 23,2€ / 33,7€           |

| Performance (%)      | 1m     | 3m     | 12m    |
|----------------------|--------|--------|--------|
| Performance absolue  | -13,1% | -23,6% | -24,2% |
| Performance relative | -13,7% | -26,3% | -16,6% |



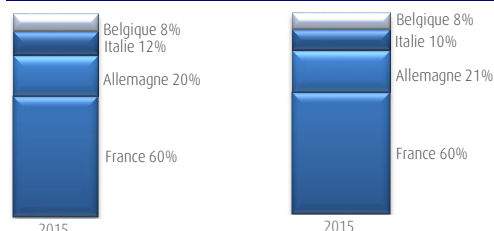
**Résultats et enjeux**

Après un début d'année sans vraie surprise, pénalisé par les difficultés opérationnelles du S2 2015 en Allemagne et l'intégration de Casa Reha (CAS1 : 1,47Md€ soit +16,3% dont +4%pcc, Ebitdar : 393M€ (+15,3%)), le CA T3 intégrant Foyer de Lork en Belgique (+15,5% dont +4,1%pcc) est venu confirmer les objectifs annuels affichés à 3Md€ de CA (+15,8%) et 13,7% de marge d'Ebitda (+40pb après intégration de Casa Reha selon la norme IAS17).

Pour sa part, le plan stratégique à 5 ans (3,8Md€ de CA en 2021 soit +5% dont +3%pcc +2% bolt on sur la base de 2500 à 3000 ouvertures de lits chaque année et 14,5% de marge d'Ebitda avec un point de passage à 14% en 2019) s'est révélé plutôt conservateur au regard des réductions de coûts envisagés (25M€ sur 2017/19 +15M€ complémentaire sur 2019/2021) mais élaboré dans un contexte réglementaire et tarifaire incertain sur ses deux plus gros marchés.

Nous le considérons comme un minimum et une première étape positive dans la mise en ordre de marche du groupe. Mais à CT, il engage le groupe dans un vaste chantier de réorganisation, d'intégration et de recherche d'optimisation avec peu de visibilité et un profil de marge assez plat pour 2017 et 2018. Notre objectif de cours est dans ces conditions inchangé à 30,9€/action avec un caractère de challenger confirmé et une décote de 12,5% par rapport à Orpéa qui nous semble toujours justifiée.

**CA et EBITDAR par région**



Catherine VIAL - Analyste Buy-Side

| Compte de Résultat (M€) | 2014    | 2015    | 2016e   | 2017e   |
|-------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Chiffre d'Affaires      | 2 499,5 | 2 579,3 | 2 986,2 | 3 134,9 |
| EBITDA                  | 356,8   | 342,1   | 407,8   | 433,1   |
| EBITA                   | 247,0   | 218,3   | 251,8   | 269,3   |
| Résultat Financier      | -59,6   | -65,0   | -94,1   | -98,7   |
| RN                      | 107,1   | 61,1    | 91,6    | 102,3   |
| RN part du groupe       | 103,8   | 58,8    | 90,0    | 100,7   |

| Bilan (M€)                | 2014    | 2015    | 2016e   | 2017e   |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|
| Total actif immobilisé    | 4 619,0 | 4 884,0 | 5 626,6 | 5 661,2 |
| dont GW                   | 1 617,6 | 1 707,3 | 2 132,1 | 2 132,1 |
| BFR                       | -478,3  | -475,9  | -551,0  | -578,4  |
| Fonds Propres totaux      | 1 902,6 | 1 933,9 | 1 996,9 | 2 051,2 |
| Endettement Financier net | 1 480,6 | 1 644,7 | 2 266,9 | 2 221,5 |

| Financement (M€) | 2014   | 2015   | 2016e  | 2017e  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| CAF              | 213,6  | 182,6  | 246,0  | 264,5  |
| CAPEX            | -131,6 | -140,0 | -194,7 | -198,4 |
| CAF / CAPEX      | 1,6    | 1,3    | 1,3    | 1,3    |
| Variation de BFR | 0,0    | -2,4   | 0,0    | 27,4   |
| Pay-Out          | 45%    | 81%    | 53%    | 48%    |
| FCF Opérationnel | 82,0   | 40,2   | 51,4   | 93,6   |

| Ratios de structure | 2014  | 2015  | 2016e  | 2017e  |
|---------------------|-------|-------|--------|--------|
| Gearing             | 78%   | 85%   | 114%   | 108%   |
| DN/EBITDA           | 4,1   | 4,8   | 5,6    | 5,1    |
| GW/FP               | 85,0% | 88,3% | 106,8% | 103,9% |
| Marge d'EBITA       | 9,9%  | 8,5%  | 8,4%   | 8,6%   |
| Marge nette         | 4,2%  | 2,3%  | 3,0%   | 3,2%   |
| ROE                 | 5,5%  | 3,0%  | 4,5%   | 4,9%   |
| ROCE                | 6,0%  | 5,0%  | 5,0%   | 5,3%   |

| Données par action (€) | 2014  | 2015  | 2016e | 2017e |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|
| BPA                    | 1,32  | 0,74  | 1,12  | 1,26  |
| Dividende net          | 0,60  | 0,60  | 0,60  | 0,60  |
| CAF / action           | 2,73  | 2,30  | 3,07  | 3,30  |
| Actif net par action   | 24,30 | 24,19 | 23,62 | 24,15 |

| Ratios boursiers        | 2014  | 2015  | 2016e | 2017e |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Cours de clôture (€)    | 27,2  | 32,2  | 24,6  | 24,6  |
| PER                     | 20,5x | 43,5x | 21,9x | 19,6x |
| P / CAF                 | 10,0x | 14,0x | 8,0x  | 7,5x  |
| Rdt du FCF opérationnel | 2,1%  | 0,9%  | 1,1%  | 2,0%  |
| P / AN                  | 1,1x  | 1,3x  | 1,0x  | 1,0x  |
| VE / CA                 | 1,6x  | 1,8x  | 1,6x  | 1,5x  |
| VE / EBITDA             | 11,1x | 13,5x | 11,4x | 10,6x |
| VE / EBITA              | 16,9x | 25,8x | 18,9x | 17,1x |

Source : FU