

ORPEA (ISIN FR0000184798 – 69,80 EUR)

Renforcer

Précédent : 11/03/2014

Objectif de cours
Potentiel de hausse
Profil de risque



75,25 EUR
7,60%
Faible

Signalétique

Secteur	Healthcare Facilities
Symbole ISIN	ORP FR0000184798
Marché	EN Paris
Haut Bas 52s	70,81 EUR 45,54 EUR
Capitalisation	4.246 Mio EUR
Valeur Entreprise	6.426 Mio EUR
Flottant	66%
Analystes	12
Cours/Bénéfices	26,10x
Cours/Actif Net	2,63x
Rendement	1,20%
Marge nette	6,20%
Retour sur Equity	8,30%
Endettement financier	186,92%
Bêta (vs CAC40)	0,71

Profil de la société

Orpea est le leader européen de la prise en charge globale de la dépendance. Le groupe assure l'exploitation de maisons de retraite, de cliniques de soins de suite et de cliniques de psychiatrie. Orpea dispose d'un réseau d'établissements (67.987 lits) implantés : en France, en Belgique, en Allemagne, en Espagne, en Italie et en Suisse, en Autriche et bientôt en Chine. Les principaux actionnaires sont : Canada Pension Plan Investment Board (15%), Dr Marian & Famille (7%), FFP Invest (6%), Sofina (5%).

www.orpea.com

Graphique Long Terme

● ORP ● EMA(100) ● EMA(50)



Toujours plus haut !

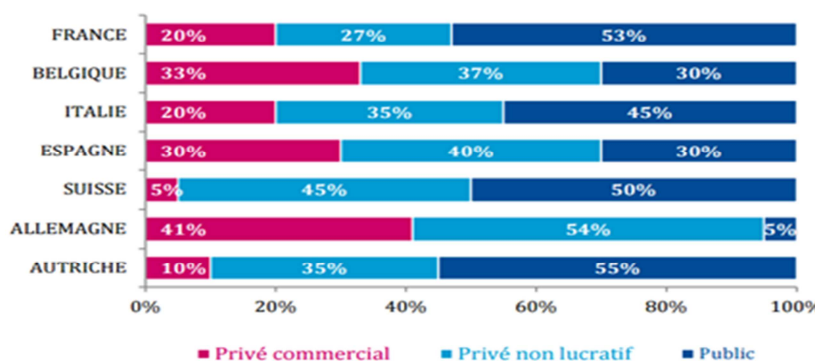
L'économie au service des personnes âgées : « la Silver Economy »

Depuis le début de ce siècle, le nombre de personnes âgées croît au rythme de plus de 2% par an, soit le double par rapport à l'évolution de la population mondiale. Les questions concernant l'évolution de la pyramide des âges ne datent pas d'hier. Dès les années 1940, l'économiste et démographe Alfred Sauvy se penchait déjà sur la question des incidences économiques et financières du vieillissement démographique sur notre société. Quelques années plus tard, c'est au tour du démographe et gérontologue Paul Paillet de sensibiliser l'opinion publique sur ce sujet : « Le vieillissement de la population est le phénomène social le plus important de cette fin du XXe siècle, tant ses conséquences sont multiples, diverses et diffuses ». Comme la plupart des processus démographiques, le vieillissement de la population est lent mais inéluctable (voir tableau ci-dessous), ce qui permet à de nombreux acteurs comme Orpea de surfer sur le marché que l'on nomme aujourd'hui « la Silver Economy ».

	Evol. population 80 ans et + entre 2013 et 2050	Evol. population 90 ans et + entre 2013 et 2050	Nombre de lits existants	Ratio de lits (% de la population de + 80 ans)
FRANCE	+110% 7,7 M en 2050	x 3,2	590 000	16%
BELGIQUE	+117% 1,3 M en 2050	x 3,5	137 000	23%
ITALIE	+111% 3,9 M en 2050	x 3,0	390 000 (25% pour PA dépendantes)	10%
ESPAGNE	+124% 5,7 M en 2050	x 3,3	350 000	14%
SUISSE	+180% 1,1 M en 2050	x 3,6	93 000	24%
ALLEMAGNE	+136% 10,5 M en 2050	x 3,3	875 000	20%
AUTRICHE	+156% 1,1 M en 2050	x 3,5	70 000	15%

En raison d'un besoin important de création de nouveaux lits (1^{er} tableau), d'un secteur très fragmenté (2^{ème} graphique), d'une capacité d'investissements très limitée pour le secteur public et associatif, d'une offre de soins de plus en plus coûteuse et d'un processus d'autorisation de construction de maisons de retraites très long en Europe de l'Ouest, l'ensemble du secteur est naturellement voué à se consolider => d'où de nombreuses opportunités de développement pour les acteurs ayant une capacité financière importante, comme le groupe Orpea.

Part de marché du secteur privé limitée



Delanay Arnaud
Financial Analyst



■ ORPEA (ISIN FR0000184798 – 69,80 EUR)

Les chiffres clés concernant Orpea :









- Leader européen de la prise en charge de la dépendance : 68.000 lits (88% en exploitation au S1 2015) répartis sur 690 établissements dans 9 pays en Europe de l'Ouest : dont la France (72% de l'EBITDAR*), l'Allemagne (9% EBITDAR*), la Belgique et la Suisse (5% chacun).
- 75% des revenus sont générés à partir des établissements d'hébergement pour personnes âgées dépendantes (EHPAD) et 25% à partir des activités de soins de suite et de réadaptation (SSR).
- Au niveau bilanciel : 25% de la dette est consacrée à l'exploitation du groupe et 75% à l'investissement immobilier. Le coût moyen de la dette s'établit à 3,80% au S1 (90% du stock de dette est à taux fixe) et celui-ci va continuer de décroître : 3,3% attendu en 2019. Les ratios d'endettement continuent d'être en-dessous des covenants bancaires : levier financier retraité de l'immobilier à 2,6x (5,5x autorisé), gearing retraité à 1,2x (2x autorisé).

*EBITDAR : excédent brut d'exploitation avant loyers

Levier de croissance : en interne / en externe / en Chine :

A/ En interne

Le réservoir de croissance interne (= pipeline), garant d'une croissance organique solide pour « les 3 à 4 prochaines années », représente au S1 2015 10.439 lits : dont 80% en construction et 20% en restructuration. Au niveau géographique, cela représente 3.349 lits en France (32%) et plus 7.000 lits (68%) en dehors de l'hexagone. En partant du postulat que le groupe ouvre les lits de manière étalé sur 4 ans (soit 2.610 lits/an) : l'on a une croissance en volume comprise entre 3 et 4% au cours des 4 prochaines années.

	Lits ouverts	Lits en restruct.	Lits en construction	Pipeline (% lits en dvlt)
 FRANCE	29 394	1 468	1 881	10%
 BELGIQUE	4 777	518	1 922	34%
 ESPAGNE	3 468	0	0	0%
 ITALIE	1 161	60	332	25%
 SUISSE	2 021	0	675	25%
 ALLEMAGNE	13 271	0	2 803	17%
 AUTRICHE	3 456	0	480	12%
 REP. TCHEQUE	0	0	300	100%
TOTAL	57 548	2 046	8 393	15%

B/ En externe

Le groupe reste toujours très offensif sur les acquisitions : après *Senevita* en Suisse, *Silver Care* en Allemagne et *SeneCura* en Autriche en 2014, le groupe a poursuivi sa croissance cette année avec les acquisitions allemandes de *Celenus Kliniken*, *Residenz Gruppe Bremen* et *Vitalis* (=> soit 8.095 lits additionnels). En raison de la récente levée de fonds (310 millions d'euros => via l'émission d'un prêt de droit allemand, "Schuldscheindarlehen"), il y a fort à parier que d'autres acquisitions en Allemagne vont avoir lieu dans un avenir proche (60% du parc privé commercial en Allemagne est constitué d'établissements indépendants => secteur privé très fragmenté). Toujours en Allemagne, l'on soulignera que contrairement à la France, la Caisse Nationale de Dépendance est excédentaire !

C/ La Chine

Outre le continent européen, le boom du troisième âge est également présent en Chine. Le groupe Orpea a donc lancé un premier projet en Chine dans une ville située à l'est de Shanghai (Nankin => 8 millions d'habitants => 160.000 +80ans aujourd'hui => 800.000 +80 ans d'ici 2050) pour le développement d'une maison de retraite médicalisée haut de gamme de 240 lits (ouverture prévue en fin d'année). D'ici 2050, le nombre de chinois de plus de +80 ans est estimé à près de 150 millions, contre 50 millions à la même date en Europe.

■ ORPEA (ISIN FR0000184798 – 69,80 EUR)

Evolution du parc depuis 2002 :

Comme nous pouvons le voir ci-dessous, le nombre de lits ouverts ainsi que le « pipeline » (lits en restructuration ou en construction) progresse d'année en année => croissance volumétrique => croissance des revenus.

Développement historique du réseau (croissance 3.900 lits/an = +18%/an)



Fixation des prix d'hébergement :

Les modifications réglementaires peuvent avoir un impact sur l'activité de la prise en charge de la dépendance via un effet prix. En effet, le tarif moyen d'une journée dans les établissements est fixé librement par les établissements privés lorsque le résident (patient) y fait son entrée. Mais durant les années suivantes, les tarifs des prestations d'hébergement évoluent en fonction d'un coefficient d'inflation fixé par les autorités publiques (exemple en France, 70% des revenus du groupe, la revalorisation tarifaire a été fixée à 0,05% sur 2015).

Lors d'une journée investisseurs animé par monsieur Steve Grobet (Investor Relation du groupe Orpea), nous apprenons que la durée moyenne d'un résident est de 18 mois, ce qui *de facto* permet au groupe d'être peu affecté par la faible revalorisation tarifaire : en moyenne, la hausse tarifaire de l'activité EHPAD (entrants + nouveau arrivants) est de 2 à 3% chaque année.

■ Valorisation

Les modèles de valorisation (DCF et Relative Value) pointent une valeur intrinsèque à plus de 75 EUR, soit un potentiel de 8% par rapport au cours actuel. Au niveau des multiples de valorisation (cours/actif net, cours/bénéfice, cours/cash-flow, etc.) l'on soulignera qu'en moyenne ces derniers se situent en-dessous de leur moyenne historique, ce qui en regard de la croissance organique attendue (« pipeline ») renforce le potentiel de croissance du titre.

■ Conclusion

L'ensemble des éléments de cette analyse nous amène à conserver notre biais positif sur ce dossier. La solide croissance organique (« pipeline ») ainsi que la croissance externe (acquisitions + potentiel à long terme en Chine) vont continuer de faire du titre Orpea une action de « bon père de famille ». L'on terminera cette analyse en citant monsieur Steve Grobet : « Ce n'est pas le groupe Orpea qui est exceptionnel, mais le secteur ».

Avertissement : Les informations, interprétations, estimations et/ou opinions contenues dans ce document sont basées sur des sources fiables sélectionnées avec soin. Toutefois, Leleux Associated Brokers s.a. ne donne aucune garantie quant au caractère exact ou complet de ces sources. La diffusion de ces informations s'opère à titre purement indicatif et ne peut être assimilée, ni à une offre, ni à une sollicitation à la vente, à l'achat ou la souscription de tout instrument financier et ce, dans quelle que juridiction que ce soit. Les informations contenues dans le présent document ne constituent ni un conseil en investissement ni même une aide à la décision aux fins d'effectuer notamment une transaction ou de prendre une décision d'investissement. Leleux Associated Brokers s.a. n'offre aucune garantie quant à l'actualité, la précision, l'exhaustivité ou l'opportunité de ces informations qui ne peuvent en aucun cas engager sa responsabilité. En outre, cette publication est destinée à une large distribution, et ne tient pas compte de la connaissance et de l'expérience financière particulière du lecteur, ni de sa situation financière, ses besoins et ses objectifs d'investissement. Dans tous les cas, il est recommandé au lecteur d'utiliser d'autres sources d'information et de prendre contact avec un chargé de clientèle pour tout renseignement complémentaire.

Delaunay Arnaud
Financial Analyst

