



ORPEA
Secteur : Santé

Cours au 12/10/2016 **77,0 €**
Objectif **84,1€ (+9,3%)**

| Exercice au 31-12 | CA M€ | EBITA M€ | Marge | RN M€ |
|----------------------|----------|-------------|-------|----------|
| 2015 | 2 392 | 303 | 12,7% | 153 |
| 2016e | 2 801 | 357 | 12,8% | 186 |
| 2017e | 3 007 | 396 | 13,2% | 211 |

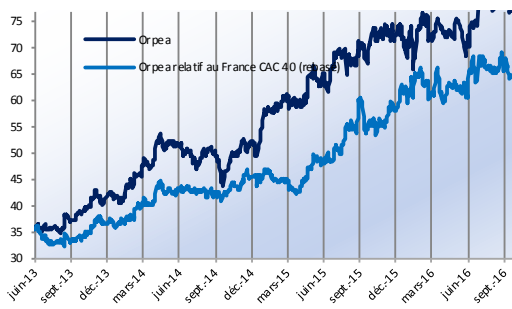
| BPA | Var | PE | VE | | Rdt Net |
|-------|------|-------|------|-------|---------|
| | | | CA | EBITA | |
| 2,5 € | +4% | 25,3x | 2,9x | 22,7x | 1,4% |
| 3,1 € | +18% | 24,9x | 2,8x | 21,6x | 1,4% |
| 3,5 € | +12% | 22,0x | 2,6x | 19,6x | 1,5% |

Source : FU

Données boursières

| | |
|------------------|------------------------|
| MNEMO / ISIN | ORP-PAR / FR0000184798 |
| Capitalisation | 4 640 M€ |
| Nombre d'actions | 60,3 M |
| Extrêmes 12 m | 65,8€ / 80,6€ |

| Performance (%) | 1m | 3m | 12m |
|----------------------|-------|-------|--------|
| Perf. absolue | -2,7% | +3,2% | +13,9% |
| Perf. relative CAC40 | -2,9% | +0,4% | +19,0% |



Source : FactSet

Principaux actionnaires

| | |
|---------------------------------|-------|
| CPIIB | 14,7% |
| Famille Marian | 6,9% |
| Sofina | 5,3% |
| FFP Invest (Ets Peugeot Frères) | 6,3% |
| Flottant | 66,8% |

Dirigeants

| | |
|----------------|-----|
| Docteur Marian | PDG |
| Yves Le Masne | DG |

Valorisation/action

| | |
|---|---------|
| DCF (WACC 6,8%) | 77,9 € |
| Comparables | 71,4 € |
| Historiques | 104,4 € |
| Somme des parties (Rdt actif immo 6,3%) | 82,9 € |

Catherine VIAL
Analyste Buy-Side

Best in class

De solides résultats semestriels. Le CA s'inscrit à 1380.5M€ (+23% dont +5.7%pcc), l'Ebitdar (368.5M€, +21.4%) et l'Ebitda (220.5M€, +17%) en moindre progression en raison de l'impact dilutif des dernières acquisitions (Celenus Kliniken, Vitalis, Residenz-Gruppe Bremen, Medi System) et des investissements associés. A périmètre constant, la marge d'Ebitdar est stable à 27% du CA avec une contribution exceptionnelle de la France, à maturité pour 90% des lits en exploitation (M/Ebitdar : 28,3%, +60pb) et une contribution de l'international qui progresse année après année (M/Ebitdar : 24.2%, +210pb)

Le taux de détention des murs se renforce. Comme annoncé et fort de son expertise en matière immobilière (propre promoteur), le groupe continue de renforcer son patrimoine immobilier avec un taux de détention de 37% (vs 36% en 2015 et 30% en 2014) et un intérêt particulier pour l'Allemagne. Le taux de rendement des loyers implicite des immeubles à acquérir serait au minimum de 7% pour un marché actuel à 5% ou moins. Sur la base d'un taux de rendement des loyers jugé conservateur de 6.3%, la valeur de l'immobilier détenu en propre est évalué à 3 672M€ face à une dette immobilière de 2614M€.

En ordre de marche pour absorber la croissance à venir. Le groupe a accompagné son développement international en renforçant considérablement son organisation interne et son système informatique ces dernières années de telle sorte qu'il se dit prêt à pénétrer de nouveaux pays. Y compris le rachat de Sanyres en Espagne en juillet dernier (3300 lits), le réseau ressort désormais à 74 272 lits dont 56% hors de France (41584 lits). Le réservoir de croissance représente pour sa part 9041 lits et 14% des lits exploités, offrant une bonne visibilité sur les 3 à 4 prochaines années. Les objectifs annuels sont reconduits à 2810M€ de CA (+17.5%) assortis d'une solide rentabilité opérationnelle. Nos estimations ajustées de l'acquisition de Sanyres en Espagne en juillet dernier se situent à 2801M€ de CA (+17.1%) et 471M€ d'Ebitda (+17.7%), intégrant l'effet dilutif des dernières acquisitions.

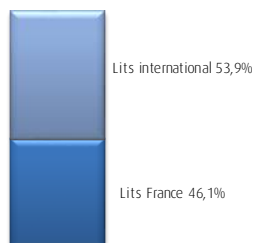
Best in class. Les enjeux de court terme n'ont pas disparu (évolutions tarifaires et réglementaires) mais la faiblesse des taux d'intérêt est une aubaine alors que les structures sont en place pour accompagner la croissance et absorber le développement international qui se confirme être un solide relais de croissance. Orpea reste sans contestation possible le « référent » du secteur avec le double attrait d'un statut de valeur de croissance et de « foncière » de qualité. Sur la base du périmètre actuel, notre objectif de cours passe de 78€ à 84€ avec une valorisation par la somme des parties de 82.9€.

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.

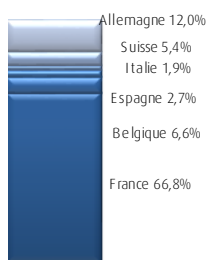
DONNEES FINANCIERES

Répartition des lits autorisés



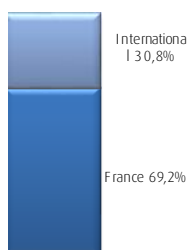
2015

Répartition du CA par zones géographiques



2015

Ebitdar par zone géographique



2015

| Compte de Résultat (M€) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016e | 2017e | 2018e |
|--------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Chiffre d'Affaires | 1 429,3 | 1 607,9 | 1 948,6 | 2 391,6 | 2 801,3 | 3 007,2 | 3 161,4 |
| EBITDA | 257,9 | 297,9 | 350,2 | 400,2 | 470,9 | 517,5 | 552,4 |
| EBITA | 194,3 | 227,2 | 271,3 | 303,3 | 357,4 | 395,6 | 424,3 |
| Résultat Financier | -72,8 | -90,6 | -99,2 | -96,8 | -104,0 | -105,0 | -105,0 |
| RN publié part du Groupe | 97,0 | 114,1 | 136,3 | 153,3 | 186,0 | 210,8 | 230,5 |

| Bilan (M€) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016e | 2017e | 2018e |
|-------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Total actif immobilisé | 4 151,0 | 4 501,0 | 5 103,0 | 6 164,0 | 6 982,0 | 7 160,2 | 7 332,1 |
| dont GW | 380,0 | 398,0 | 677,0 | 796,0 | 880,0 | 880,0 | 880,0 |
| BFR | -392,0 | -521,0 | -551,0 | -272,0 | -318,6 | -342,0 | -359,6 |
| Fonds Propres totaux | 1 210,0 | 1 413,0 | 1 477,0 | 1 810,0 | 1 941,9 | 2 087,6 | 2 246,4 |
| Endettement Financier net (1) | 1 802,0 | 1 743,0 | 2 204,0 | 3 014,0 | 3 106,0 | 3 115,0 | 3 110,6 |

| Financement (M€) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016e | 2017e | 2018e |
|-----------------------|-------|-------|--------|---------|--------|-------|-------|
| CAF | 160,5 | 184,8 | 215,2 | 250,2 | 299,5 | 332,7 | 358,6 |
| Investissement global | 270,0 | 235,0 | 610,0 | 1 010,0 | 384,0 | 300,0 | 300,0 |
| CAF/Investissement | 0,6 | 0,8 | 0,4 | 0,2 | 0,8 | 1,1 | 1,2 |
| Variation de BFR | -96,0 | -96,0 | -129,0 | -30,0 | 279,0 | -46,6 | -23,4 |
| FCF opérationnel | -13,5 | 45,8 | -265,8 | -729,8 | -363,5 | 79,3 | 82,0 |
| Pay-Out | 32,8% | 34,0% | 32,6% | 35,3% | 35,0% | 34,0% | 33,0% |
| FCF | -40,0 | 47,0 | -403,6 | -903,2 | -92,0 | -9,0 | 4,4 |

| Ratios de structure | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016e | 2017e | 2018e |
|---------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| DN/FP | 149% | 123% | 149% | 167% | 160% | 149% | 138% |
| DN/EBITDA | 7,0 | 5,9 | 6,3 | 7,5 | 6,6 | 6,0 | 5,6 |
| GW/FP | 31,4% | 28,2% | 45,8% | 44,0% | 45,3% | 42,2% | 39,2% |
| M/EBITA | 13,6% | 14,1% | 13,9% | 12,7% | 12,8% | 13,2% | 13,4% |
| Marge nette | 6,8% | 7,1% | 7,0% | 6,4% | 6,6% | 7,0% | 7,3% |
| ROE | 8,0% | 8,1% | 9,2% | 8,5% | 9,6% | 10,1% | 10,3% |
| ROCE | 5,9% | 6,7% | 6,8% | 5,5% | 5,7% | 6,0% | 6,3% |

| Données par action (€) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016e | 2017e | 2018e |
|------------------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| BPA | 1,75 | 2,06 | 2,45 | 2,55 | 3,09 | 3,51 | 3,83 |
| Dividende net | 0,60 | 0,70 | 0,80 | 0,90 | 1,08 | 1,19 | 1,27 |
| CAF / action | 3,03 | 3,33 | 3,87 | 4,16 | 4,98 | 5,53 | 5,96 |
| Actif net par action | 21,2 | 24,8 | 25,8 | 29,2 | 31,2 | 33,5 | 36,1 |

| Ratios boursiers | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016e | 2017e | 2018e |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Cours moyen ou dernier | 28,2 € | 35,7 € | 48,3 € | 64,6 € | 77,0 € | 77,0 € | 77,0 € |
| PE | 16,1 | 17,4 | 19,7 | 25,3 | 24,9 | 22,0 | 20,1 |
| P / CAF | 9,3 | 10,7 | 12,5 | 15,5 | 15,5 | 13,9 | 12,9 |
| Rdt du FCF opérationnel (2) | 0,0% | 1,2% | -5,4% | -10,6% | -4,7% | 1,0% | 1,1% |
| P / AN | 1,3 | 1,4 | 1,9 | 2,2 | 2,5 | 2,3 | 2,1 |
| VE / CA | 2,3 | 2,3 | 2,5 | 2,9 | 2,8 | 2,6 | 2,4 |
| VE/ EBITDA | 12,8 | 12,5 | 14,0 | 17,2 | 16,4 | 15,0 | 14,0 |
| VE/EBITA | 17,0 | 16,4 | 18,0 | 22,7 | 21,6 | 19,6 | 18,2 |

| Ratios boursiers hors dette immobilière | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016e | 2017e | 2018e |
|---|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| VE / CA | 1,3 | 1,4 | 1,8 | 1,9 | 1,8 | 1,7 | 1,6 |
| VE/ EBITDA | 7,0 | 7,5 | 9,9 | 11,3 | 10,9 | 9,9 | 9,3 |
| VE/ EBITA | 9,3 | 9,8 | 12,7 | 15,0 | 14,3 | 13,0 | 12,1 |

(1) DN à 78% immobilière en 2015

(2) FCF opérationnel rapporté à la VE

Source : FU

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