

Mars 2010

Scan GWP

Maisons Retr.

VISIBILITÉ. Les deux leaders du secteur des maisons de retraite privées Orpéa et Korian et le nouveau venu en Bourse Médica offrent de belles perspectives.

LES PERFORMANCES ENVIABLES DES MAISONS DE RETRAITE

Les groupes de maisons de retraite, qui évoluent dans un secteur protégé, ne connaissent pas la crise.

Orpéa et Korian, de tailles comparables avec un chiffre d'affaires de 850 millions d'euros en 2009, affichent des progressions de 26 % et 21 % de leur bénéfice, à 61 millions et 22 millions. Le premier a poursuivi sa politique de croissance externe dynamique et vu ses ventes croître de 20 %, le second, dont les facturations n'ont augmenté que de 8 %, a surtout bénéficié du redressement de ses établissements à l'international et de la réduction de sa dette.

Médica, de taille près de moitié inférieure (son chiffre d'affaires s'est établi à 480 millions d'euros en 2009), a publié des comptes annuels dont la teneur était déjà connue lors de son introduction en Bourse en février. Le résultat net, une perte de 13 millions, n'est pas significatif car le groupe supportait une structure de LBO qui a disparu avec la levée de fonds en Bourse. Si Orpéa et Korian ont affiché une légère amélioration de leur marge brute d'exploitation avant loyers (Ebitdar), à respectivement 24,3 % et 23,5 %, Médica a présenté le niveau de rentabilité le plus élevé avec une marge de 26,5 %.

Les politiques immobilières très différentes des sociétés rendent les



structures de bilans difficiles à comparer. Orpéa a choisi de conserver 50 % de son patrimoine immobilier alors que Korian externalise la totalité de ses murs, Médica se situant entre les deux. La dette d'Orpéa, la plus élevée, essentiellement de nature immobilière, a atteint 1,2 milliard d'euros. Son ratio d'endettement s'élève à 150 % contre 62 % pour Korian et 55 % pour Médica.

En termes de perspectives à moyen terme, la palme revient à Orpéa, qui a confirmé pouvoir assurer, d'ici à 2012, une progression de 45 % de ses facturations, pour atteindre 1,2 milliard. Cela grâce à un portefeuille de près de 9.000 lits en création ou en rénovation,

le plus important du secteur. En intégrant de nouveaux développements, la société devrait enregistrer une augmentation moyenne du chiffre d'affaires de 18 % par an d'ici à 2012. Korian, qui dispose de 3.300 lits à ouvrir, s'est contenté de prévoir une croissance de 7 % en 2010. La poursuite des acquisitions devrait lui permettre d'afficher une progression moyenne de son activité de 10 % d'ici à 2012. Enfin, Médica, peu endetté et disposant comme Orpéa d'un tiers de son parc d'établissements en restructuration (3.700 lits), table sur une hausse de 10 % de ses facturations en 2010, un rythme qui s'accélérera à 14 % en 2011 et 2012. Les trois acteurs anticipent une amélioration de leur marge cette année. **A. B.**

NOS CONSEILS

Orpéa apparaît la valeur la plus chère sur la base d'un PER de 15 fois pour 2011 contre 14 fois pour Médica et 12 fois pour Korian. Une valorisation justifiée par un profil de croissance plus attrayant. On profitera du recul de 10 % du titre (mnémo : ORP) depuis septembre pour acheter avec un objectif de 37 €. Nous restons positifs sur Korian (KORI) pour jouer la poursuite du redressement à l'international. Viser 23 €. Enfin, Médica (MDCA) paraît bien positionné pour accélérer les acquisitions. Viser 18 €.