



KORIAN
Secteur : Santé



Cours au 12/10/2016 **28,3 €**
Objectif **30,5€ (+7,8%)**

Exercice	CA	EBITA	Marge	RN
au 31-12	M€	M€		M€
2015	2 579	218	8,5%	57
2016e	2 986	252	8,4%	88
2017e	3 150	271	8,6%	99

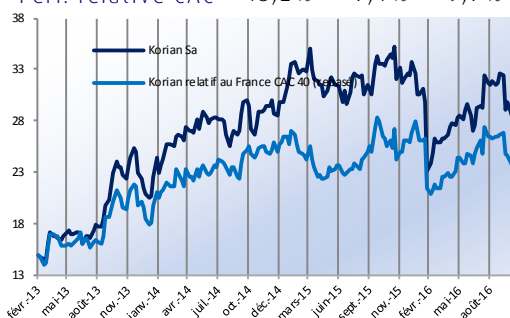
BPA	Var	PE	VE		Rdt Net
			CA	EBITA	
0,7 €	-44%	43,5x	1,8x	25,8x	1,9%
1,1 €	+34%	25,2x	1,7x	20,1x	2,1%
1,3 €	+11%	22,4x	1,6x	18,1x	2,1%

Source : FU

Données boursières

MNEMO / ISIN	KORI-PAR / FR0010386334
Capitalisation	2 270 M€
Nombre d'actions	80,2 M
Extrêmes 12 m	23,2€ / 36,3€

Performance (%)	1m	3m	12m
Perf. absolue	-12,9%	-4,3%	-14,8%
Perf. relative CAC40	-13,2%	-7,1%	-9,7%



Source : FactSet

Principaux actionnaires

Prédica	23,9%
PSP Investissement	14,0%
Malakoff Mederic	6,4%
Batipart	0,5%
Flottant	55,2%

Dirigeants

Sophie Boissard (26/01/2016)	DG
------------------------------	----

Valorisation/action

DCF	33,5 €
Comparables	26,2 €
Ratios historiques	30,2 €
Somme des parties (Rdt actif immo 6,3%)	32,1 €

Catherine VIAL
Analyste Buy-Side

Un sentiment partagé

Un plan stratégique 2021 prudent. Les objectifs à 5 ans portent sur un CA de 3,8Mds€ et 2500 à 3000 nouveaux lits par an, soit une croissance annuelle moyenne de 5% dont 3% en organique et 2% par acquisitions. En termes de rentabilité, les objectifs se situent à 14,5% de marge d'Ebitda en 2021 après 13,7% en 2016 avec un point d'étape à 14% en 2019. Un plan d'une grande prudence au regard des réductions de coûts envisagées (25M€ d'ici 2019 puis 15M€ complémentaires d'ici 2021 équivalents à 130pb) mais révélant les lourds enjeux de court terme : 1- incertitudes tarifaire en France et réglementaire en Allemagne, 2- intégration de l'Allemagne, 3- harmonisation du réseau, 4 - renforcement de l'organisation interne, mise en place de process et optimisation de l'activité immobilière.

Des objectifs annuels ajustés des normes IAS17. Les résultats du S1 sont dans l'ensemble conformes aux objectifs avec 1- un Ebitdar de 393M€ (+15.3%) et 26.7% du CA (-30pb), 2- une bonne performance opérationnelle en France, Belgique et Italie, 3- un net retrait de l'Allemagne (26.9%, -350pb), largement pénalisé par les difficultés opérationnelles du S2 2015 et l'intégration de Casa Reha. Le RN est en revanche largement inférieur aux attentes, en baisse de 34% à 33M€ en raison de l'application des normes IAS17 qui perturbent la lecture des comptes (baisse des loyers mais hausse plus que proportionnellement des amortissements et frais financiers). Les objectifs annuels ajustés reviennent ainsi à 3Md€ de CA (+15.8%; =) et 13.7% de marge d'Ebitda (vs 13.3%). Nos estimations s'ajustent pour leur part à 408M€ d'Ebitda et 13.7% du CA (vs 399M€ et 13.4%) et 94.6M€ de RN (+11.5%) vs 105M€.

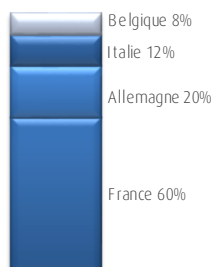
Peu de catalyseurs à court terme : Korian un opérateur majeur des maisons de retraite et SSR en Europe avec 71542 lits et une position de leader en France et en Allemagne. La réorganisation du groupe est entre les mains d'une nouvelle équipe de direction compétente avec un diagnostic, des objectifs et des enjeux clairement exprimés. Pour leur part, les objectifs 2019 et 2021 affichés sont à considérer comme timides et devraient être dépassés. C'est une étape positive dans la mise en ordre de marche du groupe.

Pour autant, le message reste empreint de prudence avec peu de visibilité sur le rythme de redressement des marges en 2017 et 2018, peu de catalyseurs à court terme et des niveaux de valorisation pénalisés par les retraitements immobiliers. Dans ces conditions, notre objectif de cours s'inscrit à 30,5€ soit 11,7x la VE/Ebitda 2017 et 9,7x la VE/Ebitda 2017 (hors dette immobilière) et une décote de 12% par rapport à Orpéa qui reste toujours justifiée.

Avertissement : Entreprise d'investissement agréée par le CECEI (Comité des Etablissements de Crédit et des Entreprises d'Investissement) et par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers), la FINANCIERE D'UZES est également membre d'Euronext. La FINANCIERE D'UZES relève des autorités compétentes que sont l'AMF et l'ACPR. Les informations contenues dans ce document ont été puisées aux meilleures sources mais ne sauraient entraîner notre responsabilité. Par ailleurs, La FINANCIERE D'UZES est organisée de manière à assurer l'indépendance de l'analyste ainsi que la gestion et la prévention des éventuels conflits d'intérêt.

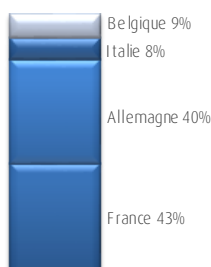
DONNEES FINANCIERES

Répartition du CA par région



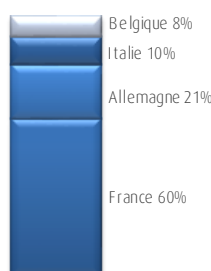
2015

Répartition du nombre de lits par région



2015

Répartition de l'EBITDAR par région



2015

Sources : Korian, FU

Compte de Résultat (M€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Chiffre d'Affaires	2 499,5	2 579,3	2 986,2	3 150,3	3 284,0
EBITDA	356,8	342,1	407,8	435,2	458,6
EBITA ajusté	247,0	218,3	251,8	270,6	287,1
Résultat Financier	-59,6	-65,0	-94,1	-98,7	-97,1
RN	107,1	61,1	91,6	103,1	114,0
RN part du groupe	103,8	58,8	90,0	101,5	112,4

Bilan (M€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Total actif immobilisé	4 619,0	4 884,0	5 626,6	5 660,7	5 691,3
dont GW	1 617,6	1 707,3	2 132,1	2 132,1	2 132,1
BFR	-478,3	-475,9	-551,0	-581,2	-605,9
Fonds Propres totaux	1 902,6	1 933,9	1 996,9	2 052,0	2 117,9
Endettement Financier net (1)	1 480,6	1 644,7	2 266,9	2 217,4	2 159,0

Financement (M€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
CAF	213,6	182,6	246,0	266,1	284,0
CAPEX	-131,6	-140,0	-194,7	-198,8	-202,1
CAF / CAPEX	1,6	1,3	1,3	1,3	1,4
Variation de BFR	0,0	-2,4	0,0	30,3	24,7
Pay-Out	45,3%	81,1%	53,4%	47,4%	42,8%
FCF opérationnel	82,0	40,2	51,4	97,6	106,5

Ratios de structure	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Gearing	78%	85%	114%	108%	102%
DN/EBITDA	4,1x	4,8x	5,6x	5,1x	4,7x
GW/FP	85,0%	88,3%	106,8%	103,9%	100,7%
Marge opérationnelle	9,9%	8,5%	8,4%	8,6%	8,7%
Marge nette	4,2%	2,3%	3,0%	3,2%	3,4%
ROE	5,5%	3,0%	4,5%	4,9%	5,3%
ROCE	6,0%	5,0%	5,0%	5,3%	5,6%

Données par action (€)	2014	2015	2016e	2017e	2018e
BPA corrigé	1,32	0,74	1,12	1,27	1,40
Dividende net	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
CAF / action	2,73	2,30	3,1	3,3	3,5
Actif net par action	24,3	24,2	23,6	24,1	24,8

Ratios boursiers	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Cours moyen ou dernier	27,2 €	32,2 €	28,3 €	28,3 €	28,3 €
PER	20,5x	43,5x	25,2x	22,4x	20,2x
P / CAF	10,0x	14,0x	9,2x	8,5x	8,0x
Rdt du FCF opérationnel (2)	2,1%	0,9%	1,0%	2,0%	2,2%
P / AN	1,1x	1,3x	1,2x	1,2x	1,1x
VE / CA	1,6x	1,8x	1,7x	1,6x	1,5x
VE / EBITDA	11,1x	13,5x	12,1x	11,3x	10,6x
VE / EBITA	16,9x	25,8x	20,1x	18,1x	16,9x

Ratios boursiers hors dette immob	2014	2015	2016e	2017e	2018e
VE / CA	1,4x	1,6x	1,4x	1,3x	1,2x
VE / EBITDA	9,8x	11,7x	10,0x	9,3x	8,7x
VE / EBITA	14,1x	18,4x	16,2x	14,9x	13,9x

(1) DN à 37% immobilière en 2015

(2) FCF opérationnel rapporté à la VA

KORIAN VS ORPEA

Au 30 juin 2016	KORIAN	ORPEA
Lits autorisés	71 542	72 668
Pipe	8 700	9 041
en % des lits autorisés	12,2%	12,4%

Données financières 2017e

CA Me	3 150,3	100%	3 007,0	
France	1 631,2	52%	1 670,0	56%
International	1 519,0	48%	1 337,0	44%
Allemagne	x		x	
Italie	x		x	
Belgique	x		x	
Espagne			x	
Suisse			x	
Autriche			x	
République Tchèque			x	
EBITDAR	836,0		815,0	
<i>MEBITDA</i>	+26,5%		+27,1%	
EBITDA	435,2		517,5	
<i>MEBITDA</i>	+13,8%		+17,2%	
RN	101,5		210,8	
<i>Marge nette</i>	+3,2%		+7,0%	

Dette financière nette 2016	2 267	3 106
dt dette immobilière	862	2 614
DN/FP	1,1	1,6
DN/EBITDA hors dette immo	3,9x vs covenant <4,5x	2,5x vs covenant <5,5x

Immobilier

Taux de détention des murs	14,0%	37,0%
----------------------------	-------	-------

Actionariat

Prédica	23,9%	CPPIB	14,6%
PSP Investissement	14,0%	Famille Marian	6,9%
Malakoff Mederic	6,4%	Sofina	5,3%
Batipart	0,5%	FFP Invest (Ets Peu	6,3%
FloTTant	55,2%	FloTTant	66,9%

Valorisation au 11/10/2016

Korian vs Orpéa
Prime / Décote

Cours au 11/10/2016	28,3	77,0	
CB (Me)	2 269,8	4 640	
PE 2017	22,4	22	1,6%
VE/ CA 2017	1,6	2,6	-40,2%
VE/ EBITDA 2017	11,3	15,0	-24,9%
VE/ EBITA 2017	18,1	19,6	-7,6%
Valorisation hors dette immobilière			
VE/ CA 2017	1,3	1,7	-24,6%
VE/ EBITDA 2017	9,3	9,9	-6,3%
VE/ EBITA 2017	14,9	13,0	14,8%

Conflits d'intérêt

Société	Opérations financières	Intérêt personnel de l'analyste	Communication préalable l'émetteur	Contrat de liquidité et/ou d'animation
ORPEA	Non	Non	Non	Non



10, rue d'Uzès 75002 **PARIS** – Tél. 01 45 08 96 40 – Fax. 01 45 08 89 12

9, rue Grenette 69289 **LYON CEDEX 02** - Tél. 04 78 42 51 18 – Fax. 04 78 38 17 83

37, rue d'Antibes 06400 **CANNES** – Tél. 04 97 06 66 40 – Fax. 04 93 68 83 80

4, place Jean Jaurès 42000 **SAINT-ETIENNE** – Tél. 04 77 38 70 04 – Fax. 04 77 38 70 12

Parc des Glaisins 5 avenue du Pré-Félin 74940 **ANNECY-LE-VIEUX** – Tél. 04 50 66 50 50 – Fax. 04 50 66 55 55