

**Le coup de cœur**



Par Anne Barloutaud

# LNA SANTÉ

## Accélération de la croissance en vue dans un secteur défensif

Le groupe de maisons de retraite (67 établissements pour 430 millions de chiffre d'affaires d'exploitation), de taille près de 8 fois inférieure à ses deux grands concurrents cotés très internationalisés, Orpèa et Korïan, est resté franco-français. Il n'a pas pris le même chemin en matière de développement, mais ses perspectives semblent tout aussi attractives. Nous avions recommandé il y a un an de vendre après une multiplication par cinq du titre en cinq ans, alors que le groupe entrait dans une phase de pause dans les acquisitions, affichant une croissance moins dynamique. Le titre n'a d'ailleurs quasiment rien fait depuis notre conseil. La raison de notre regain d'intérêt pour la valeur, outre son caractère défensif très recherché dans des marchés volatils, est liée à une probable accélération du moteur de la croissance. Elle devrait permettre à la société de retrouver un rythme de

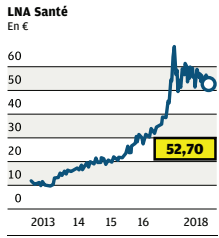
progression organique proche des 6 % à 7 % affichés entre 2012 et 2016 (contre 3,5 % attendu cette année). En effet, LNA vise une augmentation de 50 % de son pare d'ici à 2021, pour atteindre 10.500 lits. « Nous pensons que la société a reporté la présentation de son plan stratégique à l'automne afin d'en profiter pour annoncer des acquisitions. La spécificité de LNA par rapport à ses deux concurrents cotés est de viser des rachats d'établissements publics ou associatifs souvent obsolètes à bas prix afin de

les remettre à neuf, et les négociations avec ces acteurs sont souvent longues en raison des enjeux politiques », indique Geoffroy Michallet, analyste financier chez Portzamparc, qui a entré cette semaine la valeur dans la liste des convictions du bureau d'analyse pour le second semestre. « Le portefeuille en développement est aujourd'hui rétréci et cette annonce redonnerait de l'attrait à ce dossier à forte lisibilité, grâce à la récurrence du chiffre d'affaires. Le marché de la prise en charge de la dépendance est caractérisé par une insuffisance de l'offre en France, qui provient à 75 % du secteur public et associatif. »

**CAPACITÉ D'ACQUISITIONS**  
Grâce à sa politique « *asset light* », LNA, qui externalise systématiquement ses actifs immobiliers via sa société de promotion immobilière, a l'avantage d'avoir une activité à plus faible intensité capitalistique. De ce fait, son endettement reste mesuré, le

ratio de dette nette rapporté à l'Ebitda s'élevant à 1,1, à comparer à une limite imposée par ses banques (covenant) de 4,2, ce qui lui offre une enveloppe d'au moins 150 millions pour réaliser des emplettes. La société, contrôlée par la famille Siret, dispose d'un actionariat stable, renforcé récemment par l'entrée de Mérieux Développement et de Weinberg Capital Partners, ce qui devrait lui apporter plus de flexibilité en cas de grosse opération en évitant un appel au marché.

**NOTRE CONSEIL**  
● **ACHETER** : pour jouer le retour d'une croissance dynamique. Le PER de 18 fois pour 2018 n'est pas comparable avec celui des deux concurrents, du fait de politiques immobilières très différentes. Viser un retour vers les plus-hauts de juin 2017. **Objectif : 63 € (LNA).**  
● **Prochain rendez-vous** : le 13 septembre, résultats semestriels.



CRITÈRES D'INVESTISSEMENT			
<b>COMPORTEMENT DE L'ACTION</b>		<b>PERFORMANCE OPÉRATIONNELLE</b>	
● <b>PERFORMANCE DU TITRE</b>		● <b>ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ</b>	
COURS AU 11-7-18 :	52,70 €	ÉVOL. MOYENNE DEPUIS 3 ANS :	11 %
VARIATION 52 SEMAINES :	-8,35 %	ÉVOL. 2018 :	6 %
2018 :	-10,53 %	● <b>BNPA</b>	
● <b>LIQUIDITÉ</b>		ÉVOL. MOYENNE DEPUIS 3 ANS :	29 %
VOL. QUOT. MOYEN ÉCHANGÉ :	5,542	ÉVOL. 2018 :	18 %
EXTRÊMES 52 S. :	62,44 € / 48,66 €		
		<b>CONFIANCE DANS LA SOCIÉTÉ</b>	
		● <b>SOLIDITÉ DU BILAN</b>	
		DETTE NETTE / FONDS PROPRES :	102 %
		DERNIER ACTIF NET / ACTION :	3,10 €
		● <b>PART DU CAPITAL DÉTENUE PAR</b>	
		DIRIGEANTS ET FONDATEURS :	49 %
		<b>INTÉRÊT BOURSIER</b>	
		● <b>RENDEMENT ESTIMÉ</b>	0,40 €
		DIVIDENDE 2018 ESTIMÉ :	
		RD 2017 : 0,6 %	RD 2018 : 0,8 %
		● <b>VALORISATION ESTIMÉE</b>	
		PER 2018 :	177 FOIS
		PER 2019 :	16,5 FOIS
			PEA-PMI

**LA VALEUR À DÉCOUVRIR**

## Pharnext Le verdict est proche

Cette biotech, entrée en Bourse il y a deux ans, est assez atypique. Elle a mis au point une plate-forme technologique permettant de créer des synergies entre des molécules déjà utilisées et génériques pour lutter contre plusieurs cibles thérapeutiques. Elle les emploie en doses de 10 à 100 fois plus faibles afin de limiter les effets secondaires. Son médicament le plus avancé, PXT3003, est l'association du baclofène, du naltréxone et du sorbitol. Sa première indication, la maladie de Charcot-Marie-Tooth, est une pathologie dégénérative héréditaire provoquant une atrophie musculaire des bras et des jambes. Il n'existe actuellement aucun traitement disponible. En phase clinique III, PXT3003 pourrait être le premier traitement efficace contre cette maladie. Les résultats définitifs de l'étude internationale de PXT3003 seront cruciaux pour l'avenir de la société car ils valideront son approche en développement dans d'autres pathologies (PXT864 est en phase I dans la maladie d'Alzheimer et dans la sclérose latérale amyotrophique). Ils seront dévoilés en octobre, leur publication initialement prévue en fin d'année ayant été avancée. Compte tenu du besoin médical, Pharnext pourrait obtenir dès 2018 une autorisation temporaire d'utilisation (ATU) avant même le dépôt d'enregistrement du dossier aux États-Unis et en Europe, et sa potentielle commercialisation. La société a su séduire des industriels de renom (Dassault, Ipsen, Galapagos) et des financiers (Jean-Charles Naouri, Pierre Bastid...) qui ont participé à l'introduction en Bourse. Surtout, le chinois Tasy Pharmaceutical a investi 30 millions et noué avec la biotech un accord stratégique lui octroyant les droits de commercialisation de PXT3003 sur le marché chinois. Mais Pharnext n'a pas encore convaincu les boursiers. Même si le titre a regagné 30 % en trois mois, il est encore 20 % au-dessous du prix de son introduction en Bourse, alors que la société dispose désormais d'un produit très avancé dont le potentiel est estimé entre 500 millions et 1 milliard d'euros. La visibilité financière est d'environ un an.

**NOTRE CONSEIL**  
● **ACHETER À TITRE SPÉCULATIF** : la publication prochaine de résultats de phase III sera décisive. Comme toujours, c'est un pari. La valorisation de 95 millions paraît attractive en regard du potentiel du produit, qui repose sur des molécules très connues, réduisant le risque d'échec. **Objectif : 12 € (ALPHA).**

**IMMOBILIER**

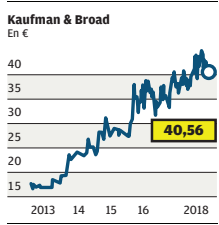
## Kaufman & Broad Des logements bien adaptés à la demande

Le cours du promoteur a bondi de 10 %, jeudi, en réaction à la publication des comptes du semestre clos fin mai, qui se solde par un bénéfice net en hausse de 87 %, à 377 millions d'euros. Le marché a aussi salué le relèvement des objectifs annuels. Kaufman & Broad vise désormais une croissance de plus de 10 % (au lieu de 8 à 10 %) et une marge d'exploitation de 9 % environ, et non plus située entre 8,5 et 9 %. Sur un marché qui s'érode, les réservations de logements enregistrées par le groupe ont été presque stables en volume (4.149 lots) mais en hausse de 10,1 % en valeur, à 864,3 millions TTC.

garde à la hausse des prix des terrains constructibles dans les zones tendues, imputables à de petits promoteurs en mal d'activité qui souffrent de la baisse des incitations fiscales dans les zones non tendues. Compte tenu aussi du fait que les acheteurs ne peuvent plus allonger la durée de leurs prêts, il est impératif de ne lancer des programmes qu'en s'assurant que les

prix de vente seront en adéquation avec le pouvoir d'achat des clients, ce que Kaufman & Broad réussit parfaitement. En témoignage un délai d'écoulement encore réduit (5,1 mois au lieu de 6,3), alors qu'il était déjà sous la moyenne du marché. — J.-L. C.

**NOTRE CONSEIL**  
● **ACHETER** : Le dividende va continuer d'augmenter, le groupe ayant pour politique de distribuer 75 % de ses résultats. Le rendement estimé dépasse 5 %. Le carnet de commandes s'est encore étoffé (16,7 mois d'activité) grâce au gain de parts de marché. En cas de retournement, le bilan très solide offre une sécurité. **Objectif : relevé de 50 à 55 € (KOF).**  
● **Prochain rendez-vous** : le 28 septembre, résultats trimestriels.



**ANTICIPATION**

Les ventes aux investisseurs particuliers ont reculé mais ont porté sur des appartements plus grands. Les ventes en bloc ont été très bien orientées grâce au débouché offert par les résidences gérées, en particulier celles adaptées aux seniors. Cela concerne celles de la société Cosy Diem, dont Kaufman & Broad détient 40 % et son partenaire toulousain Serenis 60 %. Si le promoteur tient bien ses marges, c'est qu'il avait anticipé la hausse des coûts de construction, liée en partie au fait que les entreprises sont très occupées par les chantiers du Grand Paris. Le président, Nordine Hachemi, explique aussi que le groupe prend

CRITÈRES D'INVESTISSEMENT			
<b>COMPORTEMENT DE L'ACTION</b>		<b>PERFORMANCE OPÉRATIONNELLE</b>	
● <b>PERFORMANCE DU TITRE</b>		● <b>ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ</b>	
COURS AU 11-7-18 :	40,56 €	ÉVOL. MOYENNE DEPUIS 3 ANS :	9 %
VARIATION 52 SEMAINES :	5,74 %	ÉVOL. 2018 :	10 %
2018 :	2,35 %	● <b>BNPA</b>	
● <b>LIQUIDITÉ</b>		ÉVOL. MOYENNE DEPUIS 3 ANS :	17 %
VOL. QUOT. MOYEN ÉCHANGÉ :	25,675	ÉVOL. 2018 :	6 %
EXTRÊMES 52 S. :	45,30 € / 36 €		
<b>CONFIANCE DANS LA SOCIÉTÉ</b>		<b>INTÉRÊT BOURSIER</b>	
● <b>SOLIDITÉ DU BILAN</b>		● <b>RENDEMENT ESTIMÉ</b>	
DETTE NETTE / FONDS PROPRES :	NS	DIVIDENDE 2018 ESTIMÉ :	2,30 €
DERNIER ACTIF NET / ACTION :	9,36 €	RD 2017 : 5,2 %	RD 2018 : 5,7 %
● <b>PART DU CAPITAL DÉTENUE PAR</b>		● <b>VALORISATION ESTIMÉE</b>	
DIRIGEANTS ET SALARIÉS :	13,6 %	PER 2018 :	13,6 FOIS
		PER 2019 :	12,7 FOIS
			PEA-PMI

**ÉQUIPEMENTIER AÉRONAUTIQUE**

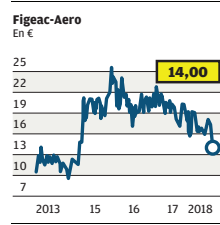
## Figeac Aéro Une stratégie qui pèse sur la croissance et la rentabilité

La belle aventure boursière de Figeac Aéro est-elle définitivement terminée ? Deux ans après son introduction, en décembre 2013, le titre de la société lotoise atteignait des sommets, après un parcours spectaculaire : +150 %. A une altitude stationnaire de 20 € depuis début 2016, nous avions conseillé, il y a un peu plus d'un an, des prises de bénéfices partielles sur le titre du sous-traitant des grands groupes aéronautiques. En cause : un ralentissement de l'activité, freinée par un marché moins porteur. S'il n'y avait à l'époque rien d'alarmant, le virage stratégique du groupe, délaissant croissance et rentabilité pour la gestion de trésorerie, laissait présager un essoufflement.

de près de 50 %. A 99 % du chiffre d'affaires, il accuse une baisse de plus de 3 points. A la décharge de l'entreprise, les turbulences sur le marché des changes l'ont fortement affectée, avec un impact négatif estimé à 9,9 millions d'euros sur l'Ebitda corrigé. Mais, au-delà de la rentabilité, le report à 2023 de l'objectif historique des 650 millions d'euros de chiffre d'affaires

initialement fixé à 2020 est un coup dur pour l'entreprise, qui ne vise maintenant plus que 520 millions d'euros à cette échéance-là. Pour le cabinet Midcap Partners, « le management revient à un scénario teinté de davantage de réalisme ». Reste que le résultat net par du groupe termine en baisse de 7 % sur l'exercice, à 30,2 millions d'euros. En Bourse, l'accueil est sévère. Le titre a chuté de près de 9 % en deux séances, pour rejoindre son niveau de février 2015. — V. M.

**NOMBREUSES DÉCEPTIONS**  
Ce mardi, les résultats annuels sont venus confirmer la tendance. L'amélioration des flux de trésorerie est bien là, et l'objectif de génération de *free cash flow* pour mars 2019 est en voie d'être tenu, mais la rentabilité et les perspectives de croissance n'en sont qu'affaiblies. Bien que le chiffre d'affaires soit en hausse de 19,1 %, à taux de change constant, la rentabilité, elle, se dégrade, avec un taux de marge d'Ebitda de 18,2 %, en baisse de 3,1 points. Le résultat opérationnel courant est d'autant plus affecté que les dotations aux amortissements ont augmenté



CRITÈRES D'INVESTISSEMENT			
<b>COMPORTEMENT DE L'ACTION</b>		<b>PERFORMANCE OPÉRATIONNELLE</b>	
● <b>PERFORMANCE DU TITRE</b>		● <b>ÉVOLUTION DE L'ACTIVITÉ</b>	
COURS AU 11-7-18 :	14 €	ÉVOL. MOYENNE DEPUIS 3 ANS :	22 %
VARIATION 52 SEMAINES :	-27,84 %	ÉVOL. 2018 :	18 %
2018 :	-25,89 %	● <b>BNPA</b>	
● <b>LIQUIDITÉ</b>		ÉVOL. MOYENNE DEPUIS 3 ANS :	9 %
VOL. QUOT. MOYEN ÉCHANGÉ :	43,911	ÉVOL. 2018 :	25 %
EXTRÊMES 52 S. :	20,45 € / 14 €		
<b>CONFIANCE DANS LA SOCIÉTÉ</b>		<b>INTÉRÊT BOURSIER</b>	
● <b>SOLIDITÉ DU BILAN</b>		● <b>RENDEMENT ESTIMÉ</b>	
DETTE NETTE / FONDS PROPRES :	105 %	DIVIDENDE 2018 ESTIMÉ :	0
DERNIER ACTIF NET / ACTION :	6,64 €	RD 2017 : NUL	RD 2018 : NUL
● <b>PART DU CAPITAL DÉTENUE PAR</b>		● <b>VALORISATION ESTIMÉE</b>	
FAMILLE MAILLARD :	75,4 %	PER 2018 :	14 FOIS
		PER 2019 :	14 FOIS