**Terms and conditions of the capital transactions implemented in the context of the financial restructuring plan of ORPEA S.A. (the "Company"), including:**

- the issue of new shares, to be subscribed for in cash, in the context of a rights issue, for a maximum gross amount, including share premium, of 3,885,205,875 euros[1] , per issue:

  (i) in the event of approval of the Company's accelerated safeguard plan ("*plan de sauvegarde accélérée*") by each of the classes of affected parties, of 6,404,691,249 new shares, at a maximum share price of 0.6067 euro per new share, i.e. with a par value of 0.01 euro (taking into account the capital reduction described below) and 0.5967 euro of share premium per new share, or

  (ii) in the event of non-approval of the Company's accelerated safeguard plan by one of the classes of affected parties, of 64,629,157,149 new shares, at a maximum share price of 0.0601 euro per new share, i.e. with a par value of 0.01 euro (taking into account the capital reduction described below) and 0.0501 euro of share premium per new share,

  guaranteed by all Unsecured Creditors (as defined below), by way of set-off against their unsecured claims (the "**Equitization Capital Increase**");

- the issue of new shares, to be subscribed for in cash, in the context of a capital increase with cancellation of the preferential subscription right reserved for named persons, for the benefit of La Caisse des Dépôts et Consignations, Mutuelle Assurance Instituteurs de France (MAIF), CNP Assurances and MACSF Epargne Retraite (or their affiliates) (together, the "**Groupement"**) by issue of:

  (i) in the event of approval of the Company's accelerated safeguard plan by each of the classes of affected parties, of 6,517,306,456 new shares, at a share price of 0.1778 euro per new share, i.e., with a par value of 0.01 euro (taking into account the capital reduction described below) and 0.1678 euro of share premium per new share, for a total amount (including share premium) of 1,158,777,088 euros, or

  (ii) in the event of non-approval of the Company's accelerated safeguard plan by one of the classes of affected parties, of 65,173,064,696 new shares, at a share price of 0.0178 euro per new share, i.e., with a par value of 0.01 euro (taking into account the capital reduction described below) and 0.0078 euro of share premium per new share, for a total amount (including share premium) of 1,160,080,552 euros,

  with, in the event of non-approval of the Company's Accelerated Safeguard Plan by the class of shareholders and of cross-class cram-down with respect to the class of shareholders decided by the Commercial Court, a priority right of the Existing Shareholders (as this term is defined hereinafter) under the conditions described in this Annex to subscribe for the new shares issued (the "**Groupement Capital Increase"**);

[1] The maximum total amount (including share premium) of this capital increase will be equal to (x) the total amount in euros in principal of the Company's unsecured indebtedness (i.e., 3,822,719,247 euros) plus (y) 70% of the total amount of accrued but not due interest on the unsecured indebtedness on or before 24 March 2023 (excluded) i.e., 24,871,699 euros and (z) the amount of accrued or due interest on the unsecured indebtedness between 24 March 2023 (inclusive) and the date of adoption of the Accelerated Safeguard Plan by the Specialized Commercial Court of Nanterre (included). Assuming that the accelerated safeguard plan is adopted by the Specialized Commercial Court of Nanterre on 24 July 2023 (i.e., at the end of the four-month period following the date of the decision to open the accelerated safeguard proceedings on 24 March 2023), the maximum total amount of the capital increase would be 3,885,205,875 euros.

- the issue of new shares (together with the new shares issued in the context of the Equitization Capital Increase and the Groupement Capital Increase, the "**New Shares"**), to be subscribed for in cash, in the context of a Rights Issue, for a maximum gross amount, including share premium, per issue:

  (i) in the event of approval of the Company's accelerated safeguard plan by each classes of affected parties, of 2,932,478,738 new shares, at a share price of 0.1335 euro per new share, i.e. with a par value of 0.01 euro (taking into account the capital reduction described below) and 0.1235 euro of share premium per new share, or

  (ii) in the event of non-approval of the Company's accelerated safeguard plan by one of the classes of affected parties, of 29,324,787,415 new shares, at a share price of 0.0133 euro per new share, i.e. with a par value of 0.01 euro (taking into account the capital reduction described below) and 0,0133 euro of share premium per new share, and guaranteed by all unsecured creditors (the "**Rights Issue**", together with the Groupement Capital Increase, the "***New Money* Capital Increases**" and together with the Equitization Capital Increase, the "**Capital Increases**"),

  to which the members of the Groupement have undertaken to subscribe by exercising their preferential subscription rights, for an amount of approximately 196 million euros, with the balance, i.e. approximately 195 million euros in the event of approval of the accelerated safeguard plan of the Company by each of the classes of affected parties, or 194 million euros in the event of non-approval of the Company's accelerated safeguard plan by one of the classes of affected parties, being guaranteed by the five institutions holding a significant part of the unsecured indebtedness of the Company (the "**SteerCo**") and initially parties to the lock-up agreement relating to the financial restructuring of the Company signed with the members of the Groupement and the Company on 14 February 2023 (the "**Lock-Up Agreement**").

The main characteristics of the Capital Increases are presented in the table below:

| | **In the event of approval of the Company's Accelerated Safeguard Plan by each classes of affected parties** | **In the event of non-approval of the Company's accelerated safeguard plan by one of the classes of affected parties** |
|---|---|---|
| **1. Equitization Capital Increase**<br>*Capital increase with shareholders' preferential subscription rights, guaranteed by the Unsecured Creditors subscribing, where applicable, by offsetting their claims* | • Issue price: 0.6067 euro per new share<br>• Number of shares issued: 6,404,691,249<br>• Amount (share premium included): 3,886,205,875 euros[2]<br>• Dilution of existing shareholders who do not contribute: around 1.0% | • Issue price: 0.0601 euro per new share<br>• Numbers of shares issued : 64,629,157,149<br>• Amount (share premium included): 3 886 205 875 euros[2]<br>• Dilution of existing shareholders who do not contribute: around 0.1% |
| **2. Groupement Capital Increase**<br>***Capital increase with cancellation of preferential subscription rights reserved for named persons, for the benefit of the members of the Groupement, with, in the event of non-approval of the Company's Accelerated Safeguard Plan by the shareholder class and cross-class cram-down with regard to the shareholder class decided by the Commercial Court, a priority right for the Existing Shareholders*** | • Issue price: 0.1778 euro per new share<br>• Number of shares issued: 6,517,306,456<br>• Amount (share premium included): 1,158,777,088 euros<br>• Dilution of existing shareholders who do not contribute: | • Issue price: 0.0178 euro per new share<br>• Number of shares issued: 65,173,064,696<br>• Amount (share premium included): 1,160,080,552 euros<br>• Dilution of existing shareholders who do not contribute: 0.05%<br>• Pre-money valuation: |

[2] The maximum total amount (including share premium) of this capital increase will be equal to (x) the total principal amount in euros of the Company's unsecured indebtedness (i.e. 3,822,719,247 euros) plus (y) 70% of the total amount of accrued but not due interest on the unsecured debt on or before 24 March 2023 (excluded), i.e. 24,871,699 euros and (z) the amount of accrued or due interest on Unsecured Debt between 24 March 2023 (included) and the date of adoption of the Accelerated Safeguard Plan by the Specialized Commercial Court of Nanterre (included), i.e. 38,614,929 euros. Assuming that the Accelerated Safeguard Plan is adopted by the Specialized Commercial Court of Nanterre on 24 July 2023 (i.e. at the end of the 4-month period following the date of the judgment opening the Accelerated Safeguard Procedure on 24 March 2023), the maximum total amount of the capital increase would therefore be 3,886,205,875 euros.

| | | |
|---|---|---|
| | around 0.5%<br>• Pre-money valuation: 1,150,256,671 euros | 1,151,550,548 euros |
| **3. Rights Issue**<br>***Rights issue, to which the members of the Groupement have undertaken to subscribe by exercising their preferential subscription rights, for an amount of approximately 196 million euros, the balance, i.e. approximately 195 million euros in the event of approval of the Company's Accelerated Sauvegarde Plan by each of the classes of affected parties, or 194 million euros in the event of non-approval of the Company's Accelerated Sauvegarde Plan by one of the classes of affected parties, being guaranteed by SteerCo.*** | • Issue price: 0.1335 euro per new share<br>• Number of shares issued: 2,932,478,738<br>• Amount (share premium included): 391,485,912 euros<br>• Dilution of existing shareholders who do not contribute: around 0.4%<br>• Pre-money valuation: 1,733,723,323 euros | • Issue price: 0.0133 euro per new share<br>• Number of shares issued: 29,324,787,415<br>• Amount (share premium included): 390,019,673 euros<br>• Dilution of existing shareholders who do not contribute: 0.04%<br>• Pre-money valuation: 1,727,229,979 euros |

**The Capital Increases will result in massive dilution for the existing shareholders, who would hold, in the absence of reinvestment, 0.4% of the Company's share capital in the event of approval of the accelerated safeguard plan by each of the classes of affected parties, and 0.04% of the Company's share capital in the event of non-approval of the accelerated safeguard plan by one of the classes of affected parties. The theoretical value of shareholders' equity after completion of the Capital Increases would thus amount to approximately 2.7 billion euros, giving a theoretical share value of approximately 0.20 euro per share in the event of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties and approximately 0.02 euro per share in the event of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by one of the classes of affected parties.**

The completion of the above-mentioned transactions is part of the accelerated safeguard procedure opened in favor of the Company by a judgment of the Nanterre Commercial Court dated 24 March 2023 (the "**Accelerated Safeguard Procedure**"), extended by a judgment dated 22 May 2023, by a further two months, from 24 May to 24 July 2023. It is recalled that the judicial administrators appointed by the Nanterre Commercial Court have convened on the day hereof the classes of parties affected by the Company's proposed accelerated safeguard plan (including the class of shareholders) (the "**Accelerated Safeguard Plan"**) to vote on the Accelerated Safeguard Plan (including the aforementioned capital increases) on 16 June 2023. It is recalled in this respect that, in accordance with the provisions of Article L.626-30-2 of the French Commercial Code (*Code de commerce*), the draft Accelerated Safeguard Plan will be subject to the approval of a two-thirds majority of the votes cast by the shareholders of the Company in a class of affected parties. The approval of the Accelerated Safeguard Plan by the class of shareholders of the Company, meeting as a class of affected parties, shall imply the approval by the class of shareholders of all the resolutions included in the appendix to the Accelerated Safeguard Plan, delegating powers to the board of directors of the Company for the purpose, in particular, of carrying out the aforementioned capital increases.

**In the event that the Accelerated Safeguard Plan is not approved by a two-thirds majority of the votes cast by the shareholders, it may, pursuant to Article L.626-32 of the French Commercial Code (*Code de commerce*), be approved by the Commercial Court upon request of the Company or the judicial administrator with the consent of the Company and be imposed on the shareholders, subject to compliance with the conditions set out in the applicable provisions of the French Commercial Code (*Code de commerce*). In this event, the Commercial Court's judgment approving the Accelerated Safeguard Plan shall imply the approval of the changes in the share capital provided for in the Accelerated Safeguard Plan under the conditions set out in the Accelerated Safeguard Plan and shall entail the delegation of powers to the Company's board of directors to carry out the aforementioned capital increases, under the conditions described in each of the resolutions appended to the Accelerated Safeguard Plan.**

The completion of the above-mentioned transactions remains subject in particular to:

- the approval by the *Autorité des Marchés Financiers* of the prospectuses relating to the planned Capital Increases, which will be requested by the Company from the AMF before the effective launch of each Capital Increases,

- the granting by the Groupement of a waiver the *Autorité des Marchés Financiers* on 25 May 2023 from the obligation to file a tender offer for the Company's shares as a result of the financial restructuring, cleared of any appeal to the Paris Court of Appeal (it should be noted that the *Autorité des marchés financiers* granted such waiver to the Groupement on 25 May 2023).

- the approval of the Accelerated Safeguard Plan by the Commercial Court of Nanterre, and

- obtaining other necessary regulatory approvals, if any.

Subject to fulfilment of the conditions precedent listed above, the above-mentioned Capital Increases are expected to take place in the second half of 2023.

All of the nominal values and amounts indicated above have been calculated taking into account the prior capital reduction due to losses by reducing the nominal value of the Company's shares to one euro cent (0.01 euro), which is also subject to the approval of the classes of affected parties in the context of the vote on the Accelerated Safeguard Plan.

Upon completion of the last Capital Increase provided for in the Accelerated Safeguard Plan, i.e. the Rights Issue, a reverse split of the shares making up the share capital of the Company will be carried out, such that one hundred (100) ordinary shares with a par value of 0.01 euro each will be exchanged for one (1) new share with a par value of 1 euro each. In the event of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by at least one of the classes of affected parties, the aforementioned exchange ratio shall be increased to one thousand (1,000) ordinary shares with a nominal value of 0.01 euro each exchanged for one (1) new share with a nominal value of 10 euros each.

## GENERAL COMMENTS

This document contains forward-looking statements that involve risks and uncertainties concerning the future growth and profitability of the Groupe, as well as forward-looking statements concerning, among other things, its current and future projects, which may cause the expected results to differ materially from those indicated in the forward-looking statements. These risks and uncertainties relate to factors that the Company cannot control or estimate precisely, such as future market conditions. The forward-looking statements contained in this document constitute expectations of future events and should be treated as such. Actual events or results may differ from those described in this document due to a number of risks or uncertainties described in the Company's 2021 Universal Registration Document available on the Company's website and that of the AMF (www.amf-france.org), and in the 2022 Half-Year Financial Report available on the Company's website.

Certain figures (including data expressed in thousands or millions) and percentages presented in this document have been rounded. Where applicable, the totals presented in this document may differ slightly from those that would have been obtained by adding the exact (unrounded) values of these figures.

This document does not constitute, and shall not be deemed to constitute, an offer to the public or an offer to purchase or an offer to solicit public interest in any transaction by way of public offering.

This document does not constitute a prospectus within the meaning of Regulation (EU) 2017/1129 of the European Parliament and of the Council of 14 June 2017. Prospectuses relating to the Capital Increases will be submitted by the Company to the *Autorité des Marchés Financiers* for approval before the effective launch of each of the Capital Increases.

This document is a translation of the Annex to the Company's press release in its original French version dated 26 May 2023 (the "**Press Release**") and publicly available at www.orpea-group.com. This translation (the "**Translation**") is provided for convenience only. **In the event of any ambiguity or conflict between the corresponding statements or other items contained herein, the French language Press Release shall prevail**.

# 1. ESSENTIAL INFORMATION

## 1.1 PRESENTATION OF THE ACCELERATED SAFEGUARD PLAN

### 1.1.1 Negotiations with stakeholders

#### 1.1.1.1 Conduct of negotiations and opening of two conciliation procedures

As a result of the crisis situation encountered by the Groupe in France, which made it impossible to find new financing, either from banks or the market, the Company found itself unable to meet its funding obligations for 2022, which resulted both from significant investments in the development of its real estate assets (1.630 billion euros) and significant debt maturities (1.560 billion euros).

In addition to the immediate precautionary measures (including a reduction in the investment budget and the resumption of discussions concerning the disposal of real estate assets as of April 2022), the setting up of a syndicated loan of 3.2 billion euros was concluded with the Groupe's main banks on 13 June 2022 as part of a conciliation agreement approved by the Specialized Commercial Court of Nanterre on 10 June 2022.

The financing plan associated with this agreement was based primarily on an undertaking to sell real estate assets for 2 billion euros before the end of 2025, including 1 billion euros before the end of 2023, as well as on various capital raising transactions with the aim of reducing the groupe's debt.

In this context, in the second quarter of 2022 the Group began negotiations with a number of real estate investors, in line with its firm commitment to complete its disposal programme. However, faced with an unfavourable change in the economic environment, the Group found itself in the second half of 2022 faced with the following combination of circumstances:

- the real estate market sharply slowed down in a context marked by rising interest rates and tighter conditions for access to financings, reducing the appetite of investors;
- the deteriorated perception of the Groupe's financial strength, which has made it difficult, if not impossible, to carry out sale and lease back transactions;
- a drastic reduction in margins due to the substantial increase in purchasing costs and energy costs as a result of global inflation;
- a deteriorated operating performance linked to a fall in its occupancy rate, given its weakened reputation; and
- a significant projected impairment of the Group's real estate and intangible assets, leading to risks on certain Financial Ratios included in some of the Group's financing documentations.

In these circumstances, the Group was faced with a delay in the timetable for its disposal programmes, their implementation according to the agreed deadlines and conditions being very significantly compromised. While it had just been financed a few months earlier, the combination of these events meant that the Group had to anticipate a new short-term cash requirement (up to 2023). More generally, in light of the downward revision of the Group's profitability forecasts, the massive impairment to be recognized in the financial statements for the year ending 31 December 2022, the difficulties encountered in the Group's disposal programmes, severe anticipated cash flow pressures, the risk of default on certain covenants in credit agreements, and the complexity of its financial structure, it was clear that the balance sheet was unsustainable in the long term, and that a major financial restructuring should be considered as quickly as possible. ORPEA S.A. therefore requested and obtained from the President of the Commercial Court of Nanterre to open a second conciliation procedure on 25 October 2022.

In the context of this second conciliation procedure and under the aegis of the conciliator, ORPEA S.A. initiated discussions at the end of 2022 with its financial creditors regarding the restructuring of its financial indebtedness, the obtaining of new financial means and the adjustment of its existing financing documentation. ORPEA S.A. also held discussions with a group of long-term investors, in particular regarding the provision of new equity. In this context, the proposals to contribute new equity made by certain potential investors did not appear to be equivalent to that put forward by the group of long-term French investors comprising Caisse des Dépôts et Consignations Consignations, CNP Assurances, MAIF and MACSF Epargne Retraite (together, the "Groupement").

#### 1.1.1.2 Conclusion of an agreement in principle and a lock-up agreement

The negotiations in the context of the conciliation procedure initiated on 25 October 2022 enabled ORPEA S.A. to reach, on 1 February 2023, an agreement in principle on a financial restructuring plan (the "**Agreement in Principle"**) with, on the one hand, the Groupement, and five institutions (the "**SteerCo"**) holding a significant portion of the Company's unsecured indebtedness, on the other hand, under which the parties have agreed on the principles of the financial restructuring plan, as more fully described below.

On this occasion, the stakeholders also affirmed their support for the management and the Groupe's Refoundation Plan, prepared by the Company's senior management and detailed in the press release dated 15 November 2022.

The Agreement in Principle meets the objectives of ORPEA S.A. to achieve a sustainable financial structure and to finance its Refoundation Plan presented on 15 November 2022, through:

i. the conversion into capital of all unsecured financial indebtedness carried by ORPEA S.A., corresponding to a reduction in the Groupe's gross debt of approximately 3.8 billion euros, and

ii. the contribution of new money equity up to 1.55 billion euros, via capital increases which would be subscribed by the Groupement for a total of 1,355 billion euros, and open to all shareholders for the balance (it being specified that they will be guaranteed by the SteerCo up to 195 million euros in the event of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties and up to 194 million euros in the event of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by one of the classes of affected parties).

Thereafter, the Company entered into a lock-up agreement with the Groupement and the SteerCo on 14 February 2023 (the "**Lock-Up Agreement"**), which crystallizes the undertaking of the parties to the Agreement in Principle to support and carry out all steps and actions necessary for the implementation of the financial restructuring of ORPEA S.A, and to be extended to all of the Company's unsecured creditors.

The terms and conditions of the Lock-Up Agreement are customary and include, in particular, an undertaking by the signatory creditors to support the financial restructuring of the Company in accordance with the principles agreed in the Agreement in Principle and, accordingly, to vote in favor of the Accelerated Safeguard Plan and to sign the required contractual documentation. These terms and conditions authorize the signatories to transfer the Company's debt that they hold until the date of completion of the Company's restructuring, provided that the transferee is bound by the Lock-Up Agreement in the same terms.

The Lock-Up Agreement was accepted by approximately 51% of the Company's unsecured financial creditors (including the members of the SteerCo, the original signatories to the Lock-Up Agreement), representing approximately 1.9 billion euros of outstanding unsecured indebtedness, in accordance with its terms.

#### 1.1.1.3 Conclusion of an agreement relating to additional financing and an adjustment of the June 2022 financing documentation with the Company's main banking partners

On 17 March 2023, in view of the opening of an accelerated safeguard procedure, ORPEA S.A. entered into a milestone agreement with its main banking partners (BNP Paribas, Groupe BPCE, Groupe Crédit Agricole, Groupe Crédit Mutuel Alliance Fédérale, La Banque Postale and Société Générale) (the "**Milestone Agreement**") detailing the terms and conditions of additional financing and an adjustment to the June 2022 financing documentation, summarized in paragraphs 1.1.3 and 1.1.4 below.

The purpose of the Milestone Agreement is to formalize the undertakings of the parties, with a view to enabling ORPEA S.A. to implement its restructuring plan in the context of an accelerated safeguard procedure.

#### 1.1.1.4 Opening of an accelerated safeguard procedure

On 24 March 2023, the Specialized Commercial Court of Nanterre opened an accelerated safeguard procedure for ORPEA S.A., with an initial observation period of two months, which can be renewed for a further two months, without exceeding a total duration of four months.

The purpose of this proceeding is to allow the Company to implement its restructuring plan in accordance with the agreements reached under the Lock-Up Agreement and the Milestone Agreement, described in paragraphs 1.1.1.2 and 1.1.1.3 above.

In this context, the court appointed SELARL FHB, in the person of Maître Hélène Bourbouloux, as judicial administrator and SELARL AJRS, in the person of Maître Thibaut Martinat, as judicial co-administrator.

In a judgment of the Nanterre Commercial Court on 22 May 2023, the accelerated safeguard procedure was extended for a further two months, from 24 May to 24 July 2023. **1.1.2 Description of the Accelerated Safeguard Plan**

The key points of the Company's financial restructuring are as follows:

1. the conversion into capital of the entire unsecured indebtedness of ORPEA S.A., amounting to 3.8 billion euros (in the absence of the exercise of their preferential subscription rights by the shareholders in respect of the relevant capital increase), in the context of the Equitization Capital Increase;

2. the contribution of new money equity, in the context of the New Money Capital Increases, for a total amount of 1,550 billion euros, contributed up to 1,355 billion euros by the Groupement, the balance (i.e. 195 million euros in case of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties, 194 million in case of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by one of the classes of affected parties) being open to all shareholders (including creditors who have become shareholders), and guaranteed by the SteerCo (backstop);

3. the setting up of a "new money″ financing with ORPEA's main banking partners and the adjustment of the June 2022 financing documentation, including in particular, the extension of the final maturity to December 2027 and the reduction of the margin to 2.0% per annum in accordance with the above-mentioned agreement, the terms of which are described in paragraphs 1.1.3 and 1.1.4 below;

4. obtaining from the relevant lenders of the Company's subsidiaries a signed consent or an agreement in principle with respect to waivers relating to the non-application and modification of the “R1” and “R2” financial ratios, to the non-application of any change of control clause in the specific case of the entry of the Groupement into the Company's capital, and to exceptions relating to the taking of security interests. As of 31 December 2022, the amount of financial indebtedness, including financial ratios "R1" and "R2", amounted to 2.3 billion euros, of which (i) approximately 2 billion euros at the level of ORPEA S.A., the application of which is suspended during the accelerated safeguard procedure and which will be capitalised at the end of the accelerated safeguard procedure and (ii) approximately 0.3 billion euros at the level of the subsidiaries, for which a consent form or an agreement in principle has been obtained with regard to the waivers relating to the clauses of the "R1" and "R2" financial ratios. Following the Company's financial restructuring, a single covenant will replace the R1/R2 ratio for the debt remaining in force, relating to approximately €0.4 billion of debt, consisting of a leverage ratio (net debt/EBITDA excluding IFRS 16), with no testing (covenant holiday) of the ratio until the first half of 2025 and resumption of testing at a level set at 9.0x on 30 June 2025.

It is reminded that in the event that the Accelerated Safeguard Plan is not approved by one or more of the classes of affected parties, such Accelerated Safeguard Plan may, pursuant to Article L.626-32 of the French Commercial Code (*Code de commerce*), be approved by the Commercial Court at the request of the Company or of the judicial administrator, with the consent of the Company, and be imposed on the class or classes of affected parties who did not vote in favor, subject to compliance with the conditions provided for in the provisions of the French Commercial Code (*Code de commerce*) ("cross-class cram-down"). In the event of a cross-class cram-down, the Accelerated Safeguard Plan will provide for the issuance, in the context of each of the planned Capital Increases, of a number of new shares ten times higher than the number of new shares that would be issued in the event of a favorable vote of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties, resulting in a dilution of the existing shareholders (in the event that they decide not to participate in any of the Capital Increases), ten times higher, in the event of a cross-class cram-down. This would result, in the event of cross-class cram-down, in the issuance of new shares at issue prices ten times lower than the issue prices applicable in the event of a favorable vote of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties.

**It is therefore recalled that the implementation of the Capital Increases envisaged in the context of the financial restructuring plan, which should be completed in the second half of 2023, will result in massive dilution for existing shareholders.** Based on the financial parameters previously communicated by the Company and the valuation of the Company's equity retained by the parties in the context of the negotiation of these transactions, these Capital Increases would be carried out at issue prices significantly below the current market price of the ORPEA share (by way of illustration, a discount of between 72.9% (for the highest issue price) and 99.4% (for the lowest issue price) compared to the closing price of 2.2360 euros of the ORPEA S.A. shares on Euronext Paris on 25 May 2023).

In view of the significant dilution resulting from the proposed transactions, the Board of directors decided on 14 March 2023, on a voluntary basis pursuant to Article 261-3 of the AMF General Regulations, to appoint

SORGEM Evaluation as an independent expert to give an opinion on the financial restructuring. The independent expert thus assessed the financial conditions of the financial restructuring for the shareholders and delivered a report containing a fairness opinion, which is attached to this document.

The conclusion of this report is as follows: "*In these circumstances, we are of the opinion that the financial terms of the envisaged restructuring plan are fair to the current ORPEA shareholders*".

Following the completion of the Capital Increases, the distribution of the share capital would be as follows, if the existing shareholders do not contribute to the Capital Increases:

(i) in case of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties:

- Groupement: 50.2%;
- Unsecured creditors converted into shares: 40.2%;
- SteerCo: 9.2%[3];
- Existing shareholders: 0.4%.

(ii) in case of non-approval of the accelerated safeguard plan by one of the classes of affected parties:

- Groupement: 50.2%;
- Unsecured creditors converted into shares: 40.6%;
- SteerCo: 9.2%[3];
- Existing shareholders: 0.04%.

#### 1.1.2.1 Capital increases and other equity transactions

***Step prior to the implementation of the Capital Increases: reduction of capital due to losses, by reducing the nominal value of the shares***

As part of the Accelerated Safeguard Plan, a reduction of the share capital of Company is planned, by reducing the nominal value of the shares from 1,25 euro to 0,01 euro per share (the "**First Capital Reduction**"), required for the completion of the Equitization Capital Increase and the New Money Capital Increase, taking into account the issue price of these issues, which is lower than the current nominal value of the shares of the Company.

On the basis of the number of shares of the Company existing at that date (64,693,851 shares), the capital reduction would amount to a maximum of 80,220,375.24 euros (i.e., a share capital of 646,938.51 euros after completion of the capital reduction) and would be allocated to a special unavailable reserves account. This capital reduction would be a capital reduction due to potential future losses (without any right of opposition from creditors, in accordance with the provisions of Article L.225-204 of the French Commercial Code (*Code de commerce*)).

In the event of non-approval of the Company's Accelerated Safeguard Plan by the shareholder class and cross-class cram-down with regard to the shareholder class in accordance with Article L.626-32 of the French Commercial Code (*Code de commerce*), the Specialized Commercial Court of Nanterre's judgment approving the Accelerated Safeguard Plan will entail the delegation of powers to the Company's board of directors to carry out the First Capital Reduction, in accordance with the terms of the corresponding resolution appended to the Accelerated Safeguard Plan.

***First step: Equitization Capital Increase***

The Equitization Capital Increase shall consist of a rights issue for a maximum total amount (including share premium) (the "**Total Amount of the Capital Increase**") equal to (x) the total amount in euros in principal of the

[3] Assuming that shareholders do not take part in the Rights Issue, resulting in the full exercise of the SteerCo members' backstop, with the SteerCo members subscribing for the shares not subscribed for by the shareholders in the Rights Issue.

Unsecured Indebtedness (i.e., 3,822,719,247) increased by (y) 70% of the total amount of the accrued but not yet due interest on the Unsecured Indebtedness on or before 24 March 2023 (excluded), i.e. 24,871,699 euros and (z) the amount of accrued or due interest on the Unsecured Indebtedness between 24 March 2023 (included) and the date of adoption of the Accelerated Safeguard Plan by the Specialized Commercial Court of Nanterre (included), as this amount will be determined by the Board of Directors deciding on the completion of the capital increase[4] .

The Equitization Capital Increase will result in the issue of:

(i) in the event of approval of the Company's Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties, of 6,404,691,249 new shares, for an issue price equal to the Total Amount of the Capital Increase divided by 6,404,691,249[5], or

(ii) in the event of non-approval of the Company's Accelerated Safeguard Plan by one of the classes of affected parties, of 64,629,157,149 new shares, for an issue price equal to the Total Amount of the Capital Increase divided by 64,629,157,149[6].

The issue price of the new shares issued in the context of the Equitization Capital Increase is therefore more than three times higher than the issue price of the new shares issued in the context of the Groupement Capital Increase described below. The pre-money valuation of the Company retained by the parties to the Lock-Up Agreement to determine the financial parameters of the Groupement Capital Increase (i.e. 1,150,256,671 euros in the event of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties, or 1,151,550,548 euros in the event of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by one of the classes of affected parties) thus results in a theoretical share value more than three times lower than the issue price applicable to the Equitization Capital Increase.

Any amount in cash received by the Company in respect of the subscription by the shareholders for new shares in the context of the Equitization Capital Increase resulting from the exercise of their preferential subscription rights will be allocated to the repayment of the Unsecured Indebtedness at par and pro rata.

The amount of the Equitization Capital Increase not subscribed for by the shareholders at the end of the subscription period shall be paid up by offsetting it against the Unsecured Indebtedness held by the Unsecured Creditors on the Reference Date[7], under the aforementioned guarantee of such Equitization Capital Increase, so that at the end of the Equitization Capital Increase, the Unsecured Indebtedness shall be fully extinguished.

Creditors voting in favour of the plan will be offered the opportunity – up to a maximum of 25% of the total value of the unsecured indebtedness – to transfer their unsecured indebtedness at nominal value to a special purpose vehicle (the "**SPV**"), in exchange for debt instruments issued by the SPV, which will itself convert the unsecured indebtedness transferred to it into shares of the Company in the context of the Equitization Capital Increase (or benefit from a cash payment in case of pro rata repayment, as mentioned above).

A prospectus will be drawn up in connection with the Equitization Capital Increase and submitted to the AMF for approval.

In this document:

[4] By way of illustration, assuming that the Accelerated Safeguard Plan is adopted by the Specialized Commercial Court of Nanterre on 24 July 2023 (i.e., at the end of the four-month period following the date of the decision to open the accelerated safeguard procedure on 24 March 2023), the Total Amount of the Capital Increase (including share premium) would amount to a maximum of 3,886,205,875 euros.

[5] By way of illustration, assuming that the Accelerated Safeguard Plan is adopted by the Specialized Commercial Court of Nanterre on 24 July 2023, i.e., a Total Amount of the Capital Increase (including share premium) of a maximum of 3,886,205,875 euros, the subscription price of the new shares issued pursuant to this resolution will be equal to 0.6067 euro per new share, i.e., with a par value of 0.01 euro and 0.5967 euro share premium per new share. This issue price reflects a discount of 72.9% compared to the closing price of the ORPEA S.A. share on Euronext Paris on 25 May 2023.

[6] By way of illustration, assuming that the Accelerated Safeguard Plan is adopted by the Specialized Commercial Court of Nanterre on 24 July 2023, i.e., a Total Amount of the Capital Increase (including share premium) of a maximum of 3,886,205,875 euros, the subscription price of the new shares issued pursuant to this resolution will be equal to 0.0601 euro per new share, i.e., with a par value of 0.01 euro and 0.0501 euro of share premium per new share. This issue price reflects a discount of 97.3% compared to the closing price of the ORPEA S.A. share on Euronext Paris on 25 May 2023.

[7] The "**Reference Date**" means the date falling five business days before the settlement-delivery date of the Equitization Capital Increase.

"**Existing Shareholders**" means the holders of the shares of the Company as of the Opening date of the Accelerated Safeguard Procedure who are members of the Shareholder Class, as well as their successive transferees who would be on record on or prior to the Existing Shareholders Record Date (as defined below).

"**Unsecured Creditors**" means the holders of Unsecured Indebtedness.

"**Unsecured Indebtedness**" means, together, the Unsecured Non-Convertible Indebtedness and the Convertible Unsecured Indebtedness.

"**Unsecured Non-Convertible Indebtedness**" means all indebtedness (including, as necessary, interest) and unsecured liabilities, present and future, due or incurred from time to time by the Company, (including, as necessary, any interest accrued thereon), under:

(i) the Unsecured Bank Loans,

(ii) the Unsecured Bond Issues,

(iii) the Partially Secured Euro PP Bonds, but only for 65% of their nominal amount,

(iv) the SSD Loans, and

(v) the NSV Loans.

"**Unsecured Convertible Indebtedness**" means the convertible bonds (OCEANE) in the amount of 499.999.959 euros issued by ORPEA S.A. and due on 17 May 2027 (ISIN FR0013418795)"

"**Unsecured Bank Loans**" means the unsecured bilateral bank loans, syndicated bank loans and credit facilities currently underwritten or to be underwritten in the future by ORPEA S.A.

"**Unsecured Bond Issues**" means the following bonds:
20 million principal amount of 2.568% bonds due 22 December 2022 (ISIN FR0013080173)
150 million principal amount of 2.1300% bonds due 3 July 2024 (ISIN FR0013262987)
63 million principal amount of 2.200% bonds due 15 December 2024 (ISIN FR0013301942)
50 million principal amount of 2.300% bonds due 6 March 2025 (ISIN FR0013240827)
400 million principal amount of 2.6250% bonds due 10 March 2025 (ISIN FR0013322187)
32 million principal amount of 3.1440% bonds due 22 December 2025 (ISIN FR0013080207)
77 million principal amount of 2.5640% bonds due 30 November 2027 (ISIN FR0014000T41)
500 million principal amount of 2.0000% bonds due 1 April 2028 (ISIN FR0014002O10)
60 million principal amount of 2.71000% bonds due 18 December 2028 (ISIN FR00140011S0)
48 million principal amount of 2.0000% bonds due 9 August 2029 (ISIN FR0014004Y16)
15 million principal amount of 3.0100% bonds due 18 December 2030 (ISIN FR00140011R2)
40 million principal amount of 3.0000% bonds due 11 August 2032 (ISIN FR0013481660)
60 million principal amount of 2.7500% bonds due 3 June 2033 (ISIN FR0014003P42)
32.5 million principal amount of 3.0000% bonds due 25 November 2041 (ISIN FR0014006MC2)

"**Euro PP Partially Secured Bonds**" means the 90 million euros 5.250% bonds due 4 December 2026, issued by the Company (ISIN FR0011365634), corresponding to secured debt for 35% of their total amount, and unsecured for the remaining amount of each bond.

"**SSD Loans**" means the German *Schuldscheindarlehen* financings subscribed by the Company.

"**NSV Loans**" means the financing under German law *Namensschuldverschreibung* subscribed by the Company.

"**Existing Shareholders Record Date**" means the day at the end of which the persons registered in the accounts will be allocated preferential subscription rights to subscribe for the Equitization Capital Increase (i.e. the accounting day preceding the date on which these preferential subscription rights will be detached from the shares of the Company).

The detailed terms of the Equitization Capital Increase are described in section 3.1 hereof.

***Second step: Groupement Capital increase***

After completion of the Equitization Capital Increase, the Groupement Capital Increase, consisting in a capital increase reserved for named persons for the benefit of the members of the Groupement, will be implemented by issuing:

(i) in the event of approval of the Company's Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties, of 6,517,306,456 new shares, at a share price of 0.1778 euro per new share, i.e. with a par value of 0.01 euro (taking into account the First Capital Reduction) and 0.1678 euro of share premium per new share, for a total amount (including share premium) of 1,158,777,088 euros, or

(ii) in the event of non-approval of the Company's Accelerated Safeguard Plan by one of the classes of affected parties, 65,173,064,696 new shares, at a share price of 0.0178 euro per new share, i.e., with a par value of 0.01 euro (taking into account the First Capital Reduction) and 0.0078 of share premium per new share, for a total amount (including share premium) of 1,160,080,552 euros.

In the event of an unfavorable vote of the Accelerated Safeguard Plan by the affected class of shareholders, and of the implementation of a cross-class cram-down with respect to the class of shareholders decided by the Commercial Court, a priority right will be granted to the shareholders, allowing them to subscribe in priority to the Groupement Capital Increase, according to the terms and conditions described in paragraph 3.2.2 hereof.

A prospectus will be drawn up in connection with the Groupement Capital Increase and submitted for approval to the AMF.

The detailed terms and conditions of the Groupement Capital Increase are described in section 3.2 hereof.

***Third step: Rights Issue***

After completion of the Groupement Capital Increase , the Rights Issue, consisting in a capital increase with maintenance of the preferential subscription right of the shareholders (including the Existing Shareholders, the Unsecured Creditors who have become shareholders in the context of the Equitization Capital Increase and the members of the Groupement), will be implemented by issuance:

(i) in the event of approval of the Company's Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties, of 2,932,478,738 new shares, at a share price of 0.1335 euro per new share, i.e. with a par value of 0.01 euro (taking into account the First Capital Reduction) and 0.1235 euro share premium per new share, or

(ii) in the event of non-approval of the Company's Accelerated Safeguard Plan by one of the classes of affected parties, of 29,324,787,415 new shares, at a share price of 0.0133 euro per new share, i.e. with a par value of 0.01 euro (taking into account the First Capital Reduction) and 0.0033 euro of share premium per new share.

The members of the Groupement have undertaken to subscribe to the Rights Issue, by exercising their preferential subscription rights, up to the amount of (i) 1,471,649,823 new shares, i.e. 196,465,251 euros, in the event of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties, or (ii) 14,716,498,468 new shares, i.e. 195,729,430 euros, in the event of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by one or more of the classes of affected parties.

In addition, the members of the SteerCo have undertaken to underwrite the balance of the Rights Issue, pro rata to their holding of the Unsecured Indebtedness as of 31 January 2023, by subscribing for the shares not subscribed for upon exercise of the preferential subscription rights up to a maximum number of (i) 1,460,828,915 new shares of 195,020,660, in the event of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties or (ii) 14,608,288,947 new shares, i.e., 194,290,243 euros, in the event of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by at least one of the classes of affected parties.

A prospectus will be drawn up in connection with the Rights Issue and submitted for approval to the AMF.

The detailed terms and conditions of the Rights Issue are described in section 3.3 hereof.

***Steps subsequent to the completion of the Capital Increases: reverse split, second capital reduction and allocation of warrants (*Bons de Souscription d'actions *or* BSA*)***

Following the completion of the last Capital Increase provided for in the Accelerated Safeguard Plan, namely the Rights Issue, the following transactions will be carried out on the Company's share capital:

(i) a reverse split of the Company's share capital such that one hundred (100) ordinary shares with a par value of 0.01 euro each will be exchanged for one (1) new share with a par value of 1 euro each (the "**Reverse Split**"). In the event of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by at least one of the classes of affected parties, the aforementioned exchange ratio shall be increased to one thousand (1,000) ordinary shares with a nominal value of 0.01 euro each exchanged for one (1) new share with a nominal value of 10 euros each;

(ii) a capital reduction of the Company due to losses, by way of a reduction in the nominal value of the Company's shares from 1 euro or 10 euros, as the case may be (taking into account the Reverse Split) to 0.01 euro per share (the "**Second Capital Reduction**").

In addition, in consideration of their undertaking to subscribe for the Groupement Capital Increase and the Rights Issue, the members of the Groupement will be allocated, by the Company, after the completion of the Rights Issue, warrants (*Bons de Souscription d'actions* or *BSA*) to subscribe for shares (the "**Groupement Warrants"**), the total value of which will be equal to 10% of the total amount of their undertaking to subscribe for the Rights Issue entitling their holders to subscribe for shares with a nominal value of one euro cent (0.01 euro) representing (i) 0.728% of the share capital of the Company in the event of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties or (ii) 0.725% of the share capital of the Company in the event of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by at least one of the classes of affected parties, on a fully diluted basis. The Groupement Warrants may be exercised for a period of 6 months from their issue date, at an exercise price of 0.01 euro per share.

In addition, in consideration of their undertaking to guarantee the Rights Issue, the members of SteerCo will be allocated by the Company, after the completion of the Rights Issue, warrants (the "**SteerCo Warrants"** and, together with the Groupement Warrants, the "**Warrants"**), the total value of which will be equal to 10% of the amount of the backstop undertaking agreed upon in the context of the Rights Issue entitling their holders to subscribe for shares with a nominal value of one euro cent (0.01 euro) representing (i) 0.722% of the share capital of the Company in the event of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties or (ii) 0.720% of the share capital of the Company in the event of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by at least one of the classes of affected parties, on a fully diluted basis. The SteerCo Warrants may be exercised for a period of 6 months from their issue date, at an exercise price of 0.01 euro per share.

The detailed terms of the warrants are described in section 3.3.12 hereof.

1.1.2.2 Changes in governance

Under the Lock-Up Agreement, the parties have agreed to adapt the governance of ORPEA S.A. as of the completion of its financial restructuring.

The key features of the governance to be effective as of the completion of the New Money Capital Increase are as follows:

- Maintaining the separation of the functions of Chairman of the Board of Directors and Chief Executive Officer

- 13-members Board of Directors, including:

  - The Chief Executive Officer of the Company;
  - Two employee representatives, in accordance with the applicable law;
  - 7 members appointed by the Groupement, including 3 independent directors;
  - 3 independent directors as defined by the AFEP-MEDEF Code.

- A censor position for a SteerCo member who became a shareholder.

### 1.1.3. Additional "*new money*" financing

Pursuant to the milestone agreement signed on 17 March 2023, the main banking partners (BNP Paribas, Groupe BPCE, Groupe Crédit Agricole, Groupe Crédit Mutuel Alliance Fédérale, La Banque Postale and Société Générale) (the "**Lenders**") have agreed to participate in a 600 million euros super senior "new money" financing consisting of three credit facilities (the "**Additional Financing**"):

(i) a 400 million euros revolving credit facility (the "**D1 Credit Facility"**),

(ii) a revolving credit facility of up to 100 million euros (the "**D2 Credit Facility"**), and

(iii) a revolving credit facility of up to 100 million euros (the "**D3 Credit Facility**" and together with the D1 Credit Facility and the D2 Credit Facility, the "**Credit Facilities**"), granted to Niort 94 (RCS 440 360 006) ("**Niort 94**" or "**N94**") and Niort 95 (RCS 811 249 978) ("**Niort 95**" or "**N95**") and the Company (in respect of the D1B Credit Facility, the D2 Credit Facility and the D3 Credit Facility.

The main terms of the Credit Facilities can be summarized as follows:

| | **D1 Credit Facility** | **D2 Credit Facility** | **D3 Credit Facility** |
|---|---|---|---|
| ***Purpose*** | To finance or refinance (directly or indirectly) (x) the general corporate purposes of Niort 94/Niort 95 (including, but not limited to, repayment of intercompany debt, debt service and capital expenditures) and (y) all fees, costs and expenses relating to the Loans. | | |
| ***Maximum principal amount (euros)*** | 400 million euros, distributed as follows:<br>• **D1A credit facility:** 200 million euros<br>• **D1B credit facility:** 200 million euros | 100 million euros<br>This maximum amount will be reduced by the amount of net proceeds from the sale of real estate assets received by members of the Groupement since the opening of the accelerated safeguard procedure in favor of ORPEA S.A. and the first drawdown of the D2 Credit Facility. | 100 million euros<br>This maximum amount will be reduced by the amount of net proceeds from the sale of real estate assets received by members of the Groupement since the opening of the accelerated safeguard procedure in favor of ORPEA S.A. and the first drawdown of the D3 Credit Facility. |
| ***Annual margin*** | 2.00% per year | | |
| ***Final maturity date*** | **D1A/D1B credit facility:** 30 June 2026 | The earlier of (i) 31 December 2023 and (ii) the fifth business day following the completion of all capital increases contemplated in the judgment of the Speciallized Commercial Court of Nanterre approving the Accelerated Safeguard Plan of ORPEA S.A. (the "**Approval of the Plan**") and the collection of the amounts relating thereto by ORPEA S.A. | Same as the D2 Credit Facility |
| ***Availability period*** | From the date of signature and up to one month prior to the maturity date of the D1 Credit Facility. | (x) From the earlier of: (i) the date of execution and (ii) the date on which the D1 Credit Facility has been fully drawn down and (y) until one month prior to the maturity date of the D2 Credit Facility. | (x) From the earlier of: (i) the date on which the D2 Credit Facility has been fully drawn down and (ii) 31 August 2023 and until (y) one month prior to the maturity date of the D3 Credit Facility. |

| | |
|---|---|
| ***Security interests, guarantees and undertakings to provide equity*** | - A first-ranking pledge (*nantissement de premier rang*) to be granted by ORESC 27, a newly activated company ("**Topco**") wholly owned by ORPEA S.A., of 100% of the shares issued by a newly activated company, ORESC 26 ("**Newco**") wholly owned by Topco, and directly owning 100% of the capital and voting rights of Niort 94 and Niort 95<br>- A pledge of receivables (*nantissement de créances*) to be granted by ORPEA S.A. on all receivables that ORPEA S.A. holds or may hold against Niort 94 and Niort 95 and their respective subsidiaries in respect of intra-group loans/advances (other than in respect of cash-pooling or already assigned to guarantee the Credit Facilities in June 2022) granted by ORPEA S.A. to these entities<br>- An autonomous guarantee (*garantie autonome*) pursuant to Article 2321 of the Civil Code (*Code civil*) guaranteeing an amount equal to the sum of the principal and interest due under the Credit Facilities.<br>- An undertaking to provide equity (*engagement d'apport de fonds propres*) in accordance with Article 2322 of the French Civil Code (*Code civil*) (with a performance obligation (*obligation de résultat*)) by ORPEA S.A. to Niort 94 and Niort 95, in order to restore and maintain a positive net position as well as to cover any cash shortfall in relation to (x) the servicing of the debt under the Credit Facilities and (y) structural and overhead costs incurred by these entities<br>- A Dailly assignment by way of guarantee (*cession Dailly à titre de garantie*) by Niort 94 and Niort 95 relating to all receivables held or that may be held in respect of all subsidiaries (directly or indirectly) in respect of intra-group loans/advances granted by ORPEA to these entities<br>- Post-money lien in respect of the the D1B Credit Facility, the D2 Credit Facility and the D3 Credit Facility |

The drawdown of the Credit Facilities is subject to the usual conditions precedent for this type of financing and is also conditional upon the completion of certain stages of the Company's financial restructuring (including the approvals of the competent authorities). The drawdown of the D1B Credit Facility is subject to the approval of the Accelerated Safeguard Plan.

The financing documentation will provide for customary events of default (subject to customary materiality thresholds and grace periods where applicable), including, but not limited to:

- Any failure to pay under the Credit Facilities;
- Non-compliance with the N94/95 LTV ratio described below;
- Cross-payment default and cross-acceleration above a cumulative threshold of 40 million euros;
- Insolvency;
- Enforcement procedures from a cumulative threshold of 40 million euros;
- Refusal of certification of the consolidated financial statements of the groupe by the statutory auditors;
- Administrative, arbitration, governmental or regulatory litigation reasonably likely to have a material adverse effect.

**Main undertakings of ORPEA, Topco, Luxco, N94 and N95**

ORPEA S.A. and certain of its subsidiaries have given the following main undertakings:

- <u>Undertakings relating to all net income received in respect of any financial indebtedness incurred in connection with external financings.</u>

Niort 94 and Niort 95 will undertake that all net proceeds received by them or any of their subsidiaries in respect of any financial indebtedness incurred in connection with any external financing will be used for the early redemption:

- first, of the D3 Credit Facility: for 100% of these proceeds (until fully repaid and cancelled);

- secondly, of the D2 Credit Facility: for 100% of these proceeds (until fully repaid and cancelled); and
- thirdly, of the D1 Credit Facility, for 50% of these proceeds.

➢ Undertaking to use certain net proceeds from capital increases to repay loans

ORPEA S.A. will undertake that the net proceeds of the Groupement Capital Increase will be used for the early redemption:

- firstly, of the D3 Credit Facility (until it has been fully repaid and cancelled); and
- secondly, of the D2 Credit Facility (until it has been fully repaid and cancelled).

➢ Undertakings relating to all net proceeds from the disposal of real estate assets

ORPEA S.A. will undertake that the net proceeds of the disposals received by it or its subsidiaries from the date of the Milestone Agreement will be used for the early redemption of the D2 Credit Facility and the D3 Credit Facility.

➢ Undertaking to maintain an N94/95 LTV ratio

ORPEA S.A. Niort 94 and Nort 95 will undertake that the N94/95 LTV ratio will not exceed 55% as of 31 December 2023 and 50% as of 31 December of each subsequent year, the "**N94/95 LTV Ratio**" being defined as follows

- "N94/95 LTV Ratio" means the ratio of N94/95 Consolidated Debt to N94/95 Gross Asset Value.
- "N94/95 Consolidated Debt" means, as of the relevant test date:
  - the total principal amount of external financial indebtedness outstanding (including the Credit Facilities and financal leases, but excluding current account advances (*avances en compte courant*) and intra-group loans which are subordinated[8] and excluding financial indebtedness incurred under any cash pooling agreement at Groupe level) of Niort 94, Niort 95 and their subsidiaries identified as being included in this calculation (the "**LTV Subsidiaries**").
- "N94/95 Gross Asset Value" means the total gross value of the assets held by Niort 94, Niort 95 and the LTV Subsidiaries (excluding PMLs and minority interests if no third party valuation is available), valued by independent third parties.

### 1.1.4. Amendment to the June 2022 financing documentation

Pursuant to the Milestone Agreement, ORPEA S.A. and the Lenders have agreed to make certain amendments to the Existing Credit Agreement in connection with the financial and shareholder restructuring of ORPEA S.A. (the "**Amendment Agreement**"). The Amendment Agreement will come into force as of the Groupement Capital Increase.

As a reminder, the principal amounts made available and the amounts drawn at 31 December 2022 under the existing credit facility are as follows:

| | **A Credit Facility** | | | **B Credit Facility** | **C1/C2 Credit Facility** |
|---|---|---|---|---|---|
| | **A1 Credit Facility** | **A2/A3 Credit Facility** | **A4 Credit Facility** | | |

[8] Any payment or repayment under the intercompany loans will be strictly subject to the terms of the Subordination Agreement.

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| Principal amount | 700 million euros | 600 million euros | 200 million euros | 229 million euros | 1,500 million euros |
| Amount drawn at 31 December 2022 | 700 million euros | 600 million euros | 200 million euros | 227.4 million euros | 1,500 million euros |

The main terms of the Amendment Agreement can be summarized as follows:

| | **Credit A** | | | **B Credit Facility** | **C1/C2 Credit Facility** |
|---|---|---|---|---|---|
| | **A1 Credit Facility** | **A2/A3 Credit Facility** | **A4 Credit Facility** | | |
| ***Margin*** | 2.00% per year | | | | |
| ***Maturity date*** | 31 December 2027 with the following maturity dates per sub-tranche to reflect the Depreciations as set forth below | | | 31 December 2027 | 31 December 2027 |
| | 31 December 2027 (or, in the event of First Net Disposal Proceeds (as defined below), 31 October 2026) | 31 December 2027 | 31 December 2023 | | |
| ***Depreciation*** | - 31 October 2024: 200 million euros<br>- 31 October 2025: 200 million euros<br>This maturity will be increased by the total amount of the net disposal proceeds received by the Groupe after the date on which the Amendment Agreement becomes effective (the "**Effective Date**") up to 100 million euros (the "**First Net Disposal Proceeds**").<br>- 31 October 2026: 200 million euros | At maturity | 31 December 2023: 200 million euros | At maturity | At maturity |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | |

- Annual cash sweep based on disposals

ORPEA S.A. will undertake to make mandatory prepayments on 30 June of each year N (and for the first time on 30 June 2025) under the A1 Credit Facility, the A2/A3 Credit Facility and the B Credit Facility in an amount equal to:

- 75% of the net proceeds from the disposal of operating and real estate assets (as described above with respect to the Existing Credit Agreement) received by the members of the Groupe since the Effective Date and until December 31 of the year N-1; less
- the total amount of Depreciations, voluntary early redemptions and mandatory early redemptions (plus any First Net Disposal Proceeds received by any member of the Group, even if not yet used for the early redemption of the Credit Facilities) from the Effective Date to December 31 of year N-1,

it being specified that this amount will be reduced to the extent necessary to ensure that the Groupe's Liquidity (as defined below) pro forma for this early redemption is at least equal to 300 million euros until 31 December of year N.

Such early redemption shall be applied in chronological order of the scheduled depreciations under the A1 Credit Facility, the A2/A3 Credit Facility and the B Credit Facility (*pari passu* and on a *pro rata* basis for depreciations falling on the same date).

- Net proceeds from subscriptions to new debt issues on the capital markets

In accordance with the Existing Credit Agreement, provided that such prepayment is applied to the payment of Depreciations in chronological order under the A1 Credit Facility, the A2/A3 Credit Facility and the B Credit Facility (*pari-passu* and pro rata to the Depreciations occurring on the same date).

- Minimum cash / undrawn facilities

Pursuant to the Existing Credit Agreement, provided that:

- (i) the aggregate amount of all immediately available and undrawn facilities (excluding the D2 Credit Facility and the D3 Credit Facility) of the Groupe under the Groupe's existing financings will be added to (ii) the Groupe's cash and cash equivalents to test the 300 million euros undertaking (tested from the first calendar quarter following the entry into force of the Amendment Agreement) (the sum of (i) and (ii) being defined as the "**Groupe Liquidity**"); and
- it will first apply on the last day of the first calendar half-year ending after the Effective Date.

- Undertakings to sell

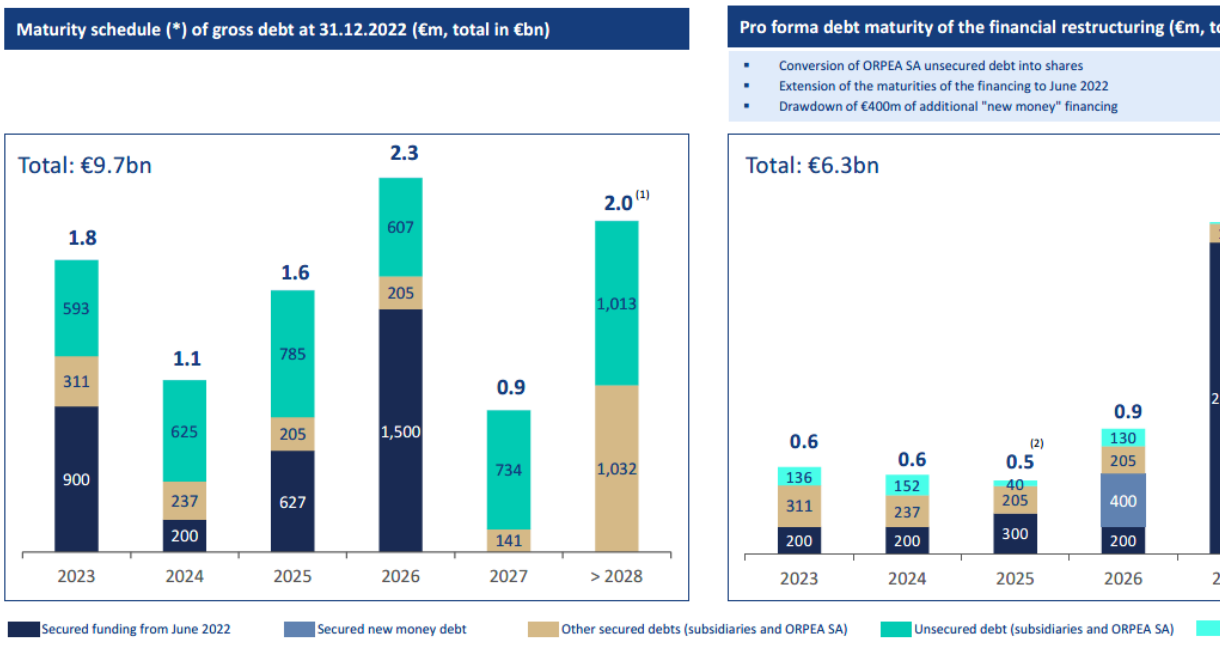
Undertakings to dispose of 1.25 billion euros of real estate assets (gross value excluding transfer duties) by 31 December 2025.

### 1.1.5. Impact of financial restructuring on the balance sheet structure

| In €M | Pre-restructuring, as at 31 December 2022[1] | | | Pro forma of restructuring (debt conversion in Shares) as at 31 December 2022[2] | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Orpea SA | Sub. | Group | Orpea SA | Sub. | Group |
| Jun-22 Financing | 3,227 | - | 3,227 | 3,227 | - | 3,227 |
| Secured Debt (excl. Jun-22 Financing) | 321 | 1,779 | 2,101 | 321 | 1,779 | 2,101 |
| Partially secured EuroPP | 32 | - | 32 | 32 | - | 32 |
| **Total Secured Debt** | **3,580** | **1,779** | **5,359** | **3,580** | **1,779** | **5,359** |
| Listed Bonds | 1,400 | - | 1,400 | - | - | - |
| Bank Debt | 155 | 398 | 553 | - | 398 | 398 |
| Unsecured EuroPP | 698 | - | 698 | - | - | - |
| Schuldschein | 1,570 | 136 | 1,705 | - | 136 | 136 |
| **Total Unsecured Debt** | **3,823** | **534** | **4,357** | **-** | **534** | **534** |
| **Total Debt** | **7,403** | **2,314** | **9,716** | **3,580** | **2,314** | **5,894** |
| **Cash and Cash Equiv.[2]** | | | **(856)** | | | **(2,406)** |
| **Net Financial Debt** | | | **8,860** | | | **3,487** |

Notes:
1 Unaudited figures based on Cash flow and Financial Debt as of 31 December 2022
2 Additional "new money" funding not reflected

## 1.1.6. Maturity of gross financial debt




*(*) Excluding IFRS reclassification to short term debt due to breach of R1/R2 covenants as at 31.12.2022*

Notes:
1 Assumption of long-term renewal of the factoring line of €128M. It is included in the column '> 2028'
2 Repayment of additional principal of € 100 million in 2025 upon receipt of net proceeds of sale of € 100 million

## 1.2 NATURE, CLASS AND DIVIDEND ENTITLEMENT OF THE SECURITIES OFFERED AND ADMITTED TO TRADING

**Nature of the securities for which admission to trading is requested**

The New Shares will be ordinary shares of the same class as the existing shares of the Company. They will carry current dividend rights and will be entitled, as from their issue, to all distributions decided by the Company as from that date.

The New Shares will be admitted to trading on Euronext Paris (compartment A). They will be immediately assimilated to the existing shares of the Company already traded on Euronext Paris, and will be negotiable on the same quotation line, under the same ISIN code FR0000184798.

## 1.3 APPLICABLE LAW AND COMPETENT COURTS

The New Shares will be issued under French law and the courts having jurisdiction in the event of litigation are those of the registered office of the Company when the Company is a defendant and are designated according to the nature of the litigation, unless otherwise provided for in the French Code of Civil Procedure (*Code de procédure civile*) and/or the French Commercial Code (*Code de commerce*).

## 1.4 FORM AND METHOD OF REGISTRATION OF THE SHARES

**Shareholders currently holding their shares in bearer form should be aware of the need to request that their shares be converted into pure registered form (*nominatif pur*) if they wish the New Shares that they would subscribe for on an irreducible basis (*à titre irréductible*) in the context of the Equitization Capital Increase to be taken into account when exercising, if applicable, the priority right that would be offered to them in the context of the Groupement Capital Increase in the event of an unfavorable vote of the Accelerated Safeguard Plan by the class of affected shareholders, and the implementation of a cross-class cram-down with respect to the class of shareholders decided by the Commercial Court.**

**It is reminded that the priority subscription right to the Groupement Capital Increase will only benefit to the Existing Shareholders whose shares are evidenced by book entries (*inscrits en compte*) at the Existing Shareholders Record Date.**

**If the shares are not held in pure registered form (*nominatif pur*), the Company will not be in a position to verify the number of shares subscribed for by the Existing Shareholders upon exercise of their preferential subscription rights in the context of the Equitization Capital Increase and will therefore be unable to take them into account for the purposes of the priority right of the Existing Shareholders holding their shares in administered registered form (*forme nominative administrée*) or bearer form (*au porteur*).**

In this document, "**Existing Shareholders**" means the holders of the shares of the Company as of the Opening date of the Accelerated Safeguard Procedure who are members of the Shareholder Class, as well as their successive transferees who would be on record on or prior to the Existing Shareholders Record Date.

## 1.5 AUTHORIZATIONS

The approval of the Accelerated Safeguard Plan by the class of shareholders of the Company, in classes of affected party, will entail the approval by the class of shareholders of all of the resolutions included in Appendix 7 of the Accelerated Safeguard Plan published on the Company's website (www.orpea-group.com), delegating powers to the Company's Board of Directors for the purpose of carrying out the Capital Increases and the various transactions on the Company's share capital described herein.

In the event of non-approval of the Company's Accelerated Safeguard Plan by the class of shareholders and of cross-class cram-down with respect to the class of shareholders in accordance with Article L.626-32 of the French Commercial Code (*Code de commerce*), the judgment approving the plan of the Accelerated Safeguard Plan of the Specialized Commercial Court of Nanterre, to which the court will be requested to annex all of these resolutions, will entail the delegation of authority to the Board of Directors to carry out the Capital Increases and other changes in the share capital under the conditions described in each of these resolutions.

## 1.6 RESTRICTIONS ON THE FREE NEGOTIABILITY OF THE NEW SHARES

No statutory clause limits the free negotiability of the New Shares.

## 2. RISK FACTORS

### 2.1 THE CAPITAL INCREASES MAY NOT BE COMPLETED

The effective implementation of the Capital Increases in the context of the Accelerated Safeguard Plan remains subject to the following main conditions precedent:

- The approval of the Accelerated Safeguard Plan by the Commercial Court of Nanterre;
- The approval by the *Autorité des Marchés Financiers* of the prospectuses relating to the planned capital increases;
- The granting by the Groupement of a waiver by the *Autorité des Marchés Financiers* on 25 May 2023, from the obligation to file a public offer for the Company's shares as a result of the financial restructuring, cleared of any appeal to the Paris Court of Appeal (it should be noted that the *Autorité des marchés financiers* granted such waiver to the Groupement on 25 May 2023).; and
- Obtaining other necessary regulatory approvals, if any.

In the event of non-fulfillment of one or more of the aforementioned conditions precedent, which would prevent the implementation of the Capital Increases, the Company considers that it would not have sufficient financial resources to enable it to meet its obligations, and therefore its liquidity needs, for the next 12 months. As a result, the Groupe could be subject to judicial reorganisation (*redressement judiciaire*) and/or judicial liquidation (*liquidation judiciaire*) through, if necessary, the implementation of a disposals plan. If such proceedings were to be initiated, the parties assigned a lower rank than the secured debt holders would recover a smaller portion of the final disposals proceeds than they would recover under the safeguard plan (*plan de sauvegarde*).

See note 1.1 (*Liquidity risks and continuity of operations*) to the consolidated financial statements for the year ended 31 December 2022 published on the Company's website (www.orpea-groupe.com).

### 2.2 THE EXISTING SHAREHOLDERS WILL SUFFER A SIGNIFICANT DILUTION OF THEIR STAKE IN THE COMPANY'S SHARE CAPITAL AS A RESULT OF THE COMPLETION OF THE CAPITAL INCREASES

**The implementation of the Capital Increases under the financial restructuring plan, which are expected to be implemented in the second half of 2023, will result in massive dilution for Existing Shareholders.**

**In addition, Existing Shareholders who would like to maintain their current stake in the share capital after the Capital Increases by subscribing to them, will have to invest significant amounts in the subscription of the New Shares.**

Thus, the Existing Shareholders will hold, after the completion of the Capital Increases and if they decide not to exercise their preferential subscription rights and, as the case may be, their priority right, (i) 0,4% of the Company's share capital in the event of approval of the Company's Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties or (ii) 0.04% of the Company's share capital in the event of non-approval of the Company's Accelerated Safeguard Plan by at least one of the classes of affected parties.

As an indication, an Existing Shareholder holding 1% of the share capital of the Company (i.e. 646,938 shares, based on the number of shares comprising the Company's share capital at 30 April 2023) would see its shareholding decrease, following the completion of the Capital Increases, to (in case of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by the shareholder class and implementation of a cross-class cram-down with respect to the shareholder class decided by the Commercial Court, implying a priority right open to the Existing Shareholders during the Groupement Capital Increase) (see also section 4.2 hereof for a presentation of the dilution in the other scenarios of approval of the plan):

| | Share of capital (in %) | | | |
|---|---|---|---|---|
| | No exercise of its preferential subscription rights by the shareholder | Exercise of its preferential subscription rights in the Equitization Capital Increase, no exercise of its priority right in the Groupement Capital Increase and no exercise of its preferential subscription rights in the Rights Issue:<br><br>646,291,062 New Shares subscribed in total, for a total subscription price of 38,842,093 euros (to be compared with a current holding valued at 1,446,553 euros based on the closing price on 25 May 2023) | Exercise of its preferential subscription rights in the Equitization Capital Increase, exercise of its priority right in the Groupement Capital Increase and no exercise of its preferential subscription rights in the Rights Issue:<br><br>1,298,021,150 New Shares subscribed in total, for a total subscription price of 50,442,888 euros (to be compared with a current holding valued at 1,446,553 euros based on the closing price on 25 May 2023) | Exercise of its preferential subscription rights in the Equitization Capital Increase, exercise of its priority right in the Groupement Capital Increase and exercise of its preferential subscription rights in the Rights Issue:<br><br>1,591,268,776 New Shares subscribed in total, for a total subscription price of 54,343,082 euros (to be compared with a current holding valued at 1,446,553 euros based on the closing price on 25 May 2023) |
| Before the issuance of 159,127,009,260 New Shares in the context of the Capital Increases | 1,000% | 1,000% | 1,000% | 1,000% |
| After the issuance of the 64,629,157,149 New Shares in the context of the Equitization Capital Increase | 0,0010% | 1,000% | 1,000% | 1,000% |
| After the issuance of the 64,629,157,149 New Shares in the context of the Equitization Capital Increase and the 65,173,064,696 New Shares in the context of the Groupement Capital Increase | 0,0005% | 0,4982% | 1,000% | 1,000% |
| After the issuance of the 64,629,157,149 New Shares in the context of the Equitization Capital Increase, of the 65,173,064,696 New Shares in the context of the Groupement Capital Increase and of the 29,324,787,415 New Shares in the context of the Rights Issue | 0,0004% | 0,4064% | 0,8158% | 1,000% |

If Existing Shareholders choose to sell their preferential subscription rights allocated in the Equitization Capital Increase and in the Rights Issue, the proceeds of this sale could be insufficient to compensate for this dilution.

### 2.3 IN VIEW OF THE VERY LARGE NUMBER OF SHARES ISSUED IN THE CONTEXT OF THE CAPITAL INCREASES, SALES OF A SIGNIFICANT NUMBER OF SHARES COULD OCCUR RAPIDLY FROM THE DATE OF COMPLETION OF THE CAPITAL INCREASES, OR SUCH SALES COULD BE ANTICIPATED BY THE MARKET, WHICH COULD HAVE AN ADVERSE IMPACT ON THE MARKET PRICE OF THE SHARE

Given the very large number of shares issued in the context of the capital increases, sales of a significant number of shares could occur rapidly from the date of completion of the capital increases, or such sales could be anticipated by the market, which could have an adverse impact on the market price of the share.

This could have a significant negative impact on the market price of the share and/or the preferential subscription rights.

The Company cannot predict the possible effects on the market price of the shares and preferential subscription rights of sales of shares and preferential subscription rights. The Company's share price could be permanently affected and the Groupe's financing by the market could become more difficult in the medium to long term.

## 2.4 THE VOLATILITY OF THE COMPANY'S SHARES COULD BE SIGNIFICANT AND THE LIQUIDITY OF THE COMPANY'S SHARES COULD BE REDUCED

Stock markets have experienced significant fluctuations in recent years that have often been unrelated to the performance of the companies whose shares are admitted to trading. Market fluctuations and economic conditions could increase the volatility of the Company's shares. The low share value of the Company's shares prior to the completion of the proposed reverse split may also increase the volatility of the Company's shares. The market price of the Company's shares and the liquidity of the market for the Company's shares could fluctuate significantly in response to various factors and events, including the risk factors described in the Company's Universal Registration Document. If the closing price on the settlement date of the Capital Increases were to be significantly different from the subscription price of the Capital Increases, the Company would have to recognize an expense or income likely to have a significant impact on the Company's consolidated net income under IFRS.

Securities listed on Euronext Paris have experienced significant volatility that has had a negative impact on the market prices of the securities and that may be unrelated to the economic performance or prospects of the companies to which the securities relate. Financial markets are affected by many factors, such as the supply of and demand for securities, general economic and political conditions, changes in or expectations of interest rates and inflation rates, currency fluctuations, commodity prices, changes in investor sentiment and extraordinary events (such as terrorist attacks or natural disasters). Any of these factors could affect the market price of the shares.

# 3. TERMS AND CONDITIONS OF THE ADMISSION OF NEW SHARES

## 3.1 EQUITIZATION CAPITAL INCREASE

### 3.1.1 Conditions of the issue of the New Shares in the context of the Equitization Capital Increase

The Equitization Capital Increase will be carried out with shareholders' preferential subscription rights, as follows:

(i) in case of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties, 99 New Shares for 1 existing share with a nominal value of 0.01 euro each (taking into account the First Capital Reduction), at a price of 0.6067 Euro per share (i.e. 0.01 Euro nominal value and 0.5967 Euro share premium), without taking into account fractional shares;

(ii) in the event of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by at least one of the classes of affected parties, 999 New Shares for 1 existing share with a nominal value of 0.01 euro each (taking into account the First Capital Reduction), at a price of 0.0601 Euro per share (i.e. 0.01 Euro nominal value and 0.0501 euro share premium), without taking into account fractional shares.

Each shareholder will receive one preferential subscription right per share registered in his securities account on the Existing Shareholders Record Date. The preferential subscription rights will be negotiable.

In the event of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties, 1 preferential subscription right will give the right to subscribe for 99 New Shares with a nominal value of 0.01 euro each.

In the event of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by at least one of the classes of affected parties, 1 preferential subscription right will give the right to subscribe for 999 New Shares with a nominal value of 0.01 euro each.

Preferential subscription rights which have not been exercised at the end of the subscription period will be automatically void.

The free share allocation plans whose shares are in the vesting period will not give rise to the granting of preferential subscription rights.

***Suspension of the right to exercise stock options, performance shares and free shares granted under the terms of the Company's current plans***

The right to exercise all the allocation rights attached to the free shares allocated under the terms of the Company's plans currently in force will be suspended in accordance with the legal and regulatory provisions and the dispositions of the regulations of the free share allocation plans. This suspension will be published in the *Bulletin des Annonces Légales Obligatoires* (BALO).

***Suspension of the right to exercise the bonds convertible into and/or exchangeable for new and/or existing shares***

It is specified that the Convertible Unsecured Indebtedness only give the right to shares of the Company under the conditions provided for in the Accelerated Safeguard Plan, and that following the implementation of the transactions provided for in the Accelerated Safeguard Plan, there will no longer be any Convertible Unsecured Indebtedness (the claims of the holders thereof being settled in accordance with paragraph 3.1.10 hereof).

***Preservation of the rights of beneficiaries of free share plans***

The rights of the beneficiaries of free shares under all performance share plans will be preserved in accordance with legal and regulatory provisions and with the provisions of the regulations of the free share plans respectively.

***Preservation of the rights of holders of bonds convertible and/or exchangeable for new and/or existing shares***

It is specified that the Convertible Unsecured Indebtedness only give the right to shares of the Company under the conditions provided for in the Accelerated safeguard plan, and that following the implementation of the transactions provided for in the Accelerated safeguard plan, there will no longer be any Convertible Unsecured Indebtedness (the claims of the holders thereof being settled in accordance with what is described in paragraph 3.1.10 hereof).

### 3.1.2 Amount of the issue

The maximum total amount (including share premium) of the Equitization Capital Increase shall be equal to (x) the total amount in Euros in principal of the Company's unsecured indebtedness (i.e., 3,822,719,247 euros) plus (y) 70% of the total amount of accrued but not yet due interest on the Unsecured Indebtedness on or before 24 March 2023 (excluded), i.e., 24 871 699 euros and (z) the amount of accrued or due interest on the unsecured indebtedness between 24 March 2023 (inclusive) and the date of adoption of the Accelerated Safeguard Plan by the Specialized Commercial Court of Nanterre (included). Assuming that the Accelerated Safeguard Plan is adopted by the Specialized Commercial Court of Nanterre on 24 July 2023 (i.e., at the end of the four-month period following the date of the judgment opening the accelerated safeguard proceedings on 24 March 2023), the maximum total amount of the capital increase would thus be 3,886,205,875 euros.

If the subscriptions on an irreducible basis (*à titre irréductible*) have not absorbed the totality of the issue, the unsubscribed shares will be subscribed for by way of set-off by the Unsecured Creditors.

### 3.1.3 Subscription period and procedure

3.1.3.1 Subscription and trading period for preferential subscription rights

The dates of the share subscription period and the preferential subscription rights trading period will be indicated in the prospectus relating to the Equitization Capital Increase, which will be submitted to the AMF for approval.

The subscription for the New Shares is reserved, by preference:

- for the holders of existing shares recorded in their securities account before detachment of the preferential subscription right;
- for the transferees of preferential subscription rights.

Holders of preferential subscription rights may subscribe on an irreducible basis (*à titre irréductible*) for:

(i) in case of approval of the Accelerated safeguard plan by each of the classes of affected parties, 99 New Shares for 1 existing share owned (1 preferential subscription right will allow to subscribe for 99 New Shares at a total price of 60.0633 euros).

(ii) in case of non-approval of the Accelerated safeguard plan by at least one of the classes of affected parties, 999 New Shares for 1 existing share owned (1 preferential subscription right will allow to subscribe for 999 New Shares at a total price of 60.0399 euros).

There will be no possibility to subscribe for the Equitization Capital Increase on a reducible basis (*à titre réductible*).

***Theoretical value of the preferential subscription right and of the share - Discounts of the subscription price of the New Shares compared to the stock market price of the share and compared to the theoretical value of the share ex-right***

Information on the theoretical value of the preferential subscription right and of the ex-rights share will be given in the prospectus relating to the Equitization Capital Increase in order to provide investors with

the usual information calculated on the basis of the closing price of the Company's share on the day before the approval of the prospectus by the *Autorité des Marchés Financiers*.

These values do not prejudge the value of the preferential subscription right during the period of trading of the preferential subscription rights, nor the value of the share ex-rights, nor the discounts, as they will be observed on the market.

3.1.3.2 Procedure for the exercise of preferential subscription rights

Preferential subscription rights will be negotiable on Euronext.

In the event of a transfer of the preferential subscription right detached from an existing share, the transferor of the preferential subscription right will be divested of it in favor of the transferee who, for the exercise of the preferential subscription right thus acquired, will be purely and simply substituted for the owner of the existing share in all rights and obligations.

Preferential subscription rights which have not been exercised at the end of the subscription period will be automatically void.

3.1.3.3 Preferential subscription rights detached from the Company's treasury shares

In accordance with Article L.225-206 of the French Commercial Code (*Code de commerce*), the preferential subscription rights attached to treasury shares will be sold on the stock market in accordance with applicable law.

3.1.3.4 Timetable

The public will be informed of the indicative timetable by means of a press release issued by the Company and published on its website and a notice issued by Euronext. The indicative timetable will also be included in the prospectus relating to the Equitization Capital Increase, which will be submitted to the AMF for approval.

### 3.1.4 Revocation / Suspension of the offer

The issue of the New Shares is subject to a subscription guarantee by way of set-off by all the unsecured creditors of the Company in the context of the Accelerated Safeguard Plan, thus ensuring the completion of the capital increase.

### 3.1.5 Reduction of the subscription

The issue of the New Shares is carried out with preferential subscription right. The shareholders will be able to subscribe on an irrevocable basis (*à titre irréductible*) at the rate of 99 New Shares for 1 existing share in case of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties or 999 New Shares for 1 existing share in case of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by at least one of the classes of affected parties, without their orders being able to be reduced.

The shareholders will not be able to subscribe for shares on a reducible basis (*à titre réductible*).

### 3.1.6 Undertakings and subscription intentions of the Company's main shareholders or members of its administrative or management bodies

The company is not aware of the intention of shareholders holding more than 5% of the capital or members of its administrative or management bodies to participate in the Equitization Capital Increase.

### 3.1.7 Pre-allocation information

The issue being carried out with preferential subscription right, the holders of preferential subscription rights as well as the transferees of these rights, who will have exercised them under the required conditions, will be assured of subscribing, without any possibility of reduction:

(i) in case of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties, 99 New Shares with a nominal value of 0.01 euro, at a share price of 0.6067 euro, for the exercise of 1 preferential subscription right, or

(ii) in the event of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by at least one of the classes of affected parties, 999 New Shares with a nominal value of 0.01 euro, at a share price of 0.0601 euro, for the exercise of 1 preferential subscription right.

#### 3.1.8 Notification to subscribers

Subscribers having placed orders on an irreducible basis (*) titre irréductible*) will be assured, subject to the effective realization of the Capital Increase, of receiving the number of New Shares they have subscribed for.

#### 3.1.9 Subscription price

The subscription price will be:

(i) in the event of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties, 0.6067 euro per share, of which a par value of 0.01 euro per share and 0.5967 euro share premium;

(ii) in the event of non-approval of the Accelerated safeguard plan by at least one of the classes of affected parties, 0.0601 euro per share, of which a par value of 0.01 euro per share and 0.0501 euro share premium.

At the time of subscription, the price per share subscribed for, representing the entirety of the nominal value and the share premium, must be paid in full by payment in cash or, as set out in paragraphe 3.1.10 below, by offsetting against liquid and due claims on the Company.

Subscriptions that have not been fully paid up will be cancelled by operation of law without the need for a formal notice.

#### 3.1.10 Guarantee of the Unsecured Creditors ("*backstop*")

Each of the Unsecured Creditors will undertake, in accordance with the Accelerated safeguard plan, to guarantee the Equitization Capital Increase, by offsetting its claims against the nominal amount of the issue that would not have been subscribed for by the holders of preferential subscription rights on an irreducible basis (*à titre irréductible*) in proportion to the principal amount of Unsecured Indebtedness that it will hold in relation to the total principal amount of the Company's Unsecured Indebtedness and rounded down to the next lower whole number of shares.

### 3.2 GROUPEMENT CAPITAL INCREASE

The characteristics of the Groupement Capital Increase will differ depending on the votes on the Accelerated safeguard plan by the class of shareholders meeting in a class of affected parties class on 16 June 2023.

Thus:

- In case of approval of the Accelerated Safeguard Plan by the class of shareholders, and even if one or more other classes of affected parties vote against it, the Groupement Capital Increase shall consist in a capital increase reserved for named persons, for the benefit of the members of the Groupement (described in paragraph 3.2.1 below).

- In the event of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by the class of shareholders, and even if one or more other classes of affected parties vote favorably (in the event of a cross-class cram-down pursuant to Article L.626-32 of the French Commercial Code (*Code de commerce*)), the Groupement Capital Increase will consist in a capital increase reserved for named persons, for the

benefit of the members of the Groupement, with a priority right to the issue of the New Shares for the Existing Shareholders (see paragraph 3.2.2 below).

### 3.2.1 Approval of the Accelerated Safeguard Plan by the class of shareholders: Groupement Capital Increase consisting in a capital increase reserved for named persons, for the benefit of the members of the Groupement

3.2.1.1 Amount of the issue

The total amount of the issue of the New Shares, including the share premium, amounts to:

(i) in the event of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties, 1,158,777,088 euros (of which a par value of 65,173,064.56 euros and 1,093,604,023.32 euros share premium) corresponding to the product of the number of New Shares issued, i.e., 6,517,306,456 New Shares, multiplied by the subscription price of one New Share, i.e., 0.1778 euro (consisting of a par value of 0.01 euro and 0.1678 euro share premium);

(ii) in the event of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by at least one of the classes of affected parties (other than the class of shareholders), 1,160,080,552 euros (of which a par value of 651,730,646.96 euros and 508,349,904.63 euros of share premium) corresponding to the product of the number of New Shares issued, i.e. 65,173,064,696 New Shares, multiplied by the subscription price of one New Share, i.e. 0.0178 euro (consisting of a par value of 0.01 euro and 0.0078 euro share premium).

3.2.1.2 Indicative timetable

The public will be informed of the indicative timetable by means of a press release issued by the Company and published on its website and a notice issued by Euronext. The indicative timetable will also be included in the prospectus relating to the Groupement Capital Increase, which will be submitted to the approval of the AMF.

3.2.1.3 Revocation/Suspension of the operation

The issue of the New Shares is subject to a subscription undertaking by the Groupement, which has undertaken to subscribe for New Shares up to 100% of the Groupement Capital Increase.

3.2.1.4 Reduction of the subscription

Not applicable.

3.2.1.5 Minimum and/or maximum amount of a subscription

Not applicable.

3.2.1.6 Revocation of subscription orders

Not applicable.

3.2.1.7 Subscription undertaking

The members of the Groupement have undertaken in the context of the Lock-Up Agreement and will undertake under the Accelerated Safeguard Plan to subscribe for the Groupement Capital Increase (directly or through a person controlled by the relevant member of the Groupement, within the meaning of Article L.233-3, I of the French Commercial Code (*Code de commerce*)) in the following proportions and amounts:

| **Name of the beneficiary** | **Nominal amount of the subscription** | **Total amount of the subscription (including share premium)** | **Corresponding number of new shares** |
|---|---|---|---|

| | **If the Company's Accelerated Safeguard Plan is approved by each of the classes of affected parties** | **In the event of non-approval of the Company's Accelerated Safeguard Plan by at least one of the classes of affected parties** | **If the Company's Accelerated safeguard plan is approved by each of the classes of affected parties** | **In the event of non-approval of the Company's Accelerated Safeguard Plan by at least one of the classes of affected parties** | **If the Company's Accelerated Safeguard Plan is approved by each of the classes of affected parties** | **In the event of non-approval of the Company's Accelerated Safeguard Plan by at least one of the classes of affected parties** |
|---|---|---|---|---|---|---|
| La Caisse des Dépôts et Consignations | 29,099,412.59 euros | 290,994 126.50 euros | 517,387,555.85 euros | 517,969,545.17 euros | 2,896,580,647 | 28,965,806,532 |
| Mutuelle Assurance des Instituteurs de France | 19,239,281.05 euros | 192,392,810.91 euros | 342,074,417.07 euros | 342,459,203.42 euros | 1,931,053,765 | 19,310,537,688 |
| CNP Assurances | 7,214,730.39 euros | 72,147,304.09 euros | 128,277,906.33 euros | 128,422,201.28 euros | 724,145,162 | 7,241,451,633 |
| MACSF Epargne Retraite | 9,619,640.53 euros | 96,196,405.46 euros | 171,037,208.62 euros | 171,229,601.72 euros | 965,526,882 | 9,655,268,843 |
| **TOTAL** | **65,173,064.56 euros** | **651,730,646.96 euros** | **1,158,777,087.88 euros** | **1,160,080,551.59 euros** | **6,517,306,456** | **65,173,064,696** |

The subscription amounts of the members of the Groupement will be, if need be, reduced in proportion to their respective undertakings in case of exercise of the priority right, under the conditions described below.

3.2.1.8 Subscription price of the New Shares

The subscription price of the New Shares in the context of the Groupement Capital Increase is:

(i) in the event of approval of the Company's accelerated safeguard plan by each of the classes of affected parties, 0.1778 euro per share, i.e., with a par value of 0.01 euro and 0.1678 euro in share premium per new share. This price represents a discount of 92.0% to the closing price of the share on 25 May 2023; a discount of 93.2% to the weighted average share price over the last three months; a discount of 95.0% to the weighted average share price over the last six months; and a discount of 97.7% to the weighted average share price over the last twelve months;

(ii) in the event of non-approval of the Company's accelerated safeguard plan by at least one of the classes of affected parties, 0.0178 euro per share, i.e., with a par value of 0.01 euro and 0.0078 euro in share premium per new share. This price represents a discount of 99.2% to the closing price of the share on 25 May 2023; a discount of 99.3% to the weighted average share price over the last three months; a discount of 99.5% to the weighted average share price over the last six months and a discount of 99.8% to the weighted average share price over the last twelve months.

At the time of subscription, the subscription price, representing the entirety of the nominal value and the share premium, will have to be fully paid up in cash.

### 3.2.2 Non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by the class of shareholders: Groupement Capital Increase consisting of a capital increase reserved for named persons, for the benefit of the members of the Groupement, with priority right to the issue of New Shares for the Existing Shareholders

In the event of an unfavorable vote by the shareholder class and where a cross-class cram-down pursuant to Article L.626-32 of the French Commercial Code (*Code de commerce*) is decided by the Specialized Commercial Court of Nanterre with respect to the shareholder class, the judgment approving the safeguard plan of the Specialized Commercial Court of Nanterre shall entail approval of the amendments to the bylaws provided for therein and will serve as a delegation of powers to the Board of Directors (with the right to sub-delegate under the applicable legal and regulatory conditions) for the purpose of carrying out a capital increase with cancellation of preferential subscription rights reserved for the members of the Groupement in accordance with the characteristics described in paragraph 3.2.1 above, with a priority right for the Existing Shareholders under the conditions laid down in Article L.22-10-51 of the French Commercial Code (*Code de commerce*).

Such priority right will have the following characteristics:

- such priority right, which is non-negotiable and non-transferable, shall be exclusively reserved for the Existing Shareholders (i.e., the shareholders whose shares are evidenced by book-entries (*inscrits en compte*) prior to the Equitization Capital Increase, on the Existing Shareholders Record Date); for the avoidance of doubt, the Unsecured Creditors whose Unsecured Indebtedness would have been converted into Shares at the time of the Equitization Capital Increase shall not benefit from this priority right in respect of the Shares subscribed for in the context of the Equitization Capital Increase;

- the Existing Shareholders shall benefit from this priority right on the basis of the number of Shares held by them on the Existing Shareholders Record Date, adding to it, if applicable and subject to the abovementioned conditions relating to the holding of Shares in pure registered form (*nominatif pur*), the Shares that they may have subscribed for in the context of the Equitization Capital Increase by exercising on an irreducible basis (*à titre irréductible*) the preferential subscription rights detached from the Shares they held on the Existing Shareholders Record Date;

- such priority right shall not benefit:

  (i) to the shares of the Company that would be subscribed for by Existing Shareholders beyond the proportion of the share capital they hold prior to the implementation of the Equitization Capital Increase (for example, in case of acquisition of preferential subscription rights, and of exercise of these rights),

  (ii) nor to the New Shares that would be subscribed for by Existing Shareholders who would also have the status of Unsecured Creditors, due to the conversion of their Unsecured Indebtedness in the context of the completion of the Equitization Capital Increase;

- in case of exercise of the priority right, the New Shares will be subscribed for at the same price as those to be subscribed for by the members of the Groupement in the context of the Groupement Capital Increase;

- in order to be able to take into account the number of Shares that may have been subscribed for in the context of the Equitization Capital Increase by the Existing Shareholders registered on the Existing Shareholders Record Date and to determine the total number of Shares on the basis of which the priority right in respect of the Groupement Capital Increase may be exercised, the Existing Shareholders shall hold their shares in pure registered form (*nominatif pur*), which means that the Existing Shareholders currently holding their shares in bearer form shall request their financial intermediaries to apply for the registration of these shares in pure registered form

(*nominatif pur*), within a timeframe to be communicated by the Company at a later date, and in any event before the launch of the Equitization Capital Increase;

- this priority right will be exercisable for a period of at least 3 business days as from the use of the delegation relating to the Groupement Capital Increase and will not be transferable;

- in practice, this priority right will only benefit Existing Shareholders whose shares are evidenced by book entries (*inscrits en compte*) on the Existing Shareholders Record Date, which will also be the date on which the Existing Shareholders whose shares are evidenced by book entries (*inscrits en compte*) will be granted preferential subscription rights which will enable them to subscribe for the Equitization Capital Increase;

- there will be no subscription on a reducible basis (*à titre réductible*) in the context of the priority right. Consequently, shareholders will not be able to subscribe beyond the number of shares to which they are entitled pursuant to the exercise of the priority right as described above;

- if, for each Existing Shareholder, the exercise of priority rights results in a number of shares other than a whole number, then the maximum number of shares to which such Existing Shareholder may subscribe shall be rounded down to the nearest whole number, but shall not be less than 1 share;

- the amount of the subscriptions of the members of the Groupement in respect of their subscription undertakings will be reduced up to an amount equal to the amount of the subscriptions to the capital increase made, if need be, by the shareholders exercising their priority right according to the methods described above, between the members of the Groupement in proportion to their subscription undertakings;

- the New Shares not subscribed for within the priority period by the shareholders will be subscribed for by the Groupement.

#### 3.2.2.1 Terms and conditions of the shareholders' priority right in the context of the Groupement Capital Increase

If a priority right is to be instituted in accordance with the above, such prioriity right will be exercisable by the Company's eligible shareholders on an irreducible basis (*à titre irréductible*) only. In the context of the priority right, the shareholders will be able to subscribe on an irreducible basis (*à titre irréductible*) up to the amount of their shareholding in the Company's share capital as of the Existing Shareholders Record Date, increased, where applicable, by the shares subscribed on an irreducible basis (*à titre irréductible*) in the context of the Capital Increase, subject to their holding of their shares in registered form (*nominatif*).

In practice, each shareholder will be able to place a priority subscription order on an irreducible basis (*à titre irréductible*) for a maximum number of shares corresponding to (i) the number of shares to be issued in the context of the Groupement Capital Increase (i.e. 65,173,064,696) multiplied by (ii) the number of shares of the Company held by him/her on the Existing Shareholders Record Date increased, if necessary, by the number of shares subscribed for on an irrevocable basis (*à titre irréductible*) in the context of the Equitization Capital Increase (provided that the Existing Shareholders hold their shares in registered form (*nominatif*)) and divided by (iii) the number of shares making up the share capital of the Company after the completion of the Equitization Capital Increase and before the launch of the Groupement Capital Increase, i.e. 64,693,851,000 shares. Each of these shares should be subscribed for at a subscription price of 0.0178 euro per share (including the share premium).

As an example, an Existing Shareholder holding 100 shares of the Company at the Existing Shareholders Record Date will be able to place a priority subscription order on an irrevocable basis (*à titre irréductible*) for a maximum number of shares of: 65,173,064,696 x (100 / 64,693,851,000) = 100 shares. On the basis of the subscription price of 0.0178 euro per share (including share premium), the

total subscription price to be paid by this Existing Shareholder to subscribe for 100 shares would be 1.78 euro.

As an example, an Existing Shareholder holding 100 shares of the Company on the Existing Shareholders Record Date and having subscribed on an irrevocable basis (*à titre irréductible*) to all his rights to New Shares during the Equitization Capital Increase (i.e. 99,900 shares) will be able to place a priority subscription order on an irrevocable basis (*à titre irréductible*) for a maximum number of shares of: 65,173,064,696 x (100,000 / 64,693,851,000) = 100,740 shares. On the basis of the subscription price of 0.0178 euro per share (including share premium), the total subscription price to be paid by this Existing Shareholder to subscribe for 100,740 shares would be 1,793.17 euros. For this shareholder, the total investment cost to maintain his/her percentage in the share capital unchanged at the end of the Groupement Capital Increase (including the participation in the Equitization Capital Increase) would thus amount to approximately 7,797.16 euros.

#### 3.2.2.2 Offer

The New Shares not subscribed for within the priority period will be subscribed for by the Groupement.

#### 3.2.2.3 Revocation or suspension of the Offer

The issuance of the New Shares is subject to a subscription undertaking by the members of the Groupement who have undertaken to subscribe for New Shares up to 100% of the Groupement Capital Increase. The members of the Groupement will thus subscribe for the part of the Groupement Capital Increase that would not have been subscribed for by the Existing Shareholders in the context of the priority right.

#### 3.2.2.4 Reduction of the subscription

The shareholders of the Company benefit from a priority period on an irrevocable basis (*à titre irréductible*). Subject to the rule on rounding off the number of New Shares allotted, their orders may not be reduced.

#### 3.2.2.5 Minimum and/or maximum subscription amount

There is no minimum and/or maximum subscription.

#### 3.2.2.6 Revocation of subscription orders

The subscription orders received within the priority period will be irrevocable.

#### 3.2.2.7 Subscription Price

The Subscription Price is 0.0178 euro per share, i.e. 0.01 euro of nominal value and 0.0078 euro of share premium per new share. This price represents a discount of 99.2% to the closing price of the share on 25 May 2023; a discount of 99.3% to the weighted average share price over the last three months; a discount of 99.5% to the weighted average share price over the last six months and a discount of 99.8% to the weighted average share price over the last twelve months.

The subscription price of the Groupement Capital Increase will be rounded up to the nearest euro cent.

#### 3.2.2.8 Underwriting

The Groupement Capital Increase is not subject to an underwriting agreement.

The members of the Groupement have undertaken under the Lock-Up Agreement and will undertake under the Accelerated Safeguard Plan to subscribe to the Groupement Capital Increase in the proportions and amounts mentioned in paragraph 3.2.1.7 above (subject to paragraph 3.2.2 in the event of an unfavorable vote of the shareholder class and of a cross-class cram-down pursuant to Article L.626-32 of the French Commercial Code (*Code de commerce*) decided by the Specialized Commercial Court of Nanterre with respect to the shareholder class).

## 3.3 RIGHTS ISSUE

### 3.3.1 Conditions of the issue of the New Shares in the context of the Rights Issue

The Rights Issue will be carried out as follows:

(i) in case of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties, 7 New Shares for 31 existing shares with a nominal value of 0.01 euro each (taking into account the First Capital Reduction), at a price of 0.1335 euro per share (i.e. 0.01 euro of nominal value and 0.1235 euro of share premium), without taking into account fractional shares;

(ii) in the event of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by at least one of the classes of affected parties, 7 New Shares for 31 existing shares with a nominal value of 0.01 euro each (taking into account the First Capital Reduction), at a price of 0.0133 euro per share (i.e. 0.01 euro of nominal value and 0.0033 euro of share premium), without taking into account fractional shares.

Each shareholder will receive one preferential subscription right per share recorded in his securities account on the accounting day at the end of which the preferential subscription rights will be detached from the shares. The preferential subscription rights will be negotiable.

31 preferential subscription rights will give the right to subscribe for 7 New Shares with a nominal value of 0.01 euro.

Preferential subscription rights which have not been exercised at the end of the subscription period will be automatically void.

The free share allocation plans whose shares are in the vesting period will not give rise to the granting of preferential subscription rights.

***Suspension of the right to exercise stock options, performance shares and free shares granted under the terms of the Company's current plans***

The right to exercise all the allocation rights attached to the free shares allocated under the terms of the Company's plans currently in force will be suspended in accordance with the legal and regulatory provisions and the dispositions of the regulations of the stock option plans and the free share allocation plans. This suspension will be published in the *Bulletin des Annonces Légales Obligatoires* (BALO).

***Suspension of the right to exercise the bonds convertible into and/or exchangeable for new and/or existing shares***

It is specified that the Convertible Unsecured Indebtedness only give right to shares of the Company under the conditions provided for in the Accelerated Safeguard Plan, and that following the implementation of the transactions provided for in the Accelerated Safeguard Plan, there will no longer be any Convertible Unsecured Indebtedness (the claims of their holders being settled as described in paragraph 3.1.10 hereof).

***Preservation of the rights of beneficiaries of free share plans***

The rights of beneficiaries of free shares under all performance share plans will be preserved in accordance with legal and regulatory provisions and with the provisions of the regulations of the free share plans respectively.

***Preservation of the rights of holders of bonds convertible and/or exchangeable for new and/or existing shares***

It is specified that the Convertible Unsecured Indebtedness only give right to shares of the Company under the conditions provided for in the Accelerated safeguard plan, and that following the implementation of the transactions provided for in the Accelerated safeguard plan, there will no longer be any Convertible Unsecured Indebtedness (the claims of their holders being settled as described in paragraph 3.1.10 hereof).

### 3.3.2 Amount of the issue

In the event of approval of the Company's Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties, the amount of the issue of the New Shares in the context of the Rights Issue will amount to 391,485,912 euros.

In the event of non-approval of the Company's Accelerated Safeguard Plan by at least one of the classes of affected parties, the amount of the issuance of the New Shares in the context of the Rights Issue will amount to 390,019,673 euros.

If the subscriptions on an irreducible basis (*à titre irréductible*) have not absorbed the entire issue, the unsubscribed shares will be subscribed for by the members of the SteerCo under their underwriting undertaking (see paragraph 3.3.11 below).

### 3.3.3 Subscription period and procedure

3.3.3.1 Subscription and trading period for preferential subscription rights

The dates of the subscription periods for the shares and the trading of preferential subscription rights will be indicated in the prospectus relating to the Rights Issue, which will be submitted for approval to the AMF.

***Subscription on an irreducible basis (*à titre irréductible*)***

The subscription for the New Shares is reserved, by preference:

- for the holders of existing shares recorded in their securities account before the detachment of the preferential subscription right;
- for the transferees of preferential subscription rights.

The holders of preferential subscription rights will be able to subscribe for the New Shares on an irreducible basis (*à titre irréductible*), at the rate of 7 New Shares for 31 existing shares (31 preferential subscription rights will allow to subscribe for 7 New Shares at a total price of 0.9345 euro in case of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties or 0.0931 euro in case of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by at least one of the classes of affected parties), without taking into account any fractional shares.

The preferential subscription rights may only be exercised up to a number of preferential subscription rights allowing the subscription of a whole number of New Shares. Shareholders or transferees of preferential subscription rights who do not hold a sufficient number of preferential subscription rights to subscribe for a whole number of New Shares on an irreducible basis (*à titre irréductible*) will have to acquire on the market the number of preferential subscription rights necessary to subscribe for a whole number of New Shares of the Company and may join together to exercise their rights, without this resulting in an undivided subscription, as the Company recognizes only one owner for each share.

Fractional preferential subscription rights may be sold on Euronext Paris during the trading period of the preferential subscription rights.

***Subscription on a reducible basis (*à titre réductible*)***

At the same time as they exercise their irrevocable subscriptions, shareholders or transferees of their preferential subscription rights will be able to subscribe, on a reducible basis (*à titre réductible*), for the number of New Shares they wish, in addition to the number of New Shares resulting from the exercise of their preferential subscription rights on an irreducible basis (*à titre irréductible*).

The New Shares that may not be absorbed by the subscriptions on an irreducible basis (*à titre irréductible*) will be distributed and allotted to the subscribers on a reducible basis (*à titre réductible*). The orders for subscription on a reducible basis (*à titre réductible*) will be served within the limit of their requests and in proportion to the number of existing Shares whose rights will have been used in

support of their subscription on an irreducible basis (*à titre irréductible*), without resulting in the allocation of a fractional New Shares.

In case the same subscriber presents several distinct subscriptions, the number of shares to which he/she is entitled on a reducible basis (*à titre réductible*) will be calculated on the basis of all his/her preferential subscription rights only if he/she expressly makes a special request in writing, at the latest on the closing date of the subscription. This request will have to be attached to one of the subscriptions and will have to give all useful indications for the regrouping of rights, specifying the number of subscriptions made as well as the authorized intermediary(ies) with which these subscriptions will have been deposited. Subscriptions in the name of distinct subscribers cannot be grouped together to obtain shares on a reducible basis (*à titre réductible*).

***Theoretical value of the preferential subscription right and of the share - Discounts of the subscription price of the New Shares compared to the stock market price of the share and compared to the theoretical value of the share ex-right***

Information on the theoretical value of the preferential subscription right and of the ex-rights share will be given in the prospectus relating to the Rights Issue in order to provide investors with the usual information calculated on the basis of the closing price of the Company's share on the day before the approval of the prospectus by the *Autorité des Marchés Financiers*.

Even if these values do not prejudge the value of the preferential subscription right during the period of trading of the preferential subscription rights, nor the value of the share ex-rights, nor the discounts, as they will be observed on the market.

3.3.3.2 Procedure for the exercise of preferential subscription rights

The preferential subscription rights will be negotiable on Euronext

In the event of a transfer of the preferential subscription right detached from an existing share, the transferor of the preferential subscription right will be divested of it in favor of the transferee who, for the exercise of the preferential subscription right thus acquired, will be purely and simply substituted for the owner of the existing share in all rights and obligations.

Preferential subscription rights which have not been exercised at the end of the subscription period will be automatically void.

3.3.3.3 Preferential subscription rights detached from the Company's treasury shares

In accordance with Article L.225-206 of the French Commercial Code (*Code de commerce*), the preferential subscription rights attached to treasury shares will be sold on the stock market in accordance with applicable law.

3.3.3.4 Timetable

The public will be informed of the indicative timetable by means of a press release issued by the Company and published on its website and a notice issued by Euronext. The indicative timetable will also be included in the prospectus relating to the Rights Issue, which will be submitted to the AMF for approval.

**3.3.4 Revocation / Suspension of the offer**

**3.3.5** The members of SteerCo have undertaken to underwrite the remainder of the Rights Issue, in accordance with the terms and conditions described in paragraph 3.3.10 below. **Reduction of the subscription**

The issue of the New Shares is carried out with preferential subscription right. The shareholders will be able to subscribe on an irreducible basis (*à titre irrévocable*) at the rate of 7 New Shares for 31 existing shares, without their orders being able to be reduced.

Shareholders will also be able to subscribe on a reducible basis (*à titre réductible*) (see above).

### 3.3.6 Undertakings and subscription intentions of the Company's main shareholders or members of its administrative or management bodies

The members of the Groupement have undertaken to subscribe to the Rights Issue, by exercising their preferential subscription rights, up to the amount of (i) 1,471,649,823 new shares, i.e. 196,465,251 euros, in the event of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties, or (ii) 14,716,498,468 new shares, i.e. 195,729,430 euros, in the event of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by one or more of the classes of affected parties.

In addition, the Groupement has the right under the Lock-Up Agreement to subscribe for preferential subscription rights on a reducible basis (*à titre réductible*) or to purchase preferential subscription rights on the market in order to reach, if necessary, a holding of 50.185% of the Company's share capital.

### 3.3.7 Pre-allocation information

The issue being carried out with preferential subscription right on an irreducible basis (*à titre irréductible*) and on a reducible basis (*à titre réductible*), the holders of preferential subscription rights as well as the transferees of these rights, who will have exercised them under the required conditions, will be assured of subscribing, without any possibility of reduction:

(i) in case of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties, 7 New Shares with a nominal value of 0.01 euro, at a share price of 0.1335 euro, per batch of 31 preferential subscription rights exercised, or

(ii) in the event of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by at least one of the classes of affected parties, 7 New Shares with a nominal value of 0.01 euro, at a share price of 0.0133 euro, per batch of 31 preferential subscription rights exercised.

Any concurrent requests for subscription for New Shares on a reducible basis (*à titre réductible*) will be served in accordance with the allocation scale for subscriptions on a reducible basis (*à titre réductible*), which will appear in a notice published by Euronext Paris.

### 3.3.8 Notification to subscribers

Subscribers having placed subscription orders on an irreducible basis (*à titre irréductible*) are guaranteed, subject to the effective completion of the Capital Increase, to receive the number of New Shares they have subscribed for.

Those having placed orders for subscriptions on a reducible basis (*à titre réductible*) will be informed of their allocation by their financial intermediary. A notice published by Euronext Paris will make known, if necessary, the allocation scale for subscriptions on a reducible basis (*à titre réductible*).

### 3.3.9 Subscription price

The subscription price is:

(i) in the event of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes affected of parties, 0.1335 euro per new share, i.e. 0.01 euro of nominal value (taking into account the First Capital Reduction) and 0.1235 euro of share premium per new share;

(ii) in the event of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by at least one of the classes of affected parties, 0.0133 euro per new share, i.e. 0.01 euro of nominal value (taking into account the First Capital Reduction) and 0.0033 euro of share premium per new share.

At the time of subscription, the price per share subscribed for, representing the entirety of the nominal value and the share premium, will have to be fully paid up in cash.

Subscriptions that have not been fully paid up will be cancelled by operation of law without the need for a formal notice.

### 3.3.10 Guarantee of the Member of the SteerCo ("backstop")

The members of the SteerCo (or their affiliates as set out in the Lock-Up Agreement) have undertaken to underwrite the balance of the Rights Issue (excluding the portion of the issue to which the members of the Groupement have undertaken to subscribe), in proportion to their holding of the Unsecured Indebtedness as of January 31, 2023, by subscribing for the number of shares not subscribed for upon exercise of the preferential subscription rights (backstop) up to (i) 1,460,828,915 new shares, i.e. 195,020,660 euros, in the event of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties, or (ii) 14,608,288,947 new shares, i.e. 194,290,243 euros, in the event of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by at least one of the classes of affected parties.

#### 3.3.11 Free allocation of warrants in consideration of the undertakings of the members of the Groupement and the members of SteerCo

**In addition, in consideration of their undertaking to subscribe for the Groupement Capital Increase and the Rights Issue, the members of the Groupement will be allocated, by the Company, after the completion of the Rights Issue, warrants (*Bons de Souscription d'actions* or *BSA*) to subscribe for shares (the "Groupement Warrants"), the total value of which will be equal to 10% of the total amount of their undertaking to subscribe for the Rights Issue entitling their holders to subscribe for shares with a nominal value of one euro cent (0.01 euro) representing (i) 0.728% of the share capital of the Company in the event of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties or (ii) 0.725% of the share capital of the Company in the event of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by at least one of the classes of affected parties, on a fully diluted basis. The Groupement Warrants may be exercised for a period of 6 months from their issue date, at an exercise price of 0.01 euro per share.**

In addition, in consideration of their undertaking to guarantee the Rights Issue, the members of SteerCo will be allocated by the Company, after the completion of the Rights Issue, warrants (the "**SteerCo Warrants**" and, together with the Groupement Warrants, the "**Warrants**"), the total value of which will be equal to 10% of the amount of the backstop undertaking agreed upon in the context of the Rights Issue entitling their holders to subscribe for shares with a nominal value of one euro cent (0.01 euro) representing (i) 0.722% of the share capital of the Company in the event of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties or (ii) 0.720% of the share capital of the Company in the event of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by at least one of the classes of affected parties, on a fully diluted basis. The SteerCo Warrants may be exercised for a period of 6 months from their issue date, at an exercise price of 0.01 euro per share.

## 4. DILUTION

### 4.1 THEORETICAL IMPACT OF THE ISSUE OF THE NEW SHARES ON THE SHARE OF EQUITY

4.1.1 In the event of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties

For information purposes, the impact of the issue of the New Shares on the proportion of consolidated shareholders' equity per share (calculated on the basis of consolidated shareholders' equity as shown in the consolidated financial statements as at 31 December 2022 and the number of shares comprising the Company's share capital as at 31 December 2022) is as follows:

| | Share of consolidated equity per share* (in euros) (calculated as of 31 December 2022) | |
|---|---|---|
| In euros | Undiluted basis | Diluted basis[1] |
| Before the issue of 15,854,476,443 New Shares in the context of the Capital Increases | (23.2207) | (23.1034) |
| After issuance of the 6,404,691,249 New Shares in the context of the Capital Increase | 0.3685 | 0.3685 |
| After issuance of the 6,404,691,249 New Shares in the context of the Equitization Capital Increase and the 6,517,306,456 New Shares in the context of the Groupement Capital Increase | 0.2728 | 0.2728 |
| After issuance of the 6,404,691,249 New Shares in the context of the Capital Increase, of the 6,517,306,456 New Shares in the context of the Groupement Capital Increase and of the 2,932,478,738 New Shares in the context of the Rights Issue | 0.2471 | 0.2472 |

*(*) As the First Capital Reduction, prior to the Capital Increases, is due to losses, it has no impact on the amount of the Company's equity.*
*[1] Calculated on the assumption that the maximum number of free shares that may be issued under free share plans (free shares granted but not yet vested as of 31 December 2022), i.e. 311,626 shares.*

4.1.2 In case of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by at least one of the classes of affected parties

For information purposes, the impact of the issue of the New Shares on the proportion of consolidated shareholders' equity per share (calculated on the basis of consolidated shareholders' equity as shown in the consolidated financial statements as at 31 December 2022 and the number of shares comprising the Company's share capital as at 31 December 2022) is as follows:

| | Share of consolidated equity per share* (in euros) (calculated as of 31 December 2022) | |
|---|---|---|
| | Undiluted basis | Diluted basis[1] |
| Before issuance of the 159,127,009,260 New Shares in connection with the Capital Increases | (23.2207) | (23.1034) |
| After the issue of 64,629,157,149 New Shares in the context of the | 0.0369 | 0.0369 |

| | | |
|---|---|---|
| Equitization Capital Increase | | |
| After issuance of the 64,629,157,149 New Shares in the context of the Equitization Capital Increase and the 65,173,064,696 New Shares in the context of the Groupement Capital Increase | 0.0273 | 0.0273 |
| After issuance of the 64,629,157,149 New Shares in the context of the Equitization Capital Increase, of the 65,173,064,696 New Shares in the context of the Groupement Capital Increase and of the 29,324,787,415 New Shares in the context of the Rights Issue | 0.0247 | 0.0247 |

*(*) As the First Capital Reduction, prior to the Capital Increases, is due to losses, it has no impact on the amount of the Company's equity.*
*(1) Calculated on the assumption that the maximum number of free shares that may be issued under free share plans (free shares granted but not yet vested as of 31 December 2022), i.e. 311,626 shares.*

## 4.2 THEORETICAL IMPACT OF THE ISSUANCE OF THE NEW SHARES ON THE SHAREHOLDERS' PARTICIPATION

### 4.2.1 In the event of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties, enabling the completion of the Groupement Capital Increase without priority rights for existing shareholders

For information purposes, the impact of the issuance of the New Shares resulting from the Capital Increases, taking into account the participation of a shareholder holding 1% of the Company's share capital (i.e. 646,938 shares, based on the number of shares comprising the Company's share capital on 30 April 2023) prior to these issuances (calculations made on the basis of the number of shares making up the Company's share capital as of 30 April 2023) according to its participation in the Capital Increases is as follows:

| | **Share of capital (in %)** | | |
|---|---|---|---|
| | No exercise of its preferential subscription rights by the shareholder | Exercise of its preferential subscription rights in the Equitization Capital Increase, and no exercise of its preferential subscription rights in the Rights Issue (no possibility to subscribe to the Groupement Capital Increase, in the absence of priority right in this scenario):<br><br>64,046,862 New Shares subscribed in total, for a total subscription price of 38,857,231 euros (to be compared with a current shareholding valued at 1,446,553 euros on the basis of the closing price on 25 May 2023) | Exercise of its preferential subscription rights in the Equitization Capital Increase, and exercise of its preferential subscription rights in the Rights Issue (no possibility to subscribe to the Groupement Capital Increase, in the absence of priority right in this scenario):<br><br>78,655,134 New Shares subscribed in total, for a total subscription price of 40,807,435 euros (to be compared with a current shareholding valued at 1,446,553 euros on the basis of the closing price on 25 May 2023) |
| Before issuance of the 15,854,476,443 New Shares in the context of the Capital Increases | 1.000% | 1.000% | 1.000% |
| After the issue of 6,404,691,249 New Shares in the context of the Equitization Capital Increase | 0.0100% | 1.000% | 1.000% |
| After issuance of the 6,404,691,249 New Shares in the context of the Equitization Capital Increase and the 6,517,306,456 New Shares in the context of the Groupement Capital Increase | 0.0050% | 0.4982% | 0.4982% |
| After issuance of the 6,404,691,249 | 0.0041% | 0.4064% | 0.4982% |

| | | | |
|---|---|---|---|
| New Shares in the context of the Equitization Capital Increase, of the 6,517,306,456 New Shares in the context of the Groupement Capital Increase and of the 2,932,478,738 New Shares in the context of the Rights Issue | | | |

4.2.2. <u>In the event of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by at least one of the classes of affected parties, other than the shareholders' class, allowing the completion of the Groupement Capital Increase without priority rights for the existing shareholders</u>

For information purposes, the impact of the issuance of the New Shares resulting from the Capital Increases, taking into account the participation of a shareholder holding 1% of the Company's share capital (i.e. 646,938 shares, based on the number of shares comprising the Company's share capital on 30 April 2023) prior to these issuances (calculations made on the basis of the number of shares making up the Company's share capital as of 30 April 2023) according to its participation in the Capital Increases is as follows:

| | **Share of capital (in %)** | | |
|---|---|---|---|
| | No exercise of its preferential subscription rights by the shareholder | Exercise of its preferential subscription rights in the Equitization Capital Increase, and no exercise of its preferential subscription rights in the Rights Issue (no possibility to subscribe to the Groupement Capital Increase, in the absence of priority right in this scenario):<br><br>646,291,062 New Shares subscribed in total, for a total subscription price of 38,842,093 euros (to be compared with a current shareholding valued at 1,446,553 euros on the basis of the closing price on 25 May 2023) | Exercise of its preferential subscription rights in the Equitization Capital Increase, and exercise of its preferential subscription rights in the Rights Issue (no possibility to subscribe to the Groupement Capital Increase, in the absence of priority right in this scenario):<br><br>792,373,831 New Shares subscribed in total, for a total subscription price of 40,784,994 euros (to be compared with a current shareholding valued at 1,446,553 euros on the basis of the closing price on 25 May 2023) |
| Before issuance of the 159,127,009,260 New Shares in with the context of the Capital Increases | 1.000% | 1.000% | 1.000% |
| After the issue of 64,629,157,149 New Shares in the context of the Equitization Capital Increase | 0.0010% | 1.000% | 1.000% |
| After issuance of the 64,629,157,149 New Shares in the context of the Equitization Capital Increase and the 65,173,064,696 New Shares in the context of the Groupement Capital Increase | 0.0005% | 0.4982% | 0.4982% |
| After issuance of the 64,629,157,149 New Shares in the context of the Equitization Capital Increase, of the 65,173,064,696 New Shares in the context of the Groupement Capital Increase and of the 29,324,787,415 New Shares in the context of the Rights Issue | 0.0004% | 0.4064% | 0.4982% |

4.2.3. <u>In the event of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by the class of shareholders and implementation of a cross-class cram-down decided by the Commercial Court, implying a priority right open to the Existing Shareholders at the time of the Groupement Capital Increase</u>

For information purposes, the impact of the issuance of the New Shares resulting from the Capital Increases, taking into account the participation of a shareholder holding 1% of the Company's share capital (i.e. 646,938 shares, on the basis of the number of shares making up the Company's share capital as of 30 April 2023) prior to these issuances (calculated on the basis of the number of shares making up the Company's share capital as of 30 April 2023), according to its participation in the Capital Increases, is as follows:

| | **Quote-part du capital (en%)** | | | |
|---|---|---|---|---|
| | No exercise of its preferential subscription rights by the shareholder | Exercise of its preferential subscription rights in the Equitization Capital Increase, no exercise of its priority right in the Groupement Capital Increase and no exercise of its preferential subscription rights in the Rights Issue:<br><br>646,291,062 New Shares subscribed in total, for a total subscription price of 38,842,093 euros (to be compared with a current holding valued at 1,446,553 euros based on the closing price on 25 May 2023) | Exercise of its preferential subscription rights in the Equitization Capital Increase, exercise of its priority right in the Groupement Capital Increase and no exercise of its preferential subscription rights in the Rights Issue:<br><br>1,298,021,150 New Shares subscribed in total, for a total subscription price of 50,442,888 euros (to be compared with a current holding valued at 1,446,553 euros based on the closing price on 25 May 2023) | Exercise of its preferential subscription rights in the Equitization Capital Increase, exercise of its priority right in the Groupement Capital Increase and exercise of its preferential subscription rights in the Rights Issue:<br><br>1,591,268,776 New Shares subscribed in total, for a total subscription price of 54,343,082 euros (to be compared with a current holding valued at 1,446,553 euros based on the closing price on 25 May 2023) |
| Before issuance of the 159,127,009,260 New Shares in with the context of the Capital Increases | 1.000% | 1.000% | 1.000% | 1.000% |
| After the issue of 64,629,157,149 New Shares in the context of the Equitization Capital Increase | 0.0010% | 1.000% | 1.000% | 1.000% |
| After issuance of the 64,629,157,149 New Shares in the context of the Equitization Capital Increase and the 65,173,064,696 New Shares in the context of the Groupement Capital Increase | 0.0005% | 0.4982% | 1.000% | 1.000% |
| After issuance of the 64,629,157,149 New Shares in the context of the Equitization Capital Increase, of the 65,173,064,696 New Shares in the context of the Groupement Capital Increase and of the 29,324,787,415 New Shares in the context of the Rights Issue | 0.0004% | 0.4064% | 0.8158% | 1.000% |

## 4.3 THEORETICAL IMPACT OF THE ISSUE OF THE NEW SHARES ON THE DISTRIBUTION OF THE COMPANY'S CAPITAL AND VOTING RIGHTS

As of 30 April 2023, the Company's share capital amounted to 80,867,313.75 euros, divided into 64,693,851 fully subscribed and paid-up ordinary shares with a par value of 1.25 euro. As of that date, based on information brought to the Company's attention, the breakdown of share capital and voting rights was as follows:

| Shareholders | % of the capital | % of exercisable voting rights |
|---|---|---|
| **Association des actionnaires minoritaires d'ORPEA (A.D.A.M.O.)**[9] | 5.52% | 5.24% |
| **Concert'O**[10] *(Mat Immo Beaune et Nextstone Capital)* | 5.52% | 5.24% |
| **Peugeot Invest Assets** | 5.04% | 9.57% |
| **Treasury shares** | 0.12% | - |
| **Floating** | 83.80% | 79.95% |
| **Total** | 100.00% | 100.00% |

After completion of the Capital Increases, the distribution of the share capital and voting rights would be as follows (assuming that no Existing Shareholders participate in the Capital Increases):

1. Simulation of the distribution of ORPEA's share capital and voting rights in the event of approval of the Accelerated Safeguard Plan by each of the classes of affected parties

| Shareholders | % of capital | % of voting rights |
|---|---|---|
| ***After completion of the Capital Increase*** | | |
| **Groupement including:** | **0.03%** | **0.03%** |

[9] On the basis of the declaration of crossing of shareholding thresholds filed by A.D.A.M.O. with the AMF dated 18 April 2023 (223C0583), in which A.D.A.M.O. indicated that it had crossed the thresholds of 5% of the capital and voting rights of ORPEA and held, by assimilation, 3,570,733 shares of ORPEA representing the same number of voting rights, i.e. 5.52% of the capital and 5.23% of the voting rights of the Company, specifying that "*this crossing of shareholding threshold results from the fact that approximately 500 shareholders of ORPEA have granted A.D.A.M.O the possibility of freely exercising the voting rights attached to the shares they hold, without any specific instruction (Article L 233-9 I, 8° of the French Commercial Code (*Code de commerce*)), following the collection by the said association, from its members and certain shareholders of ORPEA, of powers for the purpose of (i) requesting in court, in accordance with Article L. 225-103 of the French Commercial Code (*Code de commerce*), the appointment of an agent whose mission will be to convene a general meeting of ORPEA and (ii) to ensure the exercise of the voting rights of the said shareholders at the general meeting which will be convened in this way*".

[10] On the basis of the declaration of crossing of shareholding thresholds filed by Concer'O with the AMF dated 27 October 2022 (222C2415), in which the concert composed of Nextstone Capital and Mat Immo Beaune indicated that it had crossed the thresholds of 5% of the capital and voting rights of ORPEA and held 3,570,621 shares of ORPEA representing the same number of voting rights, i.e. 5.52% of the capital and 4.60% of the voting rights of the Company. In this declaration, the concert also specified that it held "*(i) 996,256 shares of ORPEA (taken into account in the holding by assimilation referred to above) resulting from the holding of 6 physically-settled "accumulator" agreements (*contrat accumulateur*) for the same number of shares of ORPEA, exercisable between 8 December 2022 and 15 March 2024, at share prices of between €13.03 and €18.61 per share (based on a delta of 1) ; and (ii) 508,120 shares of ORPEA (taken into account in the holding by assimilation referred to above) resulting from the holding of a short position under 8 physically-settled "put" contracts on the same number of shares of ORPEA, exercisable between 18 August 2023 and 13 September 2024, at share prices between €12.82 and €19 per share (based on a delta of 1)*".

| | | |
|---|---|---|
| ***Groupe CDC including:*** | ***0.02%*** | ***0.02%*** |
| *CDC* | *0.00%* | *0.00%* |
| *CNP* | *0.02%* | *0.02%* |
| ***MAIF*** | ***0.00%*** | ***0.00%*** |
| ***MACSF*** | ***0.01%*** | ***0.01%*** |
| CDC Assimilated perimeter* | 1.54% | 1.54% |
| Converted Unsecured Creditors | 97.46% | 97.40% |
| Treasury shares | 0.001% | - |
| Floating | 0.97% | 1.02% |
| **Total** | **100.00%** | **100.00%** |

**Including (i) Bpifrance Participations, (ii) La Banque Postale and (iii) CNP Vita Assicura S.p.A.*

| Shareholders | % of capital | % of voting rights |
|---|---|---|
| ***After completion of the Groupement Capital Increase*** | | |
| **Groupement including:** | **50.20%** | **50.19%** |
| ***Groupe CDC including:*** | ***27.97%*** | ***27.97%*** |
| *CDC* | *22.41%* | *22.40%* |
| *CNP* | *5.57%* | *5.56%* |
| ***MAIF*** | ***14.81%*** | ***14.81%*** |
| ***MACSF*** | ***7.41%*** | ***7.41%*** |
| CDC Assimilated perimeter* | 0.77% | 0.77% |
| Converted Unsecured Creditors | 48.55% | 48.54% |
| Treasury shares | 0.001% | - |
| Floating | 0.48% | 0.51% |
| **Total** | **100.00%** | **100.00%** |

**Including (i) Bpifrance Participations, (ii) La Banque Postale and (iii) CNP Vita Assicura S.p.A.*

| Shareholders | % of capital | % of voting rights |
|---|---|---|
| ***After completion of the Rights Issue*** | | |
| **Groupement including:** | **50.20%** | **50.19%** |
| ***Groupe CDC including:*** | **27.97%** | **27.97%** |
| *CDC* | 22.41% | 22.40% |
| *CNP* | 5.56% | 5.56% |
| ***MAIF*** | **14.81%** | **14.81%** |

| | | |
|---|---|---|
| ***MACSF*** | **7.41%** | **7.41%** |
| CDC Assimilated perimeter* | 0.63% | 0.63% |
| Converted Unsecured Creditors | 39.61% | 39.60% |
| Treasury shares | 0.0005% | - |
| Floating[11] | 9.58% | 9.59% |
| **Total** | **100.00%** | **100.00%** |

**Including (i) Bpifrance Participations, (ii) La Banque Postale and (iii) CNP Vita Assicura S.p.A.*

It is specified that the exercise (i) of the preferential subscription rights of the entities of the CDC Affiliated Perimeter during the Rights Issue, or (ii) of all the Warrants (Groupement Warrants and SteerCo Warrants) (insofar as this would not change the total holding of the Groupement) are not taken into account.

2. Simulation of the distribution of ORPEA's share capital and voting rights in the event of non-approval of the Accelerated Safeguard Plan by at least one of the classes of affected parties

| Shareholders | % of capital | % of voting rights |
|---|---|---|
| ***After completion of the Capital Increase*** | | |
| **Groupement including:** | **0.00%** | **0.00%** |
| ***Groupe CDC including:*** | ***0.00%*** | ***0.00%*** |
| *CDC* | *0.00%* | *0.00%* |
| *CNP* | *0.00%* | *0.00%* |
| ***MAIF*** | ***0.00%*** | ***0.00%*** |
| ***MACSF*** | ***0.00%*** | ***0.00%*** |
| CDC Assimilated perimeter* | 1.56% | 1.56% |
| Converted Unsecured Creditors | 98.34% | 98.34% |
| Treasury shares | 0.0001% | - |
| Floating | 0.10% | 0.10% |
| **Total** | **100.00%** | **100.00%** |

**Including (i) Bpifrance Participations, (ii) La Banque Postale and (iii) CNP Vita Assicura S.p.A.*

| Shareholders | % of capital | % of voting rights |
|---|---|---|
| ***After completion of the Groupement Capital Increase*** | | |

[11] Of which (i) 0.39% held by the Existing Shareholders (with the exception of the shares of the Company held by CNP and MACSF) assuming that they will not subscribe to any of the three capital increases and (ii) 9.18% held by the converted Non-Secured Creditors who would have subscribed to the Rights Issue (*i.e.*, the members of the SteerCo in the event of full implementation of their underwriting undertaking described above)

| | | |
|---|---|---|
| **Groupement including:** | **50.20%** | **50.18%** |
| ***Groupe CDC including:*** | ***27.96%*** | ***27.96%*** |
| *CDC* | *22.41%* | *22.41%* |
| *CNP* | *5.56%* | *5.56%* |
| ***MAIF*** | ***14.81%*** | ***14.81%*** |
| ***MACSF*** | ***7.41%*** | ***7.41%*** |
| CDC Assimilated perimeter* | 0.78% | 0.78% |
| Converted unsecured creditors | 48.99% | 48.99% |
| Treasury shares | 0.0001% | - |
| Floating | 0.05% | 0.05% |
| **Total** | **100.00%** | **100.00%** |

**Including (i) Bpifrance Participations, (ii) La Banque Postale and (iii) CNP Vita Assicura S.p.A.*

| Shareholders | % of capital | % of voting rights |
|---|---|---|
| ***After completion of the Rights Issue*** | | |
| **Groupement including:** | **50.19%** | **50.18%** |
| ***Groupe CDC including:*** | ***27.96%*** | ***27.96%*** |
| *CDC* | *22.41%* | *22.41%* |
| *CNP* | *5.56%* | *5.56%* |
| ***MAIF*** | ***14.81%*** | ***14.81%*** |
| ***MACSF*** | ***7.41%*** | ***7.41%*** |
| CDC Assimilated perimeter* | 0.63% | 0.63% |
| Converted unsecured creditors | 39.97% | 39.96% |
| Treasury shares | 0.00005% | - |
| Floating[12] | 9.22% | 9.22% |
| **Total** | **100.00%** | **100.00%** |

**Including (i) Bpifrance Participations, (ii) La Banque Postale and (iii) CNP Vita Assicura S.p.A.*

It is specified that the exercise (i) of the preferential subscription rights of the entities of the CDC Affiliated Perimeter during the Rights Issue, or (ii) of all the BSA (Groupement BSA and SteerCo BSA) (insofar as this would not modify the total holding of the Groupement) is not taken into account.

[12] Of which (i) 0.04% held by the Existing Shareholders (with the exception of the shares of the Company held by CNP and MACSF) assuming that they will not subscribe to any of the three capital increases and (ii) 9.18% held by the converted Non-Secured Creditors who would have subscribed to the Rights Issue (*i.e.*, the members of the SteerCo in the event of full implementation of their underwriting undertaking described above).

## Appendix - Independent expert's report

SORGEM
ÉVALUATION

# ATTESTATION D'EQUITE POUR LES ACTIONNAIRES ACTUELS CONCERNANT LE PROJET DE RESTRUCTURATION FINANCIERE DE LA SOCIETE ORPEA

**Paris, le 24 mai 2023**

*Consultation réalisée à la demande du Conseil d'Administration de la société ORPEA*

N/Réf : 23/189/R/MN/FM

11, rue Leroux
75116 Paris
Tel. + 33 (0)1 40 67 20 00
Fax + 33(0)1 40 67 74 14

# Sommaire

**LIMINAIRE ..... 5**

**I. PRESENTATION DU PLAN DE RESTRUCTURATION ..... 7**

1. Rappel des difficultés rencontrées par le Groupe et des évènements ayant conduit au Plan de restructuration financière proposé ..... 7
2. Présentation des principales modalités du Plan de restructuration ..... 10

2.1 La restructuration de l'endettement financier ..... 10
2.2 L'apport de nouvelles liquidités en fonds propres à travers les Augmentations de Capital New Money ..... 13

3. Analyse des principales modalités du Plan et de leurs impacts ..... 15

3.1 Une réduction de 60% de l'endettement net du Groupe ..... 15
3.2 La capitalisation des créanciers non sécurisés apparait comme une étape préalable nécessaire à l'apport de nouvelles liquidités en fonds propres ..... 15
3.3 Malgré la dilution très importante des actionnaires actuels, les créanciers non sécurisés enregistrent une décote substantielle (c. 70%) ..... 16
3.4 Les actionnaires n'ont pas d'intérêt financier à souscrire à l'AK1 (Créanciers) ..... 16
3.5 La décote de 25% proposée dans le cadre de l'AK3 pourrait inciter l'actionnaire actuel à y souscrire. A défaut, il pourra monétiser son DPS. ..... 17
3.6 Synthèse de l'évolution du patrimoine de l'actionnaire actuel ..... 17

4. Définition du caractère équitable du Plan de restructuration pour les actionnaires actuels ..... 18

**II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION ..... 21**

1. Présentation de Sorgem Evaluation et sélection de références ..... 21
2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission ..... 22
3. Déclaration d'indépendance ..... 24
4. Réserves ..... 24

**III. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHE ..... 25**

1. Historique du Groupe jusqu'en 2021 ..... 25
2. Présentation des activités du Groupe ..... 27

2.1 Offres de services ..... 27
2.1.1. Maisons de retraite médicalisées ..... 27
2.1.2. Cliniques de soins médicaux et de réadaptation (SMR) ..... 27
2.1.3. Cliniques de santé mentale ..... 28
2.1.4. Autres services ..... 28
2.1.5. Tarification ..... 29

2.2 Exposition géographique ..... 29
2.3 Stratégie immobilière ..... 31
2.4 Stratégie de développement ..... 33

3. Présentation du marché dans lequel intervient le Groupe ..... 34

3.1 Etat du marché ..... 34
3.2 Environnement concurrentiel ..... 35
3.3 Dynamique du marché français (principal marché du Groupe) ..... 36
3.3.1. Dynamique récente ..... 36
3.3.2. Perspectives et risques ..... 37

4. Principales données financières historiques du Groupe ..... 38
4.1 Principaux éléments du compte de résultat ..... 38
4.1.1. Evolution du chiffre d'affaires ..... 39
4.1.2. Evolution de la rentabilité opérationnelle ..... 40
4.1.3. Résultat financier et autres éléments ..... 40
4.2 Principaux éléments du bilan économique ..... 41
4.2.1. Capitaux employés ..... 41
4.2.2. Capitaux investis ..... 42
5. Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces ..... 44
**IV. EVALUATION DES ACTIONS DU GROUPE ..... 45**
Plan de l'analyse ..... 45
1. Estimation de la Valeur d'Entreprise par la Méthode DCF (à titre principal) ..... 46
Préambule sur l'approche « Opco / Propco » ..... 46
Préambule sur la valeur de l'immobilier ..... 47
1.1 Principe de la Méthode DCF ..... 48
1.2 Présentation des prévisions retenues ..... 48
1.2.1. Sources d'informations utilisées ..... 48
1.2.2. Synthèses des hypothèses structurantes ..... 50
1.3 Hypothèses de calcul du flux normatif ..... 52
1.4 Détermination du taux d'actualisation ..... 53
1.4.1. Principe ..... 53
1.4.2. Taux sans risque ..... 54
1.4.3. Bêta désendetté ..... 54
1.4.4. Prime de risque marché ..... 56
1.4.5. Taux d'actualisation retenu ..... 56
1.5 Conclusion sur la VE issue de la Méthode DCF ..... 57
2. Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif) ..... 57
2.1 Principe et limites de la méthode au cas d'espèce ..... 57
2.2 Présentation des sociétés retenues ..... 58
2.3 Analyse des multiples retenus ..... 60
2.4 Conclusion sur la VE issue de la Méthode des comparables boursiers ..... 60
3. Synthèse de notre estimation de la Valeur d'Entreprise du Groupe ..... 61
4. Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds propres . 62
4.1 Pré-Plan de restructuration ..... 62
4.2 A chaque Etape du Plan de restructuration ..... 63
5. Valeur des Fonds Propres et valeur par action ..... 63
5.1 Pré-Plan de restructuration ..... 63
5.2 Post-AK1 (Créanciers) ..... 64
5.3 Post-AK2 (Groupement) ..... 65
5.4 Post-AK3 ..... 65
6. Synthèse de l'évolution du patrimoine de l'actionnaire actuel à partir des résultats de nos travaux d'évaluation ..... 66
7. Analyse de certaines références de valeur ..... 67
7.1 Cours de bourse ..... 67
7.2 Référence aux objectifs de cours des analystes ..... 72
7.3 Transactions récentes sur le capital d'ORPEA ..... 73
7.4 Actif net consolidé ..... 73

**V. ACCORDS CONNEXES ..... 75**

1. Bons de souscription d'actions SteerCo et Groupement ..... 75
2. Projet de pacte d'actionnaires des membres du Groupement ..... 75

**VI. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DU PLAN DE RESTRUCTURATION POUR LES ACTIONNAIRES ACTUELS ..... 77**

**ANNEXES ..... 81**

1. Programme de travail ..... 81
2. Liste des personnes rencontrées ou contactées ..... 82
3. Principaux documents et informations utilisés ..... 83
4. Calendrier de la mission ..... 83
5. Rémunération ..... 84
6. Lettre de mission ..... 85

# Liminaire

Par communiqué de presse en date du 24 mars 2023, ORPEA S.A. (ci-après la « **Société** ») a annoncé l'ouverture, le même jour, d'une procédure de sauvegarde accélérée par le Tribunal de commerce spécialisé de Nanterre.

L'ouverture de cette procédure (la « **Procédure de Sauvegarde Accélérée** ») a notamment pour objectif de permettre la mise en œuvre par la Société de son plan de restructuration (ci-après le « **Plan de restructuration** ») conformément aux accords trouvés aux termes :

- de l'accord de lock-up relatif à la restructuration financière de la Société conclu le 14 février 2023 avec d'une part, un groupement d'investisseurs comprenant la Caisse des Dépôts, CNP Assurances, MAIF et MACSF (ci-après le « **Groupement** »), et d'autre part, cinq institutions détenant de la dette non sécurisée de la Société (ci-après le « **SteerCo** »), coordonnant un groupe de créanciers non sécurisés[1], et

- de l'accord d'étape dans la perspective de l'ouverture d'une sauvegarde accélérée conclu le 17 mars 2023 entre la Société et ses principaux partenaires bancaires, prévoyant les termes et conditions d'un financement complémentaire de 600 millions d'euros et un aménagement de la documentation de financement de juin 2022.

Les effets attendus de la restructuration financière sont notamment une réduction de 60% de la dette financière nette consolidée au 31 décembre 2022.

Ce désendettement, comprenant l'apport de 2,15 milliards d'euros d'argent frais (sous forme de fonds propres pour 1,55 milliard d'euros et de dette pour 600 millions d'euros), devrait permettre de financer le Plan de refondation de la Société, présenté au marché le 15 novembre 2022.

Ce désendettement passera par la réalisation de trois augmentations de capital successives au cours du second semestre 2023, lesquelles seront réalisées à des prix d'émission très inférieurs au cours de bourse actuel et conduiront à une dilution extrêmement importante de la participation des actionnaires actuels au capital de la Société.

[1] Notons qu'environ 51% des créanciers non sécurisés de la Société (en ce compris les membres du SteerCo) ont adhéré à cet accord de lock-up

Dans ce contexte, et dans la perspective (i) du vote de classe de parties affectées des actionnaires qui interviendra en juin 2023 et (ii) de l'examen, par l'Autorité des marchés financiers, des prospectus relatifs aux augmentations de capital envisagées, le conseil d'administration de la Société a, le 14 mars 2023, après étude de la proposition d'intervention par le comité ad hoc et en application de l'article 261-3 du Règlement général de l'AMF, désigné Sorgem Evaluation, représentée par Maurice Nussenbaum, comme expert indépendant afin qu'il se prononce sur le caractère équitable des conditions financières du Plan de restructuration pour les actionnaires actuels de la Société.

# I. PRESENTATION DU PLAN DE RESTRUCTURATION

## 1. Rappel des difficultés rencontrées par le Groupe et des évènements ayant conduit au Plan de restructuration financière proposé

Le 26 janvier 2022, un livre intitulé « *Les Fossoyeurs* » a été publié, alléguant des faits de maltraitance de la part du Groupe dans la prise en charge de personnes âgées.

Cet évènement a entraîné plusieurs difficultés pour ORPEA, notamment la chute drastique de son cours de bourse[2], l'ouverture d'une double enquête administrative, un risque dans la certification de ses comptes par les commissaires aux comptes et un impact très négatif sur sa notoriété. Cela a également eu pour effet le tarissement des nouvelles sources de financement du Groupe, qui était déjà dans une situation de fort endettement.

Cette crise de liquidité a ainsi nécessité **l'ouverture d'une procédure de conciliation** le 20 avril 2022 afin de négocier un financement en urgence. Dans le cadre de cette procédure, un rapport du cabinet Eight Advisory a mis en évidence un besoin de trésorerie du Groupe à court et moyen terme de 1,4 milliard d'euros à fin 2022 et des besoins supplémentaires de 1,8 milliard en 2023.

Le 12 mai 2022, un accord de principe (l'« **Accord de Principe** ») a été conclu entre le Groupe et les banques du G6 (les six principaux groupes bancaires partenaires historiques du Groupe), afin de répondre aux besoins de liquidité et de désendettement du Groupe.

Dans ce cadre, il était prévu des programmes de cession d'actifs majoritairement immobiliers[3]. Le protocole de conciliation, homologué le 10 juin 2022, a formalisé cet accord et a été suivi d'un contrat de crédit, signé le 13 juin 2022 avec les banques du G6. Cet accord de financement à hauteur de 3,2 Mds€ a été intégralement tiré entre le 15 juin et le 31 décembre 2022.

Cependant, en raison du contexte économique défavorable du second semestre de l'année 2022, le Groupe a éprouvé des difficultés à mettre en œuvre ces programmes de cession. En effet :

---

[2] Baisse de plus de 50% entre le 21 janvier et le 31 janvier 2022

[3] Un engagement ferme avait été pris sur des cessions immobilières d'au moins 2 Mds€ sur 2022 2025 (dont 1 Md€ en 2023). Dans son plan d'affaires interne, ORPEA prévoyait un montant de cessions immobilières de 3 Mds€ d'euros sur la période 2022 2025 dont 0,7 Md€ au 1er trimestre 2023 (Source : présentation au marché du 15 novembre 2022, p.79)

- La fragilité financière du Groupe compromettait les opérations de « cession et prise à bail » (*sale & lease back*) ;

- La hausse des taux d'intérêts a réduit l'appétit des investisseurs en immobilier ;

- La baisse du taux d'occupation des établissements du Groupe en raison de la dégradation de sa réputation, couplée à la hausse des coûts de l'énergie et des achats qui réduisait ses marges, rendait ses actifs moins attractifs ;

- La dépréciation significative envisagée des actifs de la Société engendrait des risques sur certains ratios financiers liés à l'endettement du Groupe.

Ces éléments ont conduit à **l'ouverture d'une seconde procédure de conciliation le 25 octobre 2022**.

Le 15 novembre 2022, le management du Groupe a présenté au marché un plan de refondation (le « **Plan de refondation** »). Du point de vue financier, ce Plan de refondation vise principalement à redresser la performance du Groupe (avec notamment une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 9% d'ici 2025 et une marge d'EBITDAR de 20% en 2025), à pérenniser sa structure financière et à mettre en œuvre une nouvelle stratégie de détention immobilière.

A cette même date, ORPEA a présenté à ses créanciers sa « **Proposition de Restructuration** » qui s'articule principalement autour des opérations suivantes :

- La capitalisation de l'intégralité des dettes non sécurisées d'ORPEA pour 3,8 Mds€ ;

- Un nouveau financement en dette sécurisée de 0,6 Md€ (le « **Financement New Money** ») ;

- Des apports de fonds propres en numéraire (les « **Augmentations de Capital New Money** ») ;

- La modification du contrat de crédit de juin 2022 ;

- L'aménagement des covenants financiers des dettes non capitalisées.

Suite à cette présentation, des discussions se sont organisées (i) entre le Groupe et ses principaux créanciers (les banques du G6, le SteerCo et le groupe de créanciers non sécurisés coordonné par le SteerCo), et (ii) avec le Groupement, qui a exprimé son intérêt à souscrire à une part significative des Augmentations de Capital New Money.

Ces discussions ont porté principalement sur (i) l'évaluation dite « pre-money » du Groupe avant injection des fonds propres en numéraire, (ii) le montant à investir par le Groupement et son pourcentage de détention du capital et des droits de vote à l'issue de l'opération, (iii) la composition du Conseil d'administration et le niveau de contrôle du Groupement à l'issue de la restructuration et (iv) le quantum de participation du groupe de créanciers non sécurisés à l'injection de fonds propres.

Elles ont abouti à l'annonce le 1er février 2023 et à la signature le 3 février 2023 d'un accord de principe sur le plan de restructuration (l'« **Accord de Principe Restructuration** »).

Dans ce cadre, il nous a été indiqué qu'aucun autre actionnaire, créancier ou tiers à ORPEA, n'a été en mesure de faire une autre proposition qui aurait permis d'apporter de manière certaine les fonds nécessaires à sa restructuration (environ 2 milliards d'euros).

Le 16 mars 2023, dans la perspective de l'ouverture d'une procédure de sauvegarde accélérée, un accord de principe (le « **Protocole d'Accord** ») a été formalisé entre le Groupe et les banques du G6, prévoyant notamment la mise en place du Financement New Money et la modification du contrat de crédit de juin 2022, ainsi que l'engagement formel de ces banques à soutenir le plan de restructuration financière du Groupe et à voter en faveur du projet de plan de sauvegarde accélérée. Cet accord est conditionné à la prise de contrôle d'ORPEA par les membres du Groupement.

La Procédure de Sauvegarde Accélérée a été ouverte le 24 mars 2023 par le Tribunal de commerce spécialisé de Nanterre. A son issue, le projet de Plan de Sauvegarde Accélérée sera soumis au vote de chacune des classes de parties affectées (principalement les créanciers, regroupés par classes représentatives d'une communauté d'intérêt économique suffisante).

En cas de vote positif, le Tribunal de commerce déciderait de son arrêté après avoir vérifié le respect de certaines conditions.

En cas de vote négatif de l'une ou plusieurs classes de parties affectées, le Tribunal de commerce pourrait cependant forcer l'application du plan sous certaines conditions spécifiques. A défaut, le plan ne pourrait pas être arrêté. Il pourrait en résulter une liquidation de la Société.

La situation du Groupe telle que présentée dans ses comptes consolidés 2022 illustre les risques actuels de liquidité et de continuité d'exploitation et la nécessaire restructuration de son passif :

*« Au 31 décembre 2022, le montant total des dettes financières brutes du Groupe s'élevait à 9,7 Mds€ (hors dette IFRS 16 s'élevant à 3,8 Mds€), dont respectivement 1,8 Md€, 1,1 Md€ et 1,6 Md€ de remboursements contractuels du principal (en l'absence de défaut) à échéance au cours des exercices 2023, 2024 et 2025, pour une trésorerie et équivalents de 856 M€ au 31 décembre 2022. Cependant, du fait du non-respect des covenants au 31 décembre 2022, une partie de la dette a été reclassée à moins d'un an pour 6,5 Mds€, soit un total de dettes financières brutes à moins d'un an s'élevant à 8,2 Mds€. »*[4]

## 2. Présentation des principales modalités du Plan de restructuration

Le Plan de restructuration financière s'articule autour (i) d'une restructuration de l'endettement financier du Groupe, suivie (ii) de l'apport de liquidités en fonds propres.

### *2.1 La restructuration de l'endettement financier*

Nous rappelons en préambule que le désendettement du Groupe est rendu nécessaire par l'exigibilité d'une partie significative de ses passifs financiers (1,8 Md€, 1,1 Md€ et 1,6 Md€ de remboursements contractuels du principal– en l'absence de défaut – à échéance en 2023, 2024 et 2025) auquel il n'est pas en mesure de faire face.[5]

Cette crise de liquidité, à l'origine du Plan de restructuration financière, est antérieure à l'arrêté des comptes 2022 et n'est donc pas causée par les dépréciations d'actifs enregistrées.

Le niveau des ratios financiers du Groupe souligne le caractère insoutenable de son endettement. Ainsi par exemple :

- La dette financière nette (hors IFRS 16) de 8,86 Mds€ correspond à 25,9x l'EBITDA (hors IFRS 16) 2022 de 342 M€ (ce ratio n'est pas impacté par les dépréciations enregistrées au 31 décembre 2022) ;

- Même rapporté à l'EBITDA (hors IFRS 16) le plus élevé de ces cinq dernières années (682 M€ en 2021), ce niveau de dette ressort à un niveau toujours insoutenable de 13,0x.

---

[4] Source : Comptes consolidés 2022, note 1.1 p.8

[5] Ce risque est mentionné par les CAC en p3 de leur rapport qui indique que « le Groupe n'était pas en mesure de faire face aux échéances de remboursement » prévues pour les exercices 2023-2024et 2025 exposés ci-dessus.

Ce niveau d'endettement constitue le facteur déclencheur de la crise de liquidité alors que la rentabilité opérationnelle demeurait positive en 2021 et proche de l'équilibre en 2022.

Le désendettement par cession d'actifs immobiliers, envisagé au départ dans le cadre de l'accord de principe du 12 mai 2022 formalisé dans le protocole de conciliation homologué en juin 2022, s'est révélé impossible à mettre en œuvre. En effet : (i) la fragilité financière du Groupe compromettait les opérations de *sale & lease back*, (ii) la hausse des taux d'intérêts a réduit l'appétit des investisseurs en immobilier, (iii) la baisse du taux d'occupation des établissements du Groupe en raison de la dégradation de sa réputation, couplée à la hausse des coûts de l'énergie et des achats qui réduisait ses marges, rendait ses actifs moins attractifs et (iv) la dépréciation significative envisagée des actifs de la Société engendrait des risques sur certains ratios financiers (covenants) liés à l'endettement du Groupe.

La restructuration de l'endettement financier du Groupe consiste désormais en :

- La mise en place d'un Financement New Money en dette sécurisée d'un montant de 600 millions d'euros ;
- La modification de la documentation prévue par le contrat de crédits de juin 2022 conclu avec les partenaires bancaires historiques du Groupe, avec notamment une extension de maturité, une réduction de la marge et un ajustement des cas de remboursement anticipé relatifs aux cessions d'actifs immobiliers et opérationnels ;
- L'aménagement des covenants financiers des dettes non capitalisées ;
- L'apurement de l'intégralité de l'endettement financier non sécurisé de la Société.

Cet apurement complet de l'endettement non sécurisé interviendra à travers une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (DPS), ouverte à l'ensemble des actionnaires existants (ci-après l' « **AK1 (Créanciers)** »).

Toute somme souscrite par les détenteurs de DPS sera allouée au remboursement des créances non sécurisées au pair et au prorata.

Cette augmentation de capital sera d'un montant total correspondant au principal des dettes non sécurisées (**3,82 Mds€** environ), augmenté d'une quote-part d'intérêt.

**Dans l'hypothèse d'un vote en faveur du projet de Plan de restructuration** par l'ensemble des classes de parties affectées, le prix d'émission, qui résulte directement de

l'hypothèse de détention des actionnaires actuels post-AK1 (Créanciers) (cf. infra), sera d'environ **0,60 € par action**.

**Dans l'hypothèse d'une application forcée interclasse** (conséquence d'un vote défavorable de l'une au moins des classes de parties affectées), il sera d'environ **0,059 € par action**.

Cette augmentation de capital sera garantie par les créanciers non sécurisés, qui seront ainsi tenus de souscrire, par compensation avec leurs créances, à toutes les actions non souscrites par les titulaires de DPS.

Nous comprenons que la solution d'une conversion de l'intégralité de la dette non sécurisée a été préférée à un abandon partiel de créances notamment parce que ce dernier générerait des profits taxables et donc des décaissements d'impôt pour la Société, laquelle ne dispose pas déficits fiscaux imputables suffisants[6].

**A l'issue de l'AK1 (Créanciers)**, les actionnaires existants, dans l'hypothèse où ils n'y souscrivent pas, seront très fortement dilués :

- **Dans l'hypothèse d'un vote en faveur du projet de Plan de restructuration** par l'ensemble des classes de parties affectées :
  - **les actionnaires actuels détiendront 1,0% du capital de la Société** ;
  - les actuels créanciers non sécurisés 99,0% ;

- **Dans l'hypothèse d'une application forcée interclasse** (conséquence d'un vote défavorable de l'une au moins des classes de parties affectées) :
  - **les actionnaires actuels détiendront 0,1% du capital de la Société ;**
  - les actuels créanciers non sécurisés 99,9%.

**Dans le scénario d'une application forcée interclasse, les actionnaires actuels seraient ainsi dilués d'un facteur de 1 à 10 par rapport à l'hypothèse d'un vote favorable de l'ensemble des classes et se retrouveraient alors avec un patrimoine presque sans valeur. Cette division par 10 ne se justifie, pour la Société, que par l'application de la règle de priorité absolue qui conduit à ne laisser aux actionnaires que le strict minimum en évitant une expropriation totale.**

[6] A ce titre, la Société indiquait dans ses comptes annuels 2021 (DEU 2021, p.312) : « *La société ORPEA en tant que société tête du groupe d'intégration fiscale ORPEA, reprend les résultats fiscaux de ses filiales. Le groupe fiscal ne possède plus de déficits imputables, seules quelques filiales possèdent des déficits à imputer sur leurs propres bénéfices.* »

## 2.2 L'apport de nouvelles liquidités en fonds propres à travers les Augmentations de Capital New Money

A l'issue de la réalisation de l'AK1 (Créanciers), une deuxième augmentation de capital sera mise en œuvre, dans le cadre de laquelle les membres du Groupement s'engagent à souscrire en numéraire pour un montant maximum de **1,16 Mds€** (ci-après l' « **AK2 (Groupement)** ») au prix de **0,18 € par action** (**0,018 € en cas d'application forcée interclasse**) conduisant à l'émission de 6,5 milliards d'actions (65,2 milliards en cas d'application forcée interclasse)[7].

**Dans l'hypothèse d'un vote en faveur du projet de Plan de restructuration par la classe des actionnaires, cette augmentation de capital sera réservée au Groupement.**

**Dans l'hypothèse d'une application forcée interclasse à l'encontre des actionnaires**, à l'issue de laquelle ils détiendront 0,1% du capital, **les actionnaires actuels pourront également y souscrire dans la limite de leur détention au capital à l'issue de l'AK1 (Créanciers)**.

**A l'issue de l'AK2 (Groupement)**, la participation des actionnaires actuels, dans l'hypothèse où ils n'y souscrivent pas et ne souscrivent pas non plus à l'AK1 (Créanciers), sera alors divisée par deux[8] :

- **Dans l'hypothèse d'un vote en faveur du projet de Plan de restructuration** par l'ensemble des classes de parties affectées :
  - **les actionnaires actuels détiendront 0,5% du capital de la Société** ;
  - les membres du Groupement 50,2% ;
  - les actuels créanciers non sécurisés 49,3% ;

- **Dans l'hypothèse d'une application forcée interclasse** :
  - **les actionnaires actuels détiendront 0,05% du capital de la Société[9]** ;
  - les membres du Groupement 50,2% ;
  - les actuels créanciers non sécurisés 49,8%.

A l'issue de la réalisation de l'AK2 (Groupement), une troisième augmentation de capital d'un montant de **0,391 Md€** sera mise en œuvre avec maintien du DPS pour l'ensemble

[7] 0,178 € x 6,5 md d'actions = 1,16 Md€ ; 0,0178 € x 65,2 md d'actions= 1,16 Md€

[8] S'ils décident, dans le scénario d'application forcée interclasse contre les actionnaires, de souscrire à l'AK2 (Groupement), ils pourront limiter / annuler l'effet dilutif de l'AK2 (Groupement).

[9] Nous précisons que, selon les informations qui nous ont été communiquées, ce pourcentage de 0,05% constitue le minimum qu'il était techniquement possible de laisser aux actionnaires actuels dans ce scénario

des actionnaires (actionnaires actuels, créanciers non sécurisés convertis, membres du Groupement) (ci-après l'« **AK3** »).

L'AK3 sera réalisée au prix de **0,13 € par action** (**0,013 € en cas d'application forcée interclasse**), conduisant à l'émission de 2,9 milliards d'actions (29,3 milliards en cas d'application forcée interclasse).

Les membres du Groupement se sont engagés à souscrire à hauteur d'un montant minimum de 0,196 Md€ en exerçant leurs DPS. Les membres du SteerCo se sont engagés à garantir le solde de cette augmentation de capital, soit 0,195 Md€, en souscrivant en numéraire le nombre d'actions non souscrites sur exercice des DPS.

En contrepartie de ces engagements, les membres du SteerCo et du Groupement se verront attribuer par la Société des bons de souscription d'actions (BSA) donnant droit au total à 1,45% du capital social de la Société sur une base entièrement diluée, pour un prix d'exercice unitaire de 0,01 €.

**L'actionnaire actuel qui souscrirait à l'AK3 maintiendrait sa détention au capital à son niveau post-AK2 (Groupement)** (hors effet dilutif des BSA).

**L'actionnaire actuel qui n'y souscrirait pas serait dilué mais pourrait monétiser ses DPS.**

Enfin, à titre informatif, nous précisons que, dans l'hypothèse d'un vote en faveur du projet de Plan de restructuration par l'ensemble des classes de parties affectées, si les actionnaires actuels décident de souscrire à l'ensemble des augmentations de capital auxquelles il leur est donné droit de souscrire (AK1 et AK3), alors, post-AK3, les actionnaires actuels détiendront 49,8% du capital de la Société et les membres du Groupement 50,2%.

# 3. Analyse des principales modalités du Plan et de leurs impacts

## *3.1 Une réduction de 60% de l'endettement net du Groupe*

La mise en œuvre du Plan de restructuration permettra une réduction d'environ 60% de l'endettement net du Groupe :

| Données en milliards d'euros (sauf mention contraire) | 2022 |
|---|---|
| **Dette financière nette (hors IFRS 16) pré-Plan** | **8,86** |
| AK1 (Créanciers) | (3,82) |
| **Dette financière nette (hors IFRS 16) après AK1** | **5,04** |
| AK2 (Groupement) | (1,16) |
| **Dette financière nette (hors IFRS 16) après AK1 et AK2** | **3,88** |
| AK3 | (0,39) |
| **Dette financière nette (hors IFRS 16) après AK1, AK2 et AK3** | **3,49** |
| ***Ecart avec la dette pré-Plan (%)*** | ***(61%)*** |

Source : Dette financière nette (hors IFRS 16) : Présentation « Résultats annuels 2022 et chiffre d'affaires T1 2023 » du 12 mai 2023, p.42 ; Société ; Analyse Sorgem Evaluation

## *3.2 La capitalisation des créanciers non sécurisés apparait comme une étape préalable nécessaire à l'apport de nouvelles liquidités en fonds propres*

Compte tenu du pourcentage de détention du Groupement (50,2%) post-augmentation de capital d'un montant de 1,16 Md€, l'AK2 (Groupement) cristallise une valeur *post-money* de l'intégralité des fonds propres de 2,31 Mds€ (1,16 Md€ / 50,2%). Sur la base de la dette nette post-AK1 et AK2 (3,88 Mds€, cf. tableau ci-dessus), la valeur d'entreprise retenue par les parties ressort ainsi à 6,19 Mds€ (3,88+2,31 = 6,19).

Cette valeur d'entreprise de 6,19 Md€, qui sous-tend les conditions d'entrée du Groupement, représente seulement 70% du montant de la dette financière nette IFRS pré-Plan (hors IFRS16) de 8,86 Mds€.

Sur ces bases, le montant de la dette nette pré-Plan est ainsi très supérieur à la valeur d'entreprise. La valeur des fonds propres apparaît donc nulle et très éloignée d'une valeur positive (qui n'existe qu'à partir du moment où la valeur d'entreprise dépasse le montant de la dette).

Dans ces conditions, la réduction significative de la dette nette, à travers la capitalisation, via l'AK1 (Créanciers), de l'intégralité de la dette non sécurisée, apparait pour les membres du Groupement comme une étape préalable indispensable à leur apport, dont l'objectif est de contribuer au financement de la transformation du Groupe tout en

détenant le contrôle capitalistique, et n'a pas vocation à redonner de la valeur aux créanciers non sécurisés avant leur capitalisation (ni aux actionnaires).

### 3.3 Malgré la dilution très importante des actionnaires actuels, les créanciers non sécurisés enregistrent une décote substantielle (c. 70%)

Sur la base (i) de cette valeur d'entreprise implicite de 6,19 Mds€ et (ii) d'une dette nette post-AK1 (Créanciers) de 5,04 Mds€ (cf. tableau ci-avant), la valeur implicite des fonds propres[10] ressort, après cette étape, à 1,16 Md€ (6,19 – 5,04 = 1,15).

Ainsi, même avec une dilution très importante des actionnaires actuels conduisant les créanciers non sécurisés à détenir au moins 99% du capital, ces derniers enregistrent une décote substantielle : ils capitalisent une dette de 3,82 Mds€ en principal et se retrouvent avec une valeur en capital un peu inférieure à 1,15 Md€, soit une décote de l'ordre de 70%.

### 3.4 Les actionnaires n'ont pas d'intérêt financier à souscrire à l'AK1 (Créanciers)

Le prix d'émission retenu pour l'AK1 (Créanciers) (0,60 € ou 0,059 € selon l'hypothèse de vote de classe) est très supérieur au prix retenu pour l'AK2 (Groupement) (0,18 € ou 0,018 €) et l'AK3 (0,13 € ou 0,013 €) et les actionnaires actuels n'ont pas d'intérêt financier à y souscrire – même si ce prix est très inférieur au cours de bourse actuel. En souscrivant à 0,60 € / 0,059 € une action valant, sur la base du prix d'entrée des membres du Groupement, 0,18 € / 0,018 €, ils auraient en effet à subir la même décote de l'ordre de 70%[11] que subiraient les créanciers non sécurisés souscrivant à cette première augmentation de capital.

Ce prix d'émission est la résultante « technique » (i) du montant des engagements à convertir en capital (3,8 Mds€) et (ii) des hypothèses de dilution post-AK1 (Créanciers) négociées (entre la Société, certains créanciers, certains actionnaires significatifs et le Groupement) dans le cadre du Plan de restructuration.

En effet, compte tenu (i) d'un nombre d'actions pré-Plan de restructuration égal à 65 millions et (ii) de l'hypothèse retenue consistant à laisser, post-AK1(Créanciers), 1%

[10] La valeur de marché et non la valeur comptable

[11] 0,18 / 0,60 – 1 = 70% ; 0,018 / 0,059 – 1 = 69%

ou 0,1% du capital aux actionnaires actuels, le nombre d'actions à émettre ressort nécessairement à environ 6,4 ou 64,6 milliards[12].

Dès lors, le montant de la dette à convertir étant connu (3,82 Mds€), cela implique nécessairement un prix d'émission par action de 0,60 € ou 0,059 €[13].

### 3.5 La décote de 25% proposée dans le cadre de l'AK3 pourrait inciter l'actionnaire actuel à y souscrire. A défaut, il pourra monétiser son DPS.

Le prix d'émission de l'AK3 (0,13 € ou 0,013 €) a été défini de manière à extérioriser une décote de 25% par rapport aux conditions d'entrée du Groupement.

Cette décote pourrait conduire l'actionnaire actuel à vouloir y souscrire. A défaut, il pourra monétiser la valeur théorique de son DPS.

### 3.6 Synthèse de l'évolution du patrimoine de l'actionnaire actuel

Nous présentons ci-après à titre illustratif la **valeur du patrimoine d'un actionnaire actuel qui détiendrait aujourd'hui 100 actions**, en comparant les valeurs pré-Plan et post-Plan **à partir de la valeur d'entreprise du Groupe extériorisée par l'AK2 (Groupement)**.

**Sans mise en œuvre du Plan**, la valeur d'entreprise de 6,19 Mds€, telle qu'elle ressort implicitement de l'augmentation de capital à laquelle va souscrire le Groupement, est très inférieure au montant de l'endettement net du Groupe (8,86 Mds€). Dans ces conditions, **la valeur par action, et donc la valeur pour 100 actions, est nulle.**

[12] Ce qui laisse aux actionnaires actuels : 0,065 / 6,5 milliards = 1% ; 0,065 / 64,7 milliards = 0,1%
[13] 3,82 / 6,4 = 0,60 € ; 3,82 / 64,6 = 0,059 €

**Après mise en œuvre du Plan**, la valeur est présentée ci-dessous, en distinguant le scénario d'un vote favorable de l'ensemble des parties affectées et celui d'une application forcée interclasse (« AFI ») :

| Données en milliards d'euros (sauf mention contraire) | Vote favorable | AFI |
|---|---|---|
| Valeur d'entreprise retenue pour l'entrée du Groupement | 6,19 | 6,19 |
| Dette financière nette (hors IFRS 16) après AK1, AK2 et AK3 | (3,49) | (3,49) |
| **Valeur des fonds propres** | **2,70** | **2,70** |
| # d'actions (md) après AK1, AK2 et AK3 | 16,1 | 162 |
| **Valeur par action** | **0,167 €** | **0,02 €** |
| **Valeur pour 100 actions (hors DPS AK3)** | **16,7 €** | **1,67 €** |
| Nb. d'actions nouvelles pour 100 DPS AK3 | 23 | 23 |
| Valeur des DPS permettant de souscrire à une action | 0,034 € | 0,003 € |
| **Valeur théorique des 100 DPS AK3** | **0,8 €** | **0,08 €** |
| **Valeur totale pour 100 actions** | **17,5 €** | **1,7 €** |

Source : Société, Analyse Sorgem Evaluation. La valeur des DPS permettant de souscrire à une action correspond à la différence entre la valeur par action après AK1, AK2 et AK3, et le prix de souscription de l'AK3. Pour une action valant 0,167 € avec un prix de souscription de 0,133 €, on a une valeur de 0,034 €. Avec 100 actions, il est possible de souscrire à 23 nouvelles actions. Cela donne une valeur des 100 DPS de 23x0,034 =0,8 € dans le scénario d'un vote favorable. Le nb. d'actions présenté inclut l'effet dilutif des BSA.

Ainsi, **dans le scénario d'un vote favorable, la valeur totale pour 100 actions (y.c. DPS de l'AK3) ressort proche de 18 euros, ce qui valorise le patrimoine de l'actionnaire à un niveau très proche du prix d'entrée du Groupement** lors de la deuxième augmentation de capital, l'effet des BSA étant marginal.

**Dans l'hypothèse d'une AFI, la valeur totale pour 100 actions est dix fois inférieure et ressort à moins de deux euros, soit là aussi à un niveau très proche du prix d'entrée du Groupement dans ce scénario.**

## 4. Définition du caractère équitable du Plan de restructuration pour les actionnaires actuels

L'approche retenue consiste tout d'abord à apprécier globalement – et non étape par étape car le Plan de restructuration forme un tout dont les différentes parties sont indissociables les unes des autres – les effets du Plan de restructuration sur le patrimoine de l'actionnaire actuel.

Il s'agit ainsi de comparer :

- Le patrimoine de l'actionnaire actuel en l'absence de mise en œuvre du Plan de restructuration, avec

- Le patrimoine de l'actionnaire actuel après mise en œuvre du Plan de restructuration, en considérant deux hypothèses :

  (i) l'hypothèse d'un vote favorable de l'ensemble des classes de parties affectées (y.c. la classe des actionnaires) ;

  (ii) l'hypothèse d'un vote défavorable d'au moins une des classes de parties affectées (la classe des actionnaires ou toute autre classe), lequel conduira à une application forcée interclasse si les conditions sont réunies.

L'approche consiste également à analyser, dans les deux hypothèses ci-dessus, les conditions financières retenues pour chacune des Etapes de la restructuration financière :

- Au titre de l'Etape 1 (Conversion de l'ensemble de la dette non sécurisée en capital) : à vérifier que les conditions de l'augmentation de capital (l'AK1 (Créanciers)) ne sont pas défavorables aux actionnaires existants, c'est-à-dire qu'elles matérialisent bien une décote supportée par les créanciers non sécurisés au regard du montant de leurs engagements ;

- Au titre de l'Etape 2 (Augmentation de capital Groupement *new money*) : à vérifier que le prix d'émission retenu pour cette augmentation de capital (l'AK2 (Groupement)) est cohérent avec notre appréciation de la valeur du capital d'ORPEA post-AK1 (Créanciers) ;

- Au titre de l'Etape 3 (Augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription *new money*) : à analyser le prix d'émission retenu pour cette augmentation de capital (l'AK3) au regard de notre appréciation de la valeur du capital d'ORPEA post-AK3 et à calculer la valeur théorique du DPS pour les actionnaires actuels.

L'ensemble de ces analyses sont fondées :

- sur l'estimation d'une valeur d'entreprise d'ORPEA réalisée à partir des éléments financiers prévisionnels communiqués par la Société, lesquels reflètent la mise en œuvre et les effets attendus du Plan de refondation du Groupe ;

- sur l'estimation, à partir de cette valeur d'entreprise, d'une valeur des capitaux propres et d'une valeur par action ORPEA, en considérant le niveau de dette financière nette et la structure de l'actionnariat à chaque étape de la restructuration financière (pré-restructuration, post-AK1 (Créanciers), post-AK2 (Groupement), post-AK3).

# II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION

## 1. Présentation de Sorgem Evaluation et sélection de références

Le groupe SORGEM, fondé il y a plus de 50 ans, fournit des services de conseil et emploie plus de 50 salariés.

Le groupe effectue des interventions dans le support aux contentieux et les évaluations financières (SORGEM EVALUATION) ainsi que des études stratégiques de marques et en positionnement (SORGEM ADVANCE).

SORGEM EVALUATION dispose d'une équipe d'environ 25 collaborateurs et effectue régulièrement des missions d'évaluation d'entreprises dans différents contextes (fiscal, comptable, boursier, contentieux). SORGEM EVALUATION apparaît comme l'un des acteurs majeurs en Evaluation et *Litigation Support* d'après les derniers classements Décideurs, étant classé dans onze rubriques « incontournable » ou « excellent ».

La société comprend quatre associés (Blanche FEAUVEAUX, Thomas HACHETTE, Claire KARSENTI et Maurice NUSSENBAUM). Elle est présidée par Maurice NUSSENBAUM, associé fondateur.

Ses associés sont tous Experts de Justice. Ils sont également membres de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants) et de la SFEV (Société Française des Evaluateurs).

Pour rappel, l'APEI est une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) qui regroupe les principaux experts indépendants qui émettent des attestations d'équité. Cette association a notamment pour but de représenter les experts indépendants auprès des institutions en charge de l'organisation ou du fonctionnement des marchés financiers.

SORGEM EVALUATION est un acteur reconnu de l'expertise indépendante et en particulier de l'évaluation. Au cours des dernières années, nous avons notamment produit les attestations d'équité dans le cadre d'opérations listées ci-dessous :

| Date | Opération | Cible | Initiateur | Banque présentatrice |
|---|---|---|---|---|
| Jan-17 | OPAS | TESSI | PIXEL HOLDING | CM CIC, KEPLER CHEUVREUX |
| Avr-17 | OPRA | GAUMONT | GAUMONT | BNP PARIBAS |
| Jan-18 | OPAS | SES IMAGOTAG | BOE SMART RETAIL | SOCIETE GENERALE |
| Juil-18 | OPR-RO | HEURTEY-PETROCHEM | AXENS | INVEST SECURITIES |
| Nov-19 | OPR-RO | SIPH | MICHELIN / SIFCA | ODDO |
| Déc-19 | OPR-RO | AFONE PARTICIPATIONS | FL FINANCE / AWYS | SODICA |
| Nov-20 | OPAS-RO | ADVENIS | INOVALIS | KEPLER CHEUVREUX |
| Jan-21 | OPAS-RO | AMPLITUDE SURGICAL | AURORALUX (PAI) | ROTHSCHILD&CO |
| Avr-21 | OPAS-RO | SOCIETE FRANÇAISE DE CASINOS | CASIGRANGI | ODDO BHF |
| Oct-21 | OPR-RO | TESSI | PIXEL HOLDING | SOCIETE GENERALE |
| Fév-22 | OPR-RO | MUSEE GREVIN | COMPAGNIE DES ALPES | SODICA |
| Mai-22 | OPAS-RO | HIOLLE INDUSTRIES | HIOLLE DEV. | LCL |
| Déc-22 | OPA | ATARI | IRATA LLC | ROTHSCHILD&CO |

## 2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée par :

- Maurice Nussenbaum, signataire du rapport, est Associé fondateur et Président de Sorgem Evaluation. Il est diplômé d'HEC, Agrégé des Facultés de Droit et de Sciences économiques, professeur Emérite à l'Université Paris Dauphine, fondateur du Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière », Président du Comité Scientifique de Pilotage du Master 225, expert financier près les Cours administratives d'Appel de Paris et de Versailles, expert financier près la Cour d'appel de Paris (h), agréé par la Cour de Cassation (h), expert du Club des juristes, ex-président de la section Finance de la Compagnie Nationale des Experts Agréés par la Cour de Cassation, et Président d'honneur et membre du comité directeur de

l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), dont Sorgem Evaluation est membre ;

- Florent Myara, Directeur de mission. Il est diplômé d'HEC et enseigne au sein du Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière » de l'Université Paris-Dauphine. Il est membre de la SFEV (Société Française des Evaluateurs). Il dispose d'une expérience professionnelle de près de quinze ans dans le domaine de l'évaluation financière, après un début de carrière en audit et en Transaction Services ;

- Benjamin Dusautoir, Manager, diplômé de l'ESSEC, disposant d'une expérience professionnelle de plus de cinq ans dans le domaine de l'évaluation et du conseil financier ;

- Enzo Lumbroso, Consultant senior, diplômé de l'ESSEC, disposant d'une expérience de deux ans en évaluation financière après un début de carrière dans le conseil en stratégie ;

- Emma Bonnet, Consultante junior (Université Paris-Dauphine).

Ce rapport a fait l'objet d'une revue indépendante (contrôle qualité) réalisée par Thomas Hachette, Associé de Sorgem Evaluation. Il est diplômé de l'EDHEC et enseigne au sein du MSc Financial Management. Il est expert de justice près la Cour d'appel de Paris et les Cours administratives d'Appel de Paris et de Versailles et membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV), de la Compagnie Nationale des Experts de Justice en Finance (CNEJEF) et de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI).

Nous précisons que le contrôleur qualité :

- n'a pas pris part directement à la réalisation de la mission et est intervenu en totale indépendance à l'égard du signataire du rapport ainsi que des autres membres de l'équipe Sorgem Evaluation ;

- a été consulté lors de l'acceptation de la mission sur l'indépendance de Sorgem Evaluation et sa propre indépendance ;

- a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiées au cours de la mission jusqu'à l'émission du rapport. Son rôle a été de s'assurer de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'attestation d'équité. Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec l'Associé signataire.

## 3. Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et conformément aux dispositions de l'instruction AMF n° 2006-08 du 28 septembre 2006 modifiée le 10 février 2020, Sorgem Evaluation atteste de son indépendance pour conduire la présente mission d'expertise indépendante.

## 4. Réserves

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations de nature économique, juridique, comptable et financière qui nous ont été communiqués par la Société et ses conseils.

Nous avons considéré que ces documents étaient fiables et transmis de bonne foi et ne les avons donc ni validés ni audités.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ou validé les données prévisionnelles utilisées. Nous avons néanmoins cherché à en apprécier le caractère raisonnable au regard notamment des performances historiques, des données disponibles sur les marchés sous-jacents et des explications orales et écrites obtenues auprès du management du Groupe.

Nous rappelons également (i) que nous n'avons pas pris part aux négociations intervenues entre la Société et les différentes parties prenantes ayant conduit au projet de Plan de restructuration, (ii) que nous n'avons pas étudié les plans alternatifs présentés par certains groupes d'actionnaires et de créanciers, (iii) que nous n'avons mené aucune diligence dans le cadre de la procédure de sauvegarde accélérée ouverte le 24 mars 2023 et (iv) que le présent rapport a pour objet de nous prononcer sur le caractère équitable du Plan de restructuration pour les actionnaires actuels uniquement (et non pour toute autre partie prenante).

Enfin, nous précisons que nos travaux d'expertise indépendante reposent notamment sur l'estimation d'une valeur de marché du Groupe à la date du présent rapport (laquelle constitue la « Date d'Evaluation »). Cette valeur repose sur des paramètres de marché susceptibles de varier dans le temps en fonction des conditions économiques et des anticipations des agents économiques.

# III. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON MARCHE

## 1. Historique du Groupe jusqu'en 2021

Nous présentons ci-dessous un résumé de l'historique du Groupe précédant les difficultés rencontrées en 2022 (lesquelles sont rappelées *supra*)[14] :

- 1989 : création du groupe ORPEA ;
- 1989-1995 : ouverture de 46 établissements en France, représentant 4 600 lits de maisons de retraite ;
- 1995 : Consolidation et structuration de l'organisation avec la création du siège administratif en région parisienne ;
- 2002 : Introduction en Bourse le 16 avril sur le Second Marché d'Euronext Paris ;
- 2004 : Ouverture sur l'Europe avec deux premiers établissements en Italie ;
- 2006 : Poursuite de l'expansion internationale avec l'acquisition d'établissements en Suisse (clinique psychiatrique), en Belgique (complexe gériatrique) et en Espagne (groupe Care de 15 établissements représentant plus de 1 500 lits) ;
- 2008 – 2009 : Structuration du déploiement européen avec la création de sièges fonctionnels en Belgique, en Espagne et en Italie ;
- 2010 : Acquisition stratégique du groupe Mediter (qui détient notamment une participation majoritaire dans le groupe Mieux Vivre) et prise de participation de 49 % dans le groupe Medibelge, représentant au total plus de 4 800 lits répartis sur 57 établissements ;
- 2011 : Augmentation de capital de 203 M€ pour renforcer la structure financière et accélérer ses développements en France et à l'international ;
- 2012 : Poursuite de l'internationalisation du Groupe avec l'acquisition d'Artevida en Espagne (plus de 1 150 lits et places) ; première émission obligataire privée d'un montant de 193 M€ ;

[14] Source : DEU 2021

- 2013 : Entrée du fonds de pension canadien CPPIB à hauteur de 15,9 % du capital[15] ;

- 2014 – 2020 : Poursuite du développement international du Groupe :

> 2014 : Accélération de l'expansion internationale, notamment dans les pays germanophones, au travers de deux acquisitions stratégiques : Senevita en Suisse (plus de 2 200 lits et 21 maisons de retraite) et SilverCare en Allemagne (plus de 5 900 lits et 61 maisons de retraite) qui permettent au Groupe de doubler la taille de son réseau international,

> 2015 : Acquisition du groupe SeneCura en Autriche et en République Tchèque représentant plus de 4 200 lits, de Celenus Kliniken en Allemagne représentant 15 cliniques (plus de 2 600 lits), ainsi que des deux groupes régionaux Residenz Gruppe Bremen (plus de 3 000 lits) et Vitalis (plus de 2 400 lits),

> 2016 : Acquisition du leader polonais de la prise en charge de la dépendance, Medi-System, représentant 704 lits, de Sanyres (3 300 lits) en Espagne et de Spitex en Suisse, leader privé des soins à domicile. Ouverture d'un premier établissement en Chine,

> 2017 : Implantation du Groupe en Amérique latine, avec la construction de 2 100 lits au Brésil. Poursuite du développement en Europe avec de nouvelles acquisitions et créations d'établissements,

> 2018 – 2020 : Acquisitions successives en Europe, notamment aux Pays-Bas (4), en Allemagne (2), en Irlande (2) et en France (Sinoué et Clinipsy, positionnées sur le segment de la santé mentale) ;

- 2021 : Poursuite du développement international avec plusieurs acquisitions, principalement en Irlande et en Suisse.

[15] Dans un communiqué de presse du 9 février 2023, la Société a indiqué avoir été notifiée du franchissement à la baisse par CPPIB des seuils légaux de (i) 20% et 15% des droits de vote, (ii) 10% du capital et des droits de vote et (iii) 5% du capital de la Société, suite à la cession sur le marché par CPPIB de 7 424 188 actions ORPEA, entre le 2 et le 7 février 2023. Nous précisons qu'entre ces deux dates, le cours de l'action ORPEA s'est établi, à chaque clôture journalière, entre 2,3 € et 3,8 €.

## 2. Présentation des activités du Groupe

L'activité du Groupe ORPEA couvre trois métiers principaux que sont les maisons de retraite médicalisées, les cliniques de soins médicaux et de réadaptation (SMR) et les cliniques de santé mentale. Le Groupe propose également à ses patients d'autres services regroupant les services et soins à domicile ainsi que les résidences services seniors.

Le Groupe compte plus de 76 000 collaborateurs et accueille chaque année plus de 255 000 patients et résidents. En 2022, il a réalisé un chiffre d'affaires de 4,7 Mds€[16].

En 2021, il disposait de près de 90 000 lits et 1 000 établissements déployés dans 22 pays à l'international, dont 36% étaient localisés en France, et 17% en Allemagne[17].

### *2.1 Offres de services*

#### *2.1.1. Maisons de retraite médicalisées*

ORPEA propose des services médicaux et de soin avec hébergement dans des établissements de retraite médicalisés. L'âge moyen des patients lors de leur entrée est de 89 ans et la durée moyenne de séjour dans ces établissements est de 18 à 24 mois[18].

Les maisons de retraite médicalisées représentent 61% du chiffre d'affaires 2022 d'ORPEA, soit 2,9 milliards d'euros[19].

Sur ce métier, ORPEA est l'un des trois acteurs majeurs dans les principaux pays où le Groupe exerce son activité[20].

#### *2.1.2. Cliniques de soins médicaux et de réadaptation (SMR)*

Le Groupe dispose de cliniques de soin médicaux et de réadaptation (SMR) spécialisées dans la rééducation et la réadaptation des patients. Ces cliniques ont pour objectif de préparer les patients à leur réinsertion socioprofessionnelle après un accident, une maladie chronique ou une intervention chirurgicale.

---

[16] Présentation « Résultats annuels 2022 et chiffre d'affaires T1 2023 » du 12 mai 2023, p.2 et p.5
[17] Source : Etude Xerfi – ORPEA, dynamique du groupe et de ses activités, environnement concurrentiel et perspectives stratégiques – août 2022 – p.79
[18] Source : DEU 2021, p.36
[19] Source : Etude stratégique communiquée par la Société (ci-après l'« Etude Stratégique »)
[20] France, Allemagne, Pays-Bas, Suisse, Autriche, Belgique, Espagne

Sur ce secteur, ORPEA apparaît comme le leader du marché français et un acteur central en Allemagne.

### 2.1.3. Cliniques de santé mentale

ORPEA met à disposition pour ses patients des cliniques de santé mentale spécialisées.

Celles-ci accueillent des patients atteints de troubles psychiques dont 75% sont âgés de moins de 70 ans et 35% de moins de 40 ans[21].

Les cliniques SMR et les cliniques de santé mentale représentent 36% du chiffre d'affaires 2022 d'ORPEA, soit 1,7 milliard d'euros[22].

### 2.1.4. Autres services

Le Groupe propose par ailleurs des services et soins à domicile ainsi que des hébergements résidentiels destinés aux personnes âgées.

S'agissant des services et soins à domicile, le Groupe offre un panel de services diversifiés dédié aux personnes souhaitant rester vivre à leur domicile et qui ont besoin d'une aide extérieure. Il s'agit notamment de personnes âgées en perte d'autonomie provisoire ou permanente du fait de leurs pathologies ou de leur handicap.

Les services et soins à domicile représentent 3% du chiffre d'affaires du Groupe en 2022, soit 140 millions d'euros[23].

Les résidences services seniors sont destinées aux seniors autonomes ou semi-valides désirant préserver leur indépendance. Ces résidences non médicalisées disposent néanmoins d'un personnel permanent pour organiser les services demandés par les résidents (coiffure, animation, restauration…). Des espaces collectifs et interactifs sont mis à disposition des résidents afin de favoriser le maintien du lien social au sein des établissements.

[21] Source : Etude Stratégique
[22] Source : Etude Stratégique
[23] Source : Etude Stratégique

### 2.1.5. Tarification

La tarification des établissements de prise en charge de la dépendance est encadrée dans tous les pays européens et se décompose généralement de la manière suivante[24] :

- une partie correspondant aux soins et aux dépenses médicales, usuellement financée par les pouvoirs publics ;
- l'autre partie correspondant à l'hébergement, la restauration, l'animation ou le confort hôtelier, généralement financée par le résident/patient lui-même ou par des systèmes d'assurance privée.

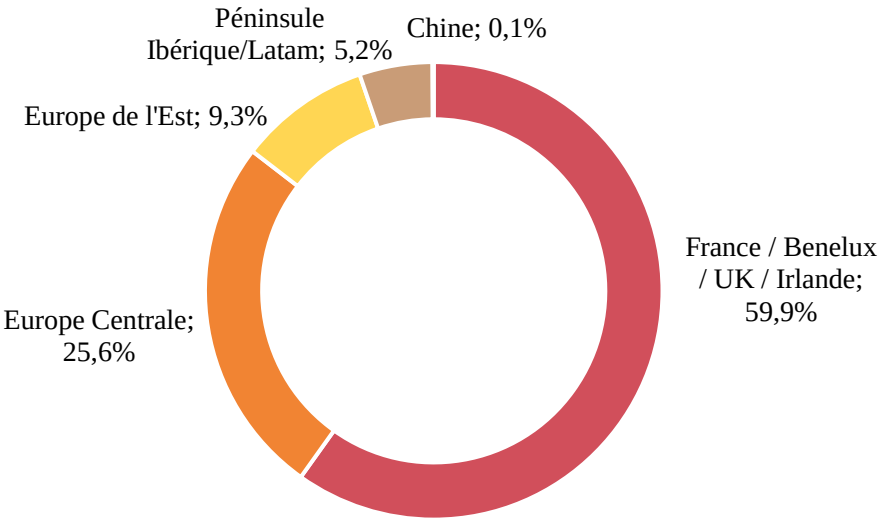
## 2.2 Exposition géographique

ORPEA est présent en France et dans un grand nombre de pays européens dont les principaux sont l'Allemagne, l'Autriche, la Suisse, les Pays-Bas, la Belgique, l'Espagne et l'Irlande.

Le graphique ci-après présente la répartition géographique du chiffre d'affaires 2022 d'ORPEA, en distinguant pour la France l'activité des maisons de retraite médicalisées de celle des cliniques (SMR et santé mentale).

[24] Source : DEU 2021 p.37

**Répartition géographique du chiffre d'affaires 2022 d'ORPEA[25] - en %**




*Source : Comptes 2022.*

Le Groupe réalise la part la plus importante de son chiffre d'affaires (60%) dans la zone France / Benelux / UK / Irlande, puis en Europe Centrale (26%, qui regroupe l'Allemagne, l'Italie et la Suisse) et en Europe de l'Est (9%, qui contient l'Autriche, la Pologne, la République Tchèque, la Slovénie, la Lettonie et la Croatie).

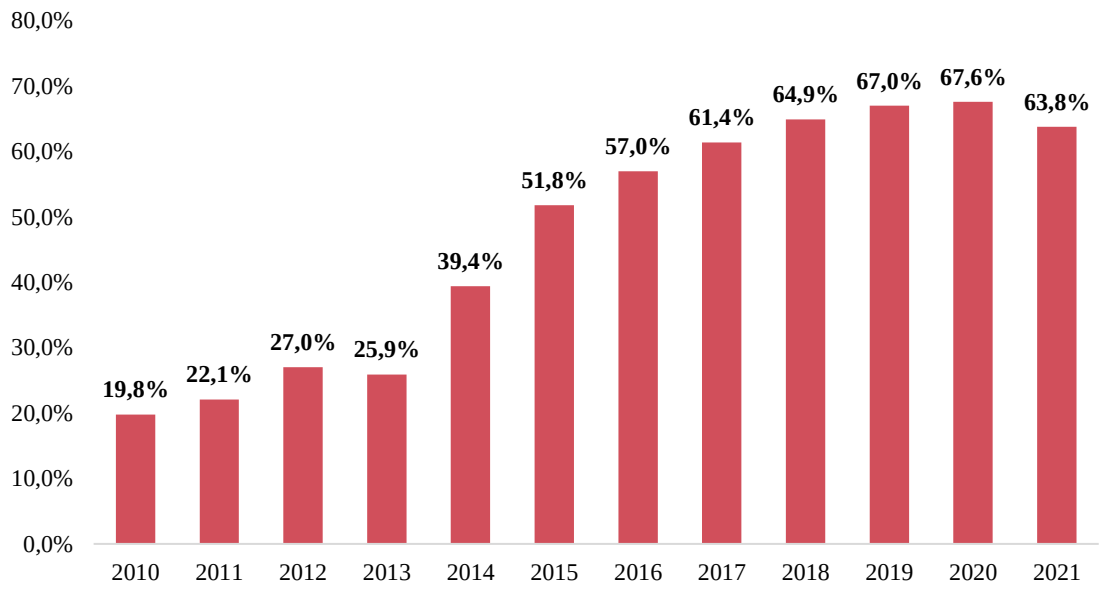
Le Groupe est également présent hors Europe, dans la zone Péninsule Ibérique / LATAM (5% du chiffre d'affaires, qui regroupe l'Espagne, le Portugal, le Brésil, l'Uruguay, le Chili, le Mexique et la Colombie) ainsi qu'en Chine[26].

Ces dernières années, le développement d'ORPEA à l'international s'est majoritairement opéré en Allemagne (2 acquisitions en 2018 et 2019) et aux Pays-Bas (4 acquisitions en 2018 et 2019), expliquant le poids croissant de ces pays dans le chiffre d'affaires consolidé du Groupe. L'Europe reste aujourd'hui la zone géographique où ORPEA réalise la part la plus importante de son chiffre d'affaires et concentre la majorité de ses investissements, notamment parce qu'elle connaît un vieillissement significatif de sa population dû à l'arrivée en fin de vie de la génération « *baby-boom* ». Dans le même temps, le Groupe a investi de manière croissante en Amérique Latine[27].

[25] Source : Comptes 2022
[26] Source : Comptes 2022
[27] Source : Etude Xerfi – ORPEA, dynamique du groupe et de ses activités, environnement concurrentiel et perspectives stratégiques – août 2022 – p.58

La stratégie de croissance externe d'ORPEA s'explique historiquement par la volonté d'aller chercher des relais de croissance à l'étranger, là où l'offre de services est moins développée. Entre 2010 et 2021, la part des établissements du Groupe situés à l'étranger est passée de 19,8% à 63,8%, comme l'illustre le graphique ci-dessous.

**Evolution du réseau à l'international d'ORPEA**
***Part en % de lits des établissements situés hors de France***




Source : Etude Xerfi – ORPEA, dynamique du groupe et de ses activités, environnement concurrentiel et perspectives stratégiques – août 2022 – p.58

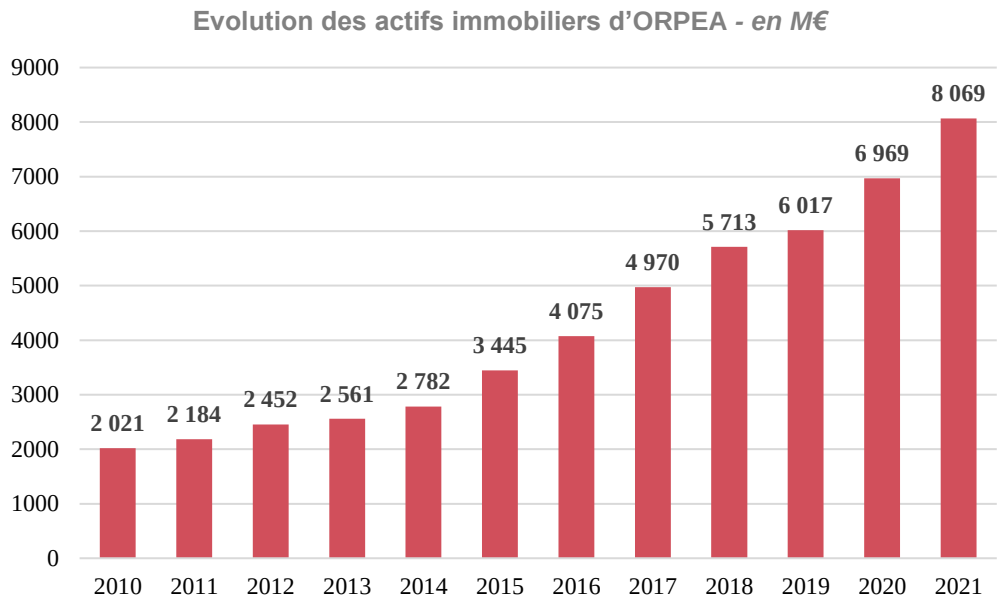
## 2.3 Stratégie immobilière

Le Groupe détient près de la moitié de son parc immobilier destiné à ses activités. Dans le cadre de son développement, le Groupe assure par ses propres moyens la maîtrise d'œuvre d'une grande partie des ensembles immobiliers en construction destinés à son exploitation.

Selon sa politique de gestion patrimoniale, le Groupe décide pour chaque actif en construction soit de sa conservation soit de sa mise en vente avant reprise en location à travers un contrat de *sale & leaseback*.

Ainsi, à fin 2021, le taux de détention des actifs immobiliers du Groupe s'élevait à 46%. Ils correspondaient à une valeur patrimoniale de 8,1 milliards d'euros[28].

Les graphiques ci-dessous illustrent l'évolution du patrimoine immobilier du Groupe ainsi que du taux de détention des actifs exploités.

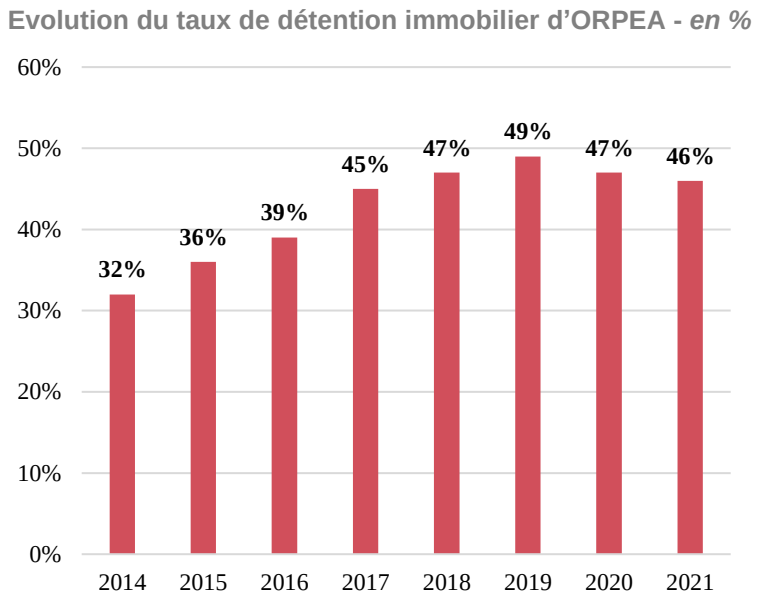



Source : Etude Xerfi – ORPEA, dynamique du groupe et de ses activités, environnement concurrentiel et perspectives stratégiques – août 2022 – p.25

Note 1 : la Société mentionne un total d'actifs immobiliers de 8,4 Mds€ pour 2021 (source : communiqué du 12 mai 2023 p.2) en incluant les actifs disponibles à la vente.

Note 2 : au 31 décembre 2022, il a été constaté à la fois une dépréciation de 1,4 Md€ sur les actifs immobiliers en compte de résultat et une baisse de 1,9 Md€ en capitaux propres du fait d'un changement de la méthode comptable appliquée aux ensembles immobiliers comptabilisés selon IAS 16. De ce fait, la valeur au bilan des actifs immobiliers s'élève au 31 décembre 2022 à 4,9 Mds€ et la valeur économique totale du patrimoine immobilier s'établit à 6,5 Mds€, dont 4,9 Mds€ d'actifs évalués par des experts indépendants dont les travaux font ressortir un taux de rendement moyen des actifs de 5,1 %, le solde, 1,6 Md€, étant maintenu à la valeur comptable (source : communiqué du 12 mai 2023 p.7). Ces dépréciations ont été auditées par les commissaires aux comptes qui ont notamment analysé « les hypothèses sur lesquelles se fondent les estimations retenues par la Direction pour les projections de flux de trésorerie, notamment en termes de taux d'occupation et de marge d'EBITDAR. » Ils ont également comparé « les données prévisionnelles utilisées pour le calcul des valeurs d'utilité avec les business plans par établissements préparés par les conseils d'ORPEA ayant servi à l'élaboration du plan stratégique 2022-2025 présenté au marché le 15 novembre 2022 » (cf. p.7 de leur rapport sur les comptes consolidés 2022).

[28] Source : DEU 2021 p.34 (hors prise en compte des actifs destinés à la vente)




Source : Etude Xerfi – ORPEA, dynamique du groupe et de ses activités, environnement concurrentiel et perspectives stratégiques – août 2022 – p.25

## 2.4 Stratégie de développement

Historiquement, la stratégie de développement et de croissance d'ORPEA a suivi les principaux axes suivants[29] :

- la conquête de nouveaux marchés dans des zones géographiques où l'offre est insuffisante (Irlande, Europe Centrale et de l'Est, Amérique Latine) et/ou le pouvoir d'achat élevé (grandes agglomérations), à travers la création d'établissements ou l'acquisition d'acteurs déjà présents localement ;

- le renforcement de sa position sur les marchés existants à travers :

  > le développement d'une offre haut-de-gamme à plus forte valeur ajoutée, dans des zones attrayantes où le pouvoir d'achat est élevé ;

  > des gains d'efficacité opérationnelle issus notamment de l'augmentation des capacités d'accueil.

[29] Source : Etude Xerfi – ORPEA, dynamique du groupe et de ses activités, environnement concurrentiel et perspectives stratégiques – août 2022 – p.55

# 3. Présentation du marché dans lequel intervient le Groupe

## *3.1 Etat du marché*

Le marché sur lequel intervient ORPEA regroupe trois types d'acteurs :

- les acteurs privés à but lucratif ;
- les acteurs privés à but non lucratif ;
- les acteurs publics.

ORPEA faisant partie des acteurs privés à but lucratif, c'est sur eux que nous concentrons les développements ci-dessous.

S'agissant du secteur des **maisons de retraite médicalisées**, le marché français des acteurs privés à but lucratif représente 139 000 lits[30] en 2022, soit 23% du marché total (i.e. comprenant tous les types d'acteurs)[31].

En Europe, au sein des principaux pays où opère le Groupe[32], la part du marché revenant aux acteurs privés à but lucratif varie entre 5% et 41% selon les pays et leur législation[33]. L'Allemagne, la Belgique, l'Espagne et la France sont les pays où ces acteurs captent les parts de marché les plus significatives[34].

Le marché **des soins médicaux et de réadaptation (SMR)** pour les acteurs privés à but lucratif représente en France 40 870 lits et places en 2020, soit 34% du marché total[35]. Cette part de marché dépasse les 60% en Allemagne[36]

On dénombre près de 100 000 lits destinés à la **santé mentale** des patients en France[37]. La part de marché[38] revenant aux acteurs privés à but lucratif y est inférieure à 20%[39].

---

[30] Source : Etude Stratégique
[31] Source : Etude Stratégique
[32] France, Allemagne, Suisse, Pays-Bas, Autriche, Belgique et Espagne
[33] Source : Etude Stratégique
[34] Source : Etude Stratégique
[35] Source : DRESS – Les établissements de santé, édition 2022 – p.133
[36] Source : Etude Stratégique
[37] Source : Etude Stratégique
[38] Exprimée en nombre de lit
[39] Source : Etude Stratégique

## 3.2 Environnement concurrentiel

Le marché sur lequel intervient ORPEA présente de fortes barrières à l'entrée en raison de la réglementation complexe qui encadre les activités de services à la personne et de soins médicaux[40].

Ainsi, la grande majorité du marché en France et en Europe est captée par un nombre limité d'acteurs. A titre d'exemple, sur le marché français des **maisons de retraite médicalisées** pour les acteurs privés à but lucratif, les 15 principaux acteurs détiennent environ 70% du nombre de lits[41].

Parmi ces acteurs, Korian est le principal concurrent du Groupe. La société, principalement active sur les mêmes segments d'activité qu'ORPEA (maisons de retraite médicalisées, cliniques SMR, cliniques de santé mentale, résidences seniors et agences d'aide à domicile), réalise un chiffre d'affaires de 4 137 M€ en 2021, comparable à celui d'ORPEA sur la même période (4 299 M€)[42].

Les trois autres acteurs majeurs du marché français des maisons de retraite médicalisées sont DomusVi , Colisée et LNA Santé, avec des chiffres d'affaires consolidés respectivement d'environ 1 600 M€, 1 162 M€ et 690 M€ en 2021[43].

Sur les **marchés des cliniques SMR** et de la **santé mentale**, Ramsay Santé, acteur australien, capte respectivement près de 6% et 9% des parts de marché en France, contre 19% et 27% pour ORPEA et 9% et 1% pour Korian[44].

En Allemagne, le deuxième marché du Groupe, Korian est le leader sur le segment des maisons de retraite médicalisées, avec 27 000 lits soit 7% du marché, suivi d'Alloheim avec environ 23 000 lits et d'ORPEA avec environ 13 000 lits[45].

Sur le segment des cliniques SMR en Allemagne, ORPEA fait face à trois concurrents principaux : Median Kliniken (environ 19 000 lits représentant 18% du marché des

---

[40] Source : DEU 2021 p.37

[41] Estimation calculée à partir du nombre de lits du top 15 des acteurs du secteur (source : Etude Xerfi – ORPEA, dynamique du groupe et de ses activités, environnement concurrentiel et perspectives stratégiques – août 2022 – p.32) et du nombre de lits totaux du marché des acteurs privés à but lucratif (source : Etude Stratégique)

[42] Source : DEU 2022 p.9 pour Korian (CA 2021 retraité) et DEU 2021 p.246 pour ORPEA

[43] Source : Etude Xerfi – ORPEA, dynamique du groupe et de ses activités, environnement concurrentiel et perspectives stratégiques – août 2022 p.8

[44] Source : Etude Stratégique

[45] Source : Etude Stratégique

acteurs privés à but lucratif), Mediclin (8%) et Vamed (6%). La part de marché d'ORPEA sur ce segment est de 3%, correspondant à 3 000 lits[46].

En Autriche, le troisième marché du Groupe, ORPEA est leader du segment des maisons de retraite médicalisées avec environ 5 000 lits représentant 67% du marché des acteurs privés à but lucratif, suivi d'AHA Gruppe avec 1 000 lits et de Sanlas Holding avec 600 lits[47].

## 3.3 Dynamique du marché français (principal marché du Groupe)

### 3.3.1. Dynamique récente

En 2022, les revenus des exploitants de **maisons de retraite médicalisées** ont augmenté dans un contexte de hausse générale des prix (revalorisation des tarifs de leurs prestations d'hébergement en 2022). Le chiffre d'affaires des EHPAD devrait augmenter de 3% en 2022 et de 2% en 2023[48], notamment grâce aux politiques de revalorisations tarifaires.

La consolidation s'est par ailleurs accélérée sur le segment des maisons de retraite médicalisées des acteurs privés à but lucratif en France. Celle-ci s'est matérialisée par des rachats d'acteurs intermédiaires par des acteurs plus gros, comme ORPEA, Korian, DomusVi et Colisée. Sur ce marché, les 6 premiers acteurs détiennent désormais 60% des établissements privés commerciaux[49].

En ce qui concerne les **cliniques SMR,** leur chiffre d'affaires devrait augmenter de 2,5% en 2023[50]. Cette dynamique positive s'explique par :

- des évolutions socio-démographiques (vieillissement de la population, prévalence croissante des maladies chroniques, etc.) favorables au secteur, rendant incompressible la majeure partie de la demande de soins adressée aux cliniques ;

- les hausses tarifaires accordées aux cliniques SMR par les pouvoirs publics pour amortir la hausse de leurs charges. L'inflation pèse en effet sur les marges des acteurs de l'ensemble du secteur, lesquels ont souffert d'un effet ciseau en 2020 avec une chute de leur taux d'occupation et le maintien voire la hausse de leurs charges lors de la crise sanitaire liée au Covid-19.

[46] Source : Etude Stratégique
[47] Source : Etude Stratégique
[48] Source Xerfi – Les maisons de retraite médicalisées – octobre 2022 – p.53
[49] Source Xerfi – Les maisons de retraite médicalisées – octobre 2022 – p.13
[50] Source Xerfi – Les SMR – octobre 2022 – p.11

La consolidation du secteur des SMR s'est également accentuée en parallèle de l'augmentation de la taille moyenne des cliniques dans une optique d'optimisation des coûts[51].

S'agissant des **cliniques de santé mentale**, une augmentation de la part des soins liée aux maladies chroniques est constatée sur le marché, ainsi qu'une sensibilisation croissante de la population aux enjeux de santé mentale[52].

### *3.3.2. Perspectives et risques*

#### a) Des perspectives de croissance guidées par un vieillissement de la population

A moyen terme, le vieillissement de la population et l'augmentation de la part des personnes âgées dans celle-ci devrait entraîner une hausse de la demande en nombre de lits, estimée à 25% d'ici 2030[53].

#### b) Des risques pèsent néanmoins sur le secteur

Le marché doit faire face à une pénurie de ressources humaines en raison d'un *turnover* élevé et des difficultés de recrutement[54]. Ce phénomène a été exacerbé par la crise du Covid-19. Les acteurs du marché devront rendre les professions du soin et de la santé plus attractives afin d'éviter une dégradation de la qualité de service.

En outre, des changements de régulation sont susceptibles d'impacter leur activité, tout comme des changements de politiques tarifaires de l'Assurance Maladie qui fixe les tarifs d'hébergement[55].

En ce qui concerne les maisons de retraite médicalisées, la fin du « tout EHPAD » et la popularité croissante des solutions alternatives pourraient remettre en cause le modèle d'affaires des exploitants et ralentir les perspectives de croissance du secteur, dans un contexte où une part grandissante de la population souhaite vieillir à son domicile[56]. De

---

[51] Source Xerfi – Les SMR – octobre 2022 – p.13
[52] Source : Etude Stratégique
[53] Source : Etude Stratégique
[54] Source : Etude Xerfi – ORPEA, dynamique du groupe et de ses activités, environnement concurrentiel et perspectives stratégiques – août 2022 – p.56
[55] Source : Etude Xerfi – ORPEA, dynamique du groupe et de ses activités, environnement concurrentiel et perspectives stratégiques – août 2022 – p.56
[56] Source : Etude Xerfi – ORPEA, dynamique du groupe et de ses activités, environnement concurrentiel et perspectives stratégiques – août 2022– p.56

surcroit, les pouvoirs publics encouragent une approche domiciliaire pour diminuer les coûts de prise en charge en établissement[57].

Enfin, la crise réputationnelle, affectant majoritairement les exploitants de maisons de retraite médicalisées[58], pourrait avoir des effets négatifs sur l'activité des exploitants à moyen terme[59].

## 4. Principales données financières historiques du Groupe

### *4.1 Principaux éléments du compte de résultat*

Le tableau ci-après synthétise les principaux agrégats du compte de résultat consolidé d'ORPEA.

**Présentation du compte de résultat du Groupe sur la période 2018 – 2022**

| P&L (en M€) | 31/12/2018 | 31/12/2019 | 31/12/2020 | 31/12/2021 | 31/12/2022 |
|---|---|---|---|---|---|
| **Chiffre d'affaires** | 3 420 | 3 740 | 3 922 | 4 299 | 4 681 |
| *Croissance en %* | *n.a* | *9,4%* | *4,9%* | *9,6%* | *8,9%* |
| **EBITDAR** | **n.a.** | **983** | **963** | **1 070** | **780** |
| *En % du CA* | *n.a* | *26,3%* | *24,6%* | *24,9%* | *16,7%* |
| **EBITDA** | **604** | **949** | **926** | **1 041** | **756** |
| *En % du CA* | *17,6%* | *25,4%* | *23,6%* | *24,2%* | *16,2%* |
| **EBITDA hors IFRS 16** | **604** | **651** | **661** | **682** | **342** |
| Amortissement et provisions | (176) | (446) | (504) | (645) | (805) |
| **Résultat opérationnel courant** | **428** | **504** | **423** | **396** | **(49)** |
| *En % du CA* | *12,5%* | *13,5%* | *10,8%* | *9,2%* | *(1,0%)* |
| **Résultat opérationnel** | **446** | **541** | **467** | **355** | **(4 272)** |
| *En % du CA* | *13,0%* | *14,5%* | *11,9%* | *8,3%* | *(91,3%)* |
| **Résultat financier** | **(136)** | **(215)** | **(257)** | **(249)** | **(319)** |
| *En % du CA* | *(4,0%)* | *(5,7%)* | *(6,5%)* | *(5,8%)* | *(6,8%)* |
| **Résultat avant impôt** | **309** | **326** | **210** | **106** | **(4 591)** |
| *En % du CA* | *9,0%* | *8,7%* | *5,4%* | *2,5%* | *(98,1%)* |
| Charges d'impôt | (95) | (99) | (53) | (38) | 596 |
| Quote-part de résultat dans les entreprises associées et coentreprises | 7 | 6 | 2 | (1) | (33) |
| **Résultat Net Consolidé** | **221** | **233** | **159** | **67** | **(4 028)** |
| *En % du CA* | *6,5%* | *6,2%* | *4,1%* | *1,6%* | *(86,0%)* |
| Part revenant aux intérêts minoritaires | 1 | (1) | (1) | 2 | (1) |
| **Résultat part du groupe** | **220** | **234** | **160** | **65** | **(4 027)** |

*Sources : Comptes consolidés 2022*

[57] Source : Etude Xerfi – Les maisons de retraite médicalisées – octobre 2022 - p.14
[58] Suite à la publication du livre-enquête *Les Fossoyeurs* en 2022
[59] Source : Etude Xerfi – ORPEA, dynamique du groupe et de ses activités, environnement concurrentiel et perspectives stratégiques – août 2022 – p.50

### 4.1.1. Evolution du chiffre d'affaires

ORPEA présente en 2022 un chiffre d'affaires consolidé de 4 681 M€, en augmentation de 8,9% par rapport à 2021 (+5,5% en croissance organique).

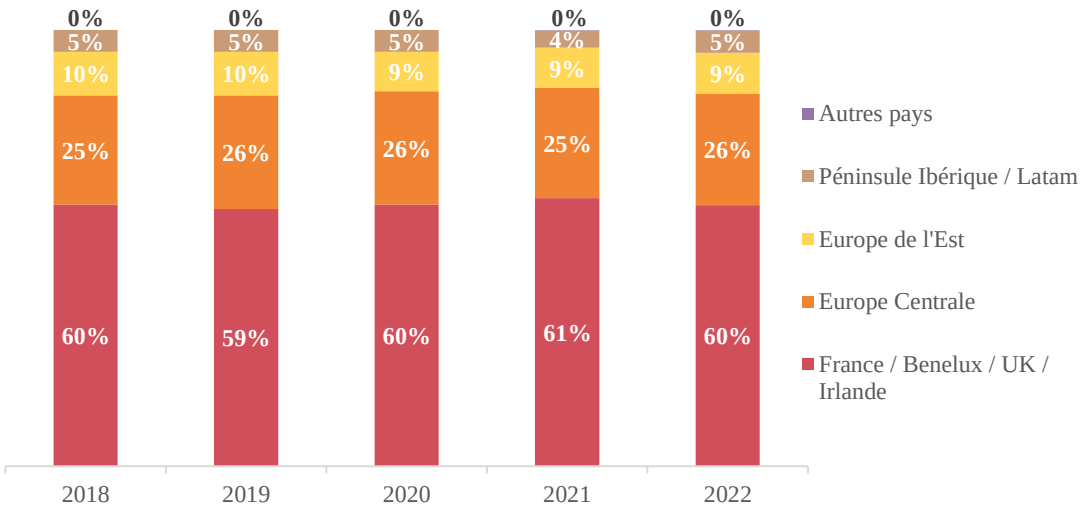
Le taux de croissance annuel du chiffre d'affaires consolidé d'ORPEA est relativement stable sur la période 2019-2022, à l'exception de l'exercice 2020, marqué par la crise de la Covid-19.

La progression de l'activité en 2022 a été permise par (i) une sortie progressive de la crise sanitaire liée à la Covid-19 et (ii) la montée en puissance d'établissements nouvellement ouverts.

Le taux d'occupation global (maisons de retraites et cliniques) est en progression sur l'année, passant de 81,0% à 81,6%[60].

Concernant les maisons de retraites en France – établissements les plus impactés par la crise – le taux d'occupation reste, à 84,6% fin 2022, très inférieur à ce qu'il était pré-crise (88,5% à fin janvier 2022)[61]. Comme rappelé précédemment, le Groupe est présent dans un nombre important de pays, majoritairement en Europe. La répartition du chiffre d'affaires par zone géographique reste relativement stable sur l'historique :

**Répartition géographique du chiffre d'affaires d'ORPEA sur la période 2018 – 2022**




Source : DEU 2018 à 2021 d'ORPEA et comptes 2022

[60] Source : Présentation « Résultats annuels 2022 et chiffre d'affaires T1 2023 » du 12 mai 2023, p.16
[61] Source : Présentation « Résultats annuels 2022 et chiffre d'affaires T1 2023 » du 12 mai 2023, p.16

### 4.1.2. Evolution de la rentabilité opérationnelle

Le taux de marge d'EBITDAR ressort en 2022 à 16,7%, en léger retrait par rapport à l'objectif du Plan de refondation présenté en novembre 2022 (17%).

Ce taux de marge est très inférieur à celui enregistré en 2021 (24,9%, en ligne avec les niveaux 2019-2020) en raison (i) d'une baisse des subventions Covid, (ii) d'une progression sensible des coûts (alimentaires, énergétiques, coûts de personnel) dans un contexte fortement inflationniste et (iii) d'une accélération des recrutements en France.

La baisse de l'EBITDAR (-290 M€ en 2022) se retrouve également, après charges de loyers, dans l'EBITDA (-340 M€, passant de 682 M€ à 342 M€) et, après amortissements et provisions, dans le résultat opérationnel courant (-445 M€, passant de 396 M€ à -49 M€).

Le résultat opérationnel est, en 2022 (-4 272 M€), impacté par les dépréciations d'actifs à hauteur de 3 341 M€[62].

### 4.1.3. Résultat financier et autres éléments

Sur les exercices 2019, 2020 et 2021, le résultat financier du Groupe s'est établi respectivement à –215 M€, –257 M€ et –249 M€.

L'augmentation du résultat financier rapporté au résultat opérationnel du Groupe (40% en 2019, 55% en 2020 et 70% en 2021) illustre l'endettement croissant du Groupe au regard de sa rentabilité d'exploitation.

Au global, après prise en compte des autres éléments du compte de résultat (IS principalement), le résultat net (part du Groupe), qui s'inscrivait entre 200 M€ et 250 M€ en 2018 et 2019, n'atteint plus que 65 M€ en 2021.

En 2022, la perte nette s'établit à 4 027 M€, conséquence principalement des dépréciations d'actifs enregistrées, dans un contexte où le résultat opérationnel courant ressort proche de zéro.

[62] 3,1 Mds€ de dépréciations au titre d'IAS 36 (cf. infra) et 0,3 Md€ d'autres dépréciations immobilières (actifs en construction /autres).

## 4.2 Principaux éléments du bilan économique

Le tableau ci-après présente le bilan économique consolidé simplifié de la Société pour les exercices 2021 et 2022.

**Bilan économique consolidé – 2021 et 2022**

| Bilan économique (en M€) | 31/12/2021 | 31/12/2022 |
|---|---|---|
| Ecart d'acquisition | 1 669 | 1 362 |
| Immobilisations incorporelles | 3 076 | 1 592 |
| Immobilisations corporelles (hors IFRS 16) | 6 157 | 5 001 |
| **Ecart d'acquisition et immobilisations** | **10 902** | **7 956** |
| Droit d'utilisation IFRS 16 | 3 073 | 3 500 |
| Immobilisations financières | 179 | 189 |
| BFR d'exploitation | (285) | (380) |
| Autres créances et comptes de régularisation | 1 015 | 587 |
| Autres dettes et comptes de régularisation | (633) | (529) |
| Impôts différés actifs | 116 | 582 |
| Impôts différés passifs et autres passifs | (997) | (814) |
| Actifs / passifs détenus en vue de la vente | 388 | 297 |
| **Total capitaux employés** | **13 756** | **11 387** |
| Capitaux Propres - Part du Groupe | 2 324 | (1 502) |
| Intérêts minoritaires | 12 | (1) |
| **Capitaux Propres totaux** | **2 335** | **(1 502)** |
| Dette financière nette (hors IFRS 16) | 7 910 | 8 758 |
| *dont dette financière* | *8 862* | *9 615* |
| *dont trésorerie et équivalents de trésorerie* | (952) | (856) |
| Dette engagement locatif IFRS 16 | 3 265 | 3 768 |
| Provisions retraites et engagements de retraite | 75 | 66 |
| Autres provisions | 171 | 296 |
| **Total capitaux investis** | **13 756** | **11 387** |

*Sources : Comptes consolidés 2022*

L'analyse des bilans économiques 2021 et 2022 de la Société fait apparaître les principaux éléments détaillés ci-après.

### 4.2.1. Capitaux employés

L'ensemble constitué des écarts d'acquisition ainsi que des immobilisations incorporelles (autorisations d'exploitation essentiellement) et corporelles (ensembles immobiliers principalement) représentent l'essentiel des capitaux employés (102% en 2021 et 101% du total en 2022, hors droits d'utilisation IFRS16).

La baisse de 2,94 Mds€ (soit 27%) enregistrée entre 2021 (10,90 Mds€) et 2022 (7,96 Mds€) s'explique principalement par les dépréciations de 3,1 Mds€ enregistrées sur l'exercice (1,0 Md€ au titre des actifs immobiliers, 1,4 Md€ pour les autorisations d'exploitation, 0,4 Md€ pour les écarts d'acquisition et 0,2 Md€ pour les autres actifs)[63].

Ces dépréciations résultent des tests de dépréciations conduits par la Société au 31 décembre 2022 selon la norme comptable IAS 36.

Les valeurs d'actifs auxquelles conduisent ces dépréciations – lesquelles sont à l'origine fin 2022 du montant négatif de capitaux propres consolidés (-1,5 Md€) – peuvent, dans une certaine mesure, être analysées au regard des résultats de nos travaux. C'est l'objet de l'analyse de la référence de valeur que constitue l'actif net consolidé (cf. infra).

Nous rappelons par ailleurs qu'un changement de méthode comptable a été appliquée, en 2022, aux ensembles immobiliers comptabilisés dans les comptes consolidés du Groupe (ce changement impacte les données à fin 2021 et 2022). Ces ensembles immobiliers ne sont désormais plus enregistrés en juste valeur dans les comptes.

La Société continuera néanmoins chaque année de publier la valeur de son patrimoine immobilier.

A fin 2022, cette valeur est estimée par la Société à 6,5 Mds€ (4,9 Mds€ de valeur d'expert et 1,6 Md€ non expertisé).[64]

Cette valeur de patrimoine peut elle-aussi, dans une certaine mesure, être analysée au regard des résultats de nos travaux. C'est l'objet du préambule à la mise en œuvre de la méthode DCF (cf. infra).

### 4.2.2. Capitaux investis

Conséquence principalement des dépréciations d'actifs enregistrées, les capitaux propres part du Groupe ressortent en baisse de 3 826 M€ entre fin 2021 (+2 324 M€) et fin 2022 (–1 502 M€).

Au 31 décembre 2022, la dette financière brute du Groupe (hors passifs de location IFRS 16) ressort, avant ajustements IFRS, à 9 716 M€. La décomposition de ce montant entre les dettes sécurisées et non sécurisées (en distinguant ORPEA SA de ses filiales), ressort comme suit :

---

[63] Source : Présentation « Résultats annuels 2022 et chiffre d'affaires T1 2023 » du 12 mai 2023, p.23
[64] Cf p. 32 ci-dessus et communiqué du 12 mai 2023

**Structure de la dette financière brute au 31/12/2022**

| M€ | ORPEA SA | Filiales | Total |
|---|---|---|---|
| Financement juin 2022 | 3 227 | - | 3 227 |
| New Money G6 | - | - | - |
| Dette sécurisée | 320 | 1 762 | 2 082 |
| Placements Privés € | 32 | - | 32 |
| **Sous-total dette sécurisée** | **3 579** | **1 762** | **5 341** |
| Obligations cotées | 1 400 | - | 1 400 |
| Dette bancaire | 155 | 416 | 571 |
| Placements Privés € | 698 | - | 698 |
| Schuldschein/NSV | 1 570 | 136 | 1 706 |
| **Sous-total dette non sécurisée** | **3 823** | **552** | **4 375** |
| **Dette financière brute (hors IFRS)** | **7 402** | **2 314** | **9 716** |

*Source : Présentation « Résultats annuels 2022 et chiffre d'affaires T1 2023 » du 12 mai 2023, p.37*

Après déduction de la trésorerie et des équivalents de trésorerie pour 856 M€, la dette financière nette du Groupe ressort à 8 860 M€ au 31 décembre 2022.

Enfin, les ajustements IFRS de –102 M€ conduisent à la dette financière nette de 8 758 M€ présentée supra dans le bilan économique.

Le montant d' « autres provisions » pour 296 M€ à fin 2022 correspond (i) pour 53 M€ à des provisions pour restructuration et (ii) pour 243 M€ à des provisions pour divers risques (dont un montant de provisions pour risques au titre du rapport IGAS-IGF pour 86 M€, des provisions pour situation nette négative des sociétés mises en équivalence pour 46 M€ et des litiges sociaux pour 43 M€).

## 5. Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces

| Forces | Faiblesses |
|---|---|
| ✓ ORPEA est un acteur majeur français et européen sur un secteur oligopolistique contenant de fortes barrières à l'entrée.<br>✓ Le Groupe dispose d'un patrimoine immobilier important. | ✓ Le Groupe a enregistré une dégradation de ses marges en raison notamment du contexte inflationniste actuel.<br>✓ Son image est affectée par la crise que le Groupe connaît depuis début 2022.<br>✓ Le Groupe n'a pas retrouvé le niveau d'occupation pré-crise de ses maisons de retraite en France. |
| **Opportunités** | **Menaces** |
| ✓ Le vieillissement croissant de la population, en particulier en Europe, pourrait entrainer un accroissement de la demande pour l'ensemble des activités d'ORPEA.<br>✓ L'exécution du Plan de refondation pourrait permettre une amélioration substantielle des résultats du Groupe. | ✓ Le modèle de l'EHPAD pourrait être en partie remis en cause avec l'évolution des attentes des patients (retour au vieillissement à domicile).<br>✓ Le marché fait face à des difficultés de recrutement du personnel de santé. |

# IV. EVALUATION DES ACTIONS DU GROUPE

## Plan de l'analyse

Nous analyserons la valeur d'entreprise (la « **Valeur d'Entreprise** » ou « **VE** ») du Groupe à la date du présent rapport (ci-après la « **Date d'Evaluation** »), à travers :

- Dans une première partie (**1.**) et à titre principal : la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (la « **Méthode DCF** »), conduite à partir des éléments prévisionnels établis par le Management ;

- Dans une deuxième partie (**2.**) et à titre indicatif : la **méthode des comparables boursiers** qui consiste à évaluer la Société à partir des multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables.

Les Valeurs d'Entreprise retenues au titre de ces deux méthodes sont synthétisées en **3.**

Nous avons écarté la méthode des transactions comparables, laquelle consiste à évaluer la Société à partir de multiples observés lors de transactions – hors marchés boursiers – intervenues sur le capital de sociétés comparables.

En effet, il ressort notamment de l'analyse des transactions intervenues dans le secteur sur les deux dernières années, une absence de transactions dont la cible est suffisamment comparable au Groupe et pour lesquelles l'information publique disponible est suffisante pour permettre le calcul de multiples d'évaluation pertinents.

Par ailleurs, le contexte de réalisation de telles opérations d'acquisition relève d'une perspective différente de celle retenue ici, laquelle consiste en premier lieu à apprécier la valeur du patrimoine de l'actionnaire actuel avec et sans mise en œuvre du Plan de restructuration financière.

Nous présenterons ensuite (**4.**), les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres (ci-après la « **Valeur des Fonds Propres** » ou « **VFP** ») aux différentes étapes du Plan de restructuration (pré-Plan, post-AK1 (Créanciers), post-AK2 (Groupement) et post-AK3).

Enfin, nous analyserons la valeur par action à ces différentes étapes (**5.**) et conclurons (**6.**) sur l'évolution de la valeur du patrimoine de l'actionnaire actuel en fonction des hypothèses de mise en œuvre du Plan de restructuration.

Une revue de différentes références de valeur (**7.**) complète cette section.

## 1. Estimation de la Valeur d'Entreprise par la Méthode DCF (à titre principal)

### *Préambule sur l'approche « Opco / Propco »*

En préambule, nous précisons que nous n'avons pas mis en œuvre de méthode du type « Opco / Propco », laquelle consiste à distinguer la valeur du patrimoine immobilier de la valeur de l'activité opérationnelle.

Cette approche repose sur un scénario théorique de cession à un tiers de l'ensemble du parc l'immobilier et de sa reprise à bail. Or, au cas d'espèce, ce scénario est aujourd'hui irréalisable.

En effet, le Groupe prévoit un cumul de ses flux de trésorerie après Capex proche de zéro sur l'horizon 2023 2025 du plan d'affaires[65]. Elle serait donc incapable de faire face sur cette période aux charges de loyer des actifs cédés et repris à bail, qui pourraient représenter en cumulé sur trois ans un montant proche d'1 milliard d'euros[66].

Il convient par ailleurs de noter que la valeur du patrimoine ne reflète pas une valeur de réalisation de l'ensemble du portefeuille d'actifs mais la somme de valeurs estimées pour chaque actif pris séparément. Dans ces conditions, la cession du portefeuille et sa reprise à bail (dont nous venons de montrer qu'elle n'était de toute façon pas possible) matérialiserait probablement une décote par rapport à la somme des valeurs individuelles d'actifs reflétée dans la valeur du patrimoine.

Nous indiquons enfin qu'en 2025, à l'horizon du plan, la charge théorique de loyer (~0,33 Md€) sur le patrimoine représenterait encore la quasi intégralité du flux de trésorerie après Capex[67].

Dans ces conditions, il ne paraît pas incohérent que la Valeur d'Entreprise du Groupe à date soit du même ordre de grandeur que la valeur économique de son patrimoine immobilier et il pourrait être considéré, de ce point de vue, que la valeur de ce patrimoine est conditionnée à la mise en œuvre du Plan de refondation.

---

[65] Communiqué de presse du 12 mai 2023, Annexe 2.2 p.23, somme des flux de trésorerie après Capex 2023-2025 = –48 M€

[66] 6,5 Mds€ de valeur de patrimoine au taux de rendement moyen des actifs expertisés (5,1%) (Communiqué de presse du 12 mai 2023, p.7) correspond à un montant annuel de loyer théorique d'environ 0,33 Md€ soit, sur trois ans, 0,99 Md€

[67] 328 M€ (Communiqué de presse du 12 mai 2023, Annexe 2.2 p.23)

## *Préambule sur la valeur de l'immobilier*

A fin 2022, la Société communique sur une valeur de son patrimoine immobilier estimée au total à 6,5 Mds€ (non enregistrée dans les comptes suite au changement de méthode comptable introduit en 2022), correspondant (i) à 4,9 Mds€ d'actifs évalués par des experts indépendants (sur la base d'un taux de rendement des actifs de 5,1%) et (ii) à 1,6 Md€ d'actifs non expertisés, correspondant principalement à des actifs en construction/restructuration ainsi qu'à des lots de copropriété appartenant au Groupe dans des établissements cédés pour partie en location meublée (LMP), et pour lesquels il nous a été indiqué qu'il n'existait pas de plus-value latente.

Nous sommes d'avis qu'il n'y a pas de valeur significative attachée au patrimoine immobilier du Groupe au-delà de celle qui ressort de l'estimation de la Valeur d'Entreprise du Groupe à date, dans la mesure où :

- La valeur de l'immobilier n'est réalisable – pour ce type d'actif monovalent et pour lequel c'est l'exploitant qui détient les autorisations d'exploitation – qu'à travers une cession suivie d'une reprise à bail. Dans ces conditions, la valeur de l'immobilier du Groupe est directement conditionnée à son redressement à travers la mise en œuvre du Plan de refondation, dont les impacts financiers fondent notre estimation de la Valeur d'Entreprise ;

- Le désendettement par cession d'actifs immobiliers, initialement envisagé – un engagement ferme avait été pris sur des cessions immobilières d'au moins 2 Mds€ sur 2022 2025, dont 1 Md€ en 2023 – s'est révélé impossible à mettre en œuvre. En effet : (i) la fragilité financière du Groupe compromettait les opérations de sale & lease back, (ii) la hausse des taux d'intérêts a réduit l'appétit des investisseurs en immobilier, (iii) la baisse du taux d'occupation des établissements du Groupe en raison de la dégradation de sa réputation, couplée à la hausse des coûts de l'énergie et des achats qui réduisait ses marges, rendait ses actifs moins attractifs et (iv) la dépréciation significative envisagée des actifs de la Société engendrait des risques sur certains ratios financiers (covenants) liés à l'endettement du Groupe. Notons que le Groupe envisage désormais, sur les exercices 2024 et 2025 et en fonction des conditions de marché, des cessions d'actifs de près de 1,0 Md€ ;

- Le Groupe prévoit un cumul de ses flux de trésorerie après Capex proche de zéro sur l'horizon 2023 2025 du plan d'affaires. En 2025, à l'horizon du plan d'affaires, la charge théorique de loyer sur l'ensemble du patrimoine (~0,33 Md€) représenterait encore la quasi intégralité du flux de trésorerie après Capex[68]. Autrement dit, la valeur générée par la composante opérationnelle de l'activité du Groupe (« Opco »), mesurée comme la différence entre les flux de trésorerie du

[68] 328 M€ (Communiqué de presse du 12 mai 2023, Annexe 2.2 p.23)

Groupe et la charge théorique de loyer sur les actifs qu'elle détient, est proche de zéro à cet horizon, ce qui indique une absence de création de valeur à travers l'exploitation de l'immobilier au-delà de la valeur attachée à sa détention ;

- La valeur du patrimoine indiquée plus haut de 6,5 Mds€ ne reflète pas une valeur de réalisation de l'ensemble du portefeuille d'actifs mais la somme de valeurs estimées pour chaque actif pris séparément. Dans ces conditions, la cession du portefeuille et sa reprise à bail (dont nous avons montré ci-avant qu'elle n'était de toute façon pas possible compte tenu de l'impossibilité à servir les loyers théoriques) matérialiserait probablement une décote par rapport à la somme des valeurs individuelles d'actifs reflétée dans la valeur du patrimoine et de ce fait une perte pour la Société compte tenu des loyers à payer qui se substitueraient aux actifs cédés.

## 1.1 Principe de la Méthode DCF

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs consiste à déterminer la valeur d'une société à partir de l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation futurs qu'elle est susceptible de générer, nets d'impôts, après financement des investissements et du besoin en fonds de roulement.

La valeur actualisée des flux de trésorerie opérationnels générés par les actifs d'exploitation des activités valorisées sur la période couverte par les prévisions et, le cas échéant, la valeur actualisée de la valeur terminale constituent la Valeur d'Entreprise (ou valeur de l'actif économique) de la société évaluée.

Cette méthode requiert donc de déterminer les éléments suivants :

- les hypothèses prévisionnelles et les hypothèses normatives concernant les résultats nets d'impôt, les investissements et le besoin en fonds de roulement (**1.2**) ;

- le taux d'actualisation, qui correspond au taux de rendement exigé par les pourvoyeurs de capitaux de l'entreprise (**1.3**).

## 1.2 Présentation des prévisions retenues

### 1.2.1. Sources d'informations utilisées

Notre évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie futurs se fonde sur le plan d'affaires 2023-2025 sous-tendant le Plan de refondation, actualisé au vu de l'arrêté des

comptes 2022 et des termes et conditions du projet de Plan de Sauvegarde Accélérée (ci-après le « **Plan d'affaires** »).

Les principales données financières de ce Plan d'affaires ont été communiquées au marché par le Groupe à l'Annexe 2.2 du communiqué de presse du 12 mai 2023 sur les résultats annuels 2022.

Le Plan d'affaires présente deux visions :

- Une vision avant prise en compte du programme de cessions immobilières correspondant aux engagements pris avec les banques du G6 ;

- Une vision après prise en compte des effets de ce programme de cession.

Dans la vision après prise en compte du programme de cessions, il est intégré, sur les exercices 2024 et 2025, des cessions d'actifs pour un montant net total de 850 M€. Ces produits de cessions ont pour contrepartie une diminution de l'EBITDA qui atteint – 44 M€ sur l'exercice 2025[69].

Dans le cadre de nos travaux, nous nous sommes fondés sur la vision du Plan d'affaires avant prise en compte du programme de cessions, dans la mesure notamment où il est difficile de porter un regard critique sur des valeurs de cession à horizon 1 à 2 ans.

Nous notons toutefois que la baisse d'EBITDA de 44 M€ correspond à 5,2% du montant des cessions (850 M€), ce qui est cohérent avec le taux de rendement moyen qui sous-tend la valeur actuelle du patrimoine expertisé (5,1%).

Le Management nous a également communiqué une extrapolation du Plan d'affaires (ci-après l' « **Extrapolation** ») couvrant un horizon de 3 ans (2026 à 2028). Cette extrapolation permet notamment de prendre en compte la durée nécessaire à la pleine exploitation des établissements ouverts sur l'horizon du Plan d'affaires.

Cette Extrapolation se rattache aux projections financières du Plan de refondation, avant actualisation conduite par la Société au vu de l'arrêté des comptes 2022 et des termes et conditions du projet de Plan de Sauvegarde Accélérée.

Dans la vision avant prise en compte du programme de cessions, cette actualisation correspond principalement à un reclassement de 30 M€ de capex IT en charges. Nous avons appliqué ce reclassement – sans effet sur les flux de trésorerie – aux données de la période d'Extrapolation qui nous ont été communiquées.

---

[69] Communiqué de presse du 12 mai 2023, Annexe 2.3 p.24

Enfin, dans la mesure où l'actualisation n'affecte par ailleurs que marginalement les flux de trésorerie opérationnels projetés pour l'exercice 2025[70], nous n'avons pas procédé à d'autres ajustements sur la période d'Extrapolation.

Nous avons pu apprécier le caractère raisonnable du Plan d'Affaires et de son Extrapolation, au regard notamment des performances historiques, des données disponibles sur les marchés sous-jacents et des explications orales et écrites obtenues auprès du management du Groupe.

A ce titre, nous considérons l'ensemble de ces données prévisionnelles comme réaliste, dans la mesure principalement (i) où la croissance significative de l'activité s'appuie sur des leviers clairement identifiés et passe par le retour de certains indicateurs (taux d'occupation notamment) à des niveaux déjà enregistrés par le passé et (ii) où la progression du taux de marge est à la fois significative (progression du taux de marge d'EBITDAR de près de 20% en 3 ans) tout en conduisant à des niveaux inférieurs à ceux enregistrés pré-crise (lesquels sont probablement, à court/moyen terme, difficilement atteignables).

### 1.2.2. Synthèses des hypothèses structurantes

#### a) Plan d'affaires (2023 - 2025)

*Chiffre d'affaires et marges*

Le plan d'affaires prévoit un chiffre d'affaires en forte augmentation en 2023 (+13,8%), puis une croissance encore soutenue les deux années suivantes (respectivement +7,7% et +6,4%), conduisant à un taux de croissance annuel moyen de +9,2% sur la période 2022 – 2025.

La croissance du chiffre d'affaires sur l'horizon du Plan d'affaires s'appuie sur :

- la réouverture de lits, facilitée par l'embauche de personnel soignant supplémentaire ainsi que l'internalisation de personnels temporaires ;
- l'amélioration du taux d'occupation dans l'objectif de retrouver son niveau pré-Covid, à travers notamment la segmentation de l'offre et une personnalisation

[70] Ajustement à la baisse des flux de trésorerie après capex de 3% en 2025

accrue des services (personnalisation des chambres, spécialisation des soins et amélioration des activités proposées) ;

- une efficacité des fonctions support et une amélioration de la politique des achats[71].

L'EBITDAR (EBITDA hors loyers) est attendu en augmentation sur l'horizon du Plan d'affaires, avec une croissance annuelle moyenne de +16% sur la période 2022 – 2025, majoritairement grâce à la contribution de la France, du fait d'un rattrapage du taux d'occupation et d'une amélioration de l'efficacité opérationnelle. Le Groupe s'est fixé un objectif de taux de marge d'EBITDAR à 20% en 2025 (vs. 16,7% enregistré en 2022), qui s'appuie sur :

- un effet d'inflation nette entre politique tarifaire et inflation des coûts ;
- des gains de prix et de volumes grâce au redressement du taux d'occupation ;
- l'impact des établissements en développement[72].

Le taux de marge d'EBITDA pré-IFRS 16 du plan est également attendu en augmentation, passant de 7,3% en 2022 à 11,7% en 2025.

*Autres éléments*

Les investissements du Groupe diminuent sur l'horizon du Plan d'affaires, passant de 693 M€ en 2023 à 336 M€ en 2025, soit de 13% à 5,5% du chiffre d'affaires.

Le Groupe prévoit notamment une importante réduction des Capex, liée à la fin des programmes de construction de nouveaux établissements.

Les investissements de rénovation et d'extension, ainsi que ceux liés à l'informatique et à la maintenance vont quant à eux conserver des niveaux similaires sur l'horizon du Plan d'affaires[73].

Enfin, le Plan d'affaires intègre d'autres flux opérationnels courants pour un total de -212 M€ sur 2023-2025, correspondant pour près des trois-quarts aux décaissements annuels d'IS et pour le reste à des variations du besoin en fonds de roulement.

[71] Source : présentation Orpea Change – novembre 2022 p.76
[72] Source : présentation ORPEA Change – novembre 2022 p.75
[73] Source ; présentation ORPEA Change – novembre 2022 p.77

### b) Extrapolation (2026 - 2028)

*Chiffre d'affaires et marges*

La croissance du chiffre d'affaires sur la période d'Extrapolation est plus modérée. Elle a été retenue par la Société à 2,5% par an.

Cette hausse provient principalement de l'effet lié à la convergence du taux d'occupation des établissements ouverts sur la période explicite avec celui des établissements du périmètre opérationnel existant, en considérant une durée nécessaire à la montée en puissance des établissements de maximum 36 mois, associée à la prise en compte d'une inflation annuelle des prix proposés par jour et par lit.

Le taux de marge d'EBITDAR progresse légèrement sur l'horizon d'Extrapolation, pour atteindre un niveau compris entre 20,0% et 20,5% en 2028 (vs. 19,9% en 2025).

Cette hausse s'explique principalement par l'augmentation du taux de marge des établissements ouverts sur la période 2023-2025 qui croît grâce à l'absorption des coûts fixes.

Le taux de marge d'EBITDA (hors IFRS 16) suit la même tendance que l'EBITDAR et atteint un niveau compris entre 12,0% et 12,5% en fin de période d'Extrapolation.

*Autres éléments*

La Société n'a pas intégré, sur la période d'Extrapolation, de nouvelles ouvertures d'établissements. Dès lors, sur cette période et relativement au chiffre d'affaires, les dépenses totales d'investissement (capex) baissent, pour atteindre 4,7% du CA en 2028 (vs. 5,5% en 2025 et 9,0% en moyenne sur l'horizon 2023-2025 du Plan d'affaires).

## 1.3 Hypothèses de calcul du flux normatif

Les hypothèses retenues pour la construction du flux normatif sont les suivantes :

- une croissance du chiffre d'affaires de 2,0%, correspondant à la moyenne des taux d'inflation à long-terme des principaux pays dans lesquels le Groupe exerce ses activités[74], pondérée par la contribution au chiffre d'affaires de chaque pays ou zone

[74] Source : Fonds Monétaire International, Avril 2023.

géographique à l'horizon du Plan d'affaires. Une analyse de sensibilité de la Valeur d'Entreprise à ce taux de croissance a été réalisée avec un pas de +/- 0,25 % ;

- un taux de marge d'EBITDA hors IFRS 16 correspondant à celui du dernier exercice de la période d'Extrapolation ;
- une charge de dotation aux amortissements équivalente aux dépenses d'investissement ;
- un taux d'imposition correspondant au taux normatif d'ORPEA SA (25,8%[75]) ;
- un taux d'investissement en pourcentage du chiffre d'affaires, en ligne avec celui retenu sur la dernière année de l'Extrapolation.

La VE du Groupe à l'issue de la période d'Extrapolation été déterminée à partir du taux de croissance à l'infini de 2,0% (cf. supra) et du taux d'actualisation de 6,75% (cf. infra).

## 1.4 Détermination du taux d'actualisation

### 1.4.1. Principe

Les flux nets de trésorerie doivent être actualisés au coût des capitaux investis dans l'actif de l'entreprise, c'est-à-dire au taux de rendement des capitaux exigé par les investisseurs, compte tenu du risque intrinsèque de l'activité.

Nous avons retenu une structure financière sans endettement. Nous avons en effet considéré une absence de valeur significative attachée à la déduction fiscale des intérêts, celle-ci étant, d'un point de vue théorique, susceptible d'être très largement compensée par les coûts directs et indirects liés à l'endettement et à la probabilité de faillite. Au cas d'espèce, la situation actuelle du Groupe en est l'illustration.

[75] L'analyse d'un taux d'IS moyen à partir (i) de la contribution, à l'horizon du Plan d'affaires, des principaux pays à l'EBITDA (hors IFRS 16) du Groupe et (ii) des taux d'impôt applicables dans ces pays, conduit à un taux proche du taux normatif d'ORPEA SA.

Le taux d'actualisation retenu correspond donc au coût des fonds propres à dette nulle qui a été déterminé à partir du Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) où :

$$K_{FP} = Rf + \beta \times \text{prime de risque moyenne du marché action} + \text{prime de risque éventuelle}$$

Avec :

| | |
|---|---|
| $K_{FP}$ | *Coût des fonds propres* |
| Rf | *Taux sans risque* |
| β | *Bêta des actions du Groupe (en l'absence d'endettement)* |
| Prime de risque moyenne du marché | *Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché actions dans son ensemble et le taux sans risque* |
| Prime de risque éventuelle | *Elle peut correspondre par exemple à une prime de taille et / ou à une prime de risque pays* |

### 1.4.2. Taux sans risque

Le taux sans risque est estimé sur la base des rendements offerts par des actifs considérés sans risque de défaut.

Nous avons retenu un taux sans risque égal à la moyenne 3 mois des obligations d'Etat françaises d'une maturité de 20 ans. Ce taux s'établit à **3,3%** au 18 mai 2023[76].

### 1.4.3. Bêta désendetté

Nous avons estimé le coefficient bêta désendetté à partir d'un échantillon de sociétés comparables au Groupe, constitué des principaux acteurs cotés européens présents dans la gestion et l'exploitation d'hébergements spécialisés dédiés aux soins et à la santé : Korian, LNA Santé, Ambea et Attendo (cf. infra pour une présentation de ces sociétés).

Ce coefficient bêta a été déterminé à partir :

- des rentabilités du cours des actions de ces sociétés, observées mensuellement sur une période historique de cinq ans ;
- de la rentabilité de l'indice STOXX Europe 600 sur la même période (5 ans) et à la même fréquence (mensuelle) ;

[76] Les paramètres de marché ont été extraits des bases de données à une date légèrement antérieure à la Date d'Evaluation. Nous précisons que leur évolution entre ces deux dates n'est pas de nature à modifier substantiellement les résultats de nos travaux.

- d'un désendettement du coefficient bêta calculé à partir de ces rentabilités, sur la base du levier financier moyen (dette financière nette / valeur de marché des fonds propres) observé sur les cinq derniers exercices.

Il ressort de notre analyse un coefficient bêta désendetté compris entre 0,6x et 0,8x, avec une moyenne et une médiane d'environ 0,7x :

| Société | Beta | Beta désendetté |
|---|---|---|
| Korian | 1,11 | 0,60 |
| LNA Santé | 0,83 | 0,58 |
| Attendo | 0,92 | 0,76 |
| Ambea | 1,14 | 0,85 |
| **Moyenne** | **1,00** | **0,70** |
| **Médiane** | **1,01** | **0,68** |

*Source : Analyse Sorgem Evaluation à partir des bases de données financières*
*Note : la formule de désendettement inclut la prise en compte, pour chaque société de l'échantillon, d'un coefficient bêta de la dette estimé à 0,2x*

ORPEA détient une part des actifs immobiliers qu'elle exploite, supérieure à celle des sociétés de l'échantillon.

De ce point de vue, nous pourrions considérer que le Groupe présente un risque systématique – reflété dans le coefficient bêta – inférieur à celui de l'ensemble de l'échantillon dans la mesure où, économisant des loyers (qui constituent des coûts pour l'essentiel fixes), sa rentabilité opérationnelle est a priori plus éloignée de son point mort et donc moins sensible aux évolutions de chiffre d'affaires.

A l'inverse, nous constatons que la marge d'EBIDTAR réalisée par le Groupe (16,7% du CA en 2022), c'est-à-dire la rentabilité opérationnelle avant tout loyer et amortissement, est inférieure à celle des deux sociétés de l'échantillon présentant le coefficient bêta désendetté le plus faible (Korian et LNA Santé)[77], ce qui justifierait un coefficient bêta plus élevé.

Nous retenons finalement un coefficient bêta désendetté de **0,6x**, se situant dans le bas de fourchette de l'échantillon (i.e. au niveau de celui de Korian et LNA Santé), en privilégiant l'impact du taux de détention du parc sur l'impact de la marge d'EBITDAR.

[77] Korian, société la plus comparable à ORPEA, a enregistré en 2022 un taux de marge d'EBITDAR de 24%. LNA Santé a, sur ce même exercice, enregistré un taux de marge estimé à 20%.

Cette hypothèse, par rapport à celle consistant à retenir la moyenne de l'échantillon, conduit *in fine* à un taux d'actualisation plus faible et donc à une Valeur d'Entreprise plus élevée.

### 1.4.4. Prime de risque marché

La prime de risque de marché peut être estimée à l'aide de primes de risque historiques, de primes de risque anticipées ou de consensus de primes de risque.

Dans le cadre de nos travaux, nous avons analysé chacune des références susmentionnées. Sorgem Evaluation suit régulièrement ces indicateurs et estime la prime de risque du marché Actions en conséquence.

A la Date d'Evaluation, sur la base en particulier de notre analyse des primes de risque calculées en prenant en compte à la fois les primes calculées sur une base historique du rendement des actions et des obligations (permettant de prendre en considération des perspectives de long-terme) et des primes prospectives estimées à partir des valeurs boursières et des consensus, nous avons estimé la prime de risque du marché Actions applicable dans des méthodes DCF à **5,75%**.

Cette prime de risque du marché Actions s'applique à des sociétés considérées comme des « *Mid Cap* » (sociétés dont la capitalisation boursière est comprise entre 2,4 Md$ et 12,3 Md$)[78]. Post-Plan de restructuration, ORPEA s'inscrirait a priori dans cette catégorie (avec, sur la base de la VE d'entrée du Groupement, une valeur des capitaux propres post-AK3 d'environ 2,7 Mds€).

### 1.4.5. Taux d'actualisation retenu

**Nous obtenons un taux d'actualisation de 6,75%[79] pour ORPEA, qui correspond à notre estimation d'un coût des fonds propres à dette nulle à la Date d'Evaluation** (une analyse de sensibilité à +/-0,5% est introduite sur ce taux).

Nous notons que ce taux d'actualisation s'inscrit dans la fourchette des taux d'actualisation retenus fin 2022 par la Société pour ses tests de dépréciation des écarts d'acquisition, immobilisations incorporelles et corporelles (6,1% en Allemagne et en Suisse, 6,4% aux Pays-Bas, 6,7% en France et en Autriche, 7,6% en Espagne, et entre 6,0% et 11,5% dans les autres pays).

---

[78] « Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital as of December 31, 2022 » – Duff & Phelps.

[79] 3,3% + 0,6 x 5,75% = 6,75%.

Nous notons également que ce taux d'actualisation peut-être rapproché du taux de capitalisation moyen des actifs qui ressort, dans les travaux des experts immobiliers indépendants mandatés par le Groupe, à 5,1%, soit, augmenté d'une inflation annuelle comprise entre 1,5% et 2,0%, l'équivalent d'un taux d'actualisation compris entre 6,6% et 7,1%[80].

### 1.5 Conclusion sur la VE issue de la Méthode DCF

**A partir de l'ensemble des éléments présentés ci-dessus, la Valeur d'Entreprise du Groupe ressort, dans un intervalle de plus ou moins 0,5 %pour le taux d'actualisation et 0,25% pour le taux de croissance entre 5 716 M€ et 7 223 M€, avec une valeur centrale de 6 390 M€.**

| | | Taux d'actualisation | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 5,75% | 6,25% | 6,75% | 7,25% | 7,75% |
| Taux de croissance à LT | 1,50% | 7 366 | 6 516 | 5 828 | 5 261 | 4 784 |
| | 1,75% | 7 794 | 6 850 | **6 095** | 5 478 | 4 964 |
| | 2,00% | 8 279 | **7 223** | **6 390** | **5 716** | 5 159 |
| | 2,25% | 8 834 | 7 643 | **6 718** | 5 978 | 5 372 |
| | 2,50% | 9 473 | 8 119 | 7 084 | 6 267 | 5 606 |

## 2. Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)

### 2.1 Principe et limites de la méthode au cas d'espèce

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par référence à des multiples, observés sur un échantillon de sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Dans ce cadre, nous avons retenu quatre sociétés européennes cotées (Korian, LNA Santé, Attendo et Ambea).

[80] Le taux de rendement peut se lire comme la différence entre un taux d'actualisation et un taux de croissance à long terme des loyers. Ainsi, le taux de rendement de 5,1% correspond, à travers le taux d'actualisation, à des hypothèses implicites de taux de croissance à long terme des loyers de 1,5% à 2%.

La pleine pertinence de cette méthode repose sur la constitution d'un échantillon de sociétés qui soient comparables en termes d'activité exercée, de niveau de marge, de perspectives de croissance, de taille, d'exposition géographique et, au cas d'espèce, de stratégie de détention immobilière.

Parmi les quatre sociétés de l'échantillon, seule Korian nous paraît directement comparable à ORPEA, les trois autres présentant des différences importantes en termes d'exposition géographique, de niveau d'activité ou encore de stratégie immobilière.

Pour cette raison, la méthode n'a été mise en œuvre qu'à titre indicatif.

## 2.2 Présentation des sociétés retenues

Nous avons sélectionné les sociétés françaises Korian et LNA Santé ainsi que les sociétés suédoises Attendo et Ambea. Les principales caractéristiques opérationnelles et financières de ces sociétés sont synthétisées dans les tableaux ci-après.

**Description et principales caractéristiques financières des sociétés cotées identifiées**

| Société | Description |
|---|---|
| KORIAN *(France)* | ▪ Exploitant de maisons de retraite médicalisées, de cliniques spécialisées dans les soins de suite et de réadaptation, de résidences services, de soins et d'hospitalisation à domicile.<br>▪ CA 2022 par segment : Soins de longue durée (65%), Santé (24%), Domiciles (11%)<br>▪ CA par géographie : France (46%), Allemagne (24%), Benelux (12%), Italie (12%), Pays-Bas (2%), Espagne (2%), Royaume-Uni (1%) |
| LNA SANTÉ *(France)* | ▪ Exploitant d'Ehpad et de structures de santé.<br>▪ CA 2022 par segment : exploitation d'établissements médico-sociaux et sanitaires (92%), promotion immobilière 8%.<br>▪ CA par géographie : France (95%), Belgique (5%), Autres (1%) |
| Attendo *(Suède)* | ▪ Entreprise de services de santé et de soins (gestion de logement de soins dédiés aux personnes âgées, aux personnes handicapées, aux individus et aux familles).<br>▪ CA par géographie : Finlande (55%), Suède (46%) |
| ambea *(Suède)* | ▪ Entreprise de soins offrant des services d'hebergement spécialisés.<br>▪ CA par géographie : Suède (66%), Norvège (25%), Danemark (9%) |

| Société | Pays | Mkt Cp M€ | VE M€ | Croissance CA | | | Marge EBITDA incl. IFRS 16 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | Dec-22 | Dec-23 | Dec-24 | Dec-22 | Dec-23 | Dec-24 |
| Korian SA | France | 774 | 4 596 | +7,3% | +12,6% | +5,7% | +22,6% | +20,4% | +21,0% |
| LNA Santé SA | France | 330 | 675 | n.s. | (1,1%) | +5,5% | +19,6% | +18,5% | +16,6% |
| Attendo AB | Suède | 498 | 661 | n.s. | n.s. | +5,6% | +15,0% | +17,2% | +17,9% |
| Ambea AB | Suède | 296 | 595 | +10,1% | +3,6% | +3,6% | +16,2% | +16,2% | +17,0% |
| **Moyenne** | | **475** | **1 632** | **+8,7%** | **+5,0%** | **+5,1%** | **+18,3%** | **+18,1%** | **+18,1%** |
| **Médiane** | | **414** | **668** | **+8,7%** | **+3,6%** | **+5,6%** | **+17,9%** | **+17,8%** | **+17,5%** |

*Sources : Capital IQ au 11 mai 2023, Rapports annuels des sociétés, analyses Sorgem ;*
*Note : Capitalisation boursière basée sur une moyenne sur un mois du prix de l'action au 11 mai 2023.*

Korian apparait comme le comparable le plus pertinent. En effet :

- Korian est un acteur français présent sur les principales offres de service[81] du Groupe et sur les marchés où ORPEA opère en Europe ;
- Il a un niveau d'activité comparable à celui du Groupe avec un chiffre d'affaires similaire (4,4 Mds€ pour Korian contre 4,7 Mds€ pour ORPEA) ;
- Il conduit, comme ORPEA, une stratégie immobilière fondée sur la détention d'une partie de son parc immobilier, avec toutefois une part de détention très inférieure[82].

Les sociétés LNA Santé, Attendo et Ambea ont également des points communs, mais apparaissent plus éloignées sur certains éléments tels que :

- l'exposition géographique : Attendo et Ambea sont majoritairement présents en Scandinavie et LNA a une présence limitée à l'international ;
- leur niveau d'activité est plus faible que celui du Groupe ;
- leur stratégie immobilière est différente : elle se caractérise par le faible taux de détention de leur parc immobilier en exploitation.

[81] Gestion de maisons de retraite médicalisées, de cliniques spécialisées dans les soins médicaux et de réadaptation, de résidences services, de soins et d'hospitalisation à domicile.

[82] 28% de taux de détention immobilière pour Korian en 2022 (DEU 2022 de Korian, p. 56).

## 2.3 Analyse des multiples retenus

Nous présentons ci-dessous les multiples VE / EBITDA 2023 et 2024 de l'échantillon :

**Multiples boursiers 2023 et 2024 des sociétés retenues**

| Société | Pays | Mkt Cp M€ | VE M€ | Multiple EBITDA | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | Dec-23 | Dec-24 |
| Korian SA | France | 774 | 4 596 | 9,3x | 7,8x |
| LNA Santé SA | France | 330 | 675 | 10,8x | 12,3x |
| Attendo AB | Suède | 498 | 661 | 7,4x | 5,7x |
| Ambea AB | Suède | 296 | 595 | 7,4x | 6,2x |
| **Moyenne** | | **475** | **1 632** | **8,7x** | **8,0x** |
| **Médiane** | | **414** | **668** | **8,4x** | **7,0x** |

*Sources : Analyse Sorgem Evaluation, publications sociétés, bases de données financières*
*Note : Agrégats retraités des effets des normes IFRS 16 relatives à la comptabilisation des contrats de location.*

## 2.4 Conclusion sur la VE issue de la Méthode des comparables boursiers

Au regard des éléments présentés ci-avant, nous retenons une fourchette de Valeurs d'Entreprise constituée :

- D'une part de la valeur qui ressort des multiples de Korian, société la plus comparable ;
- D'autre part de la valeur qui ressort en moyenne de l'ensemble de l'échantillon.

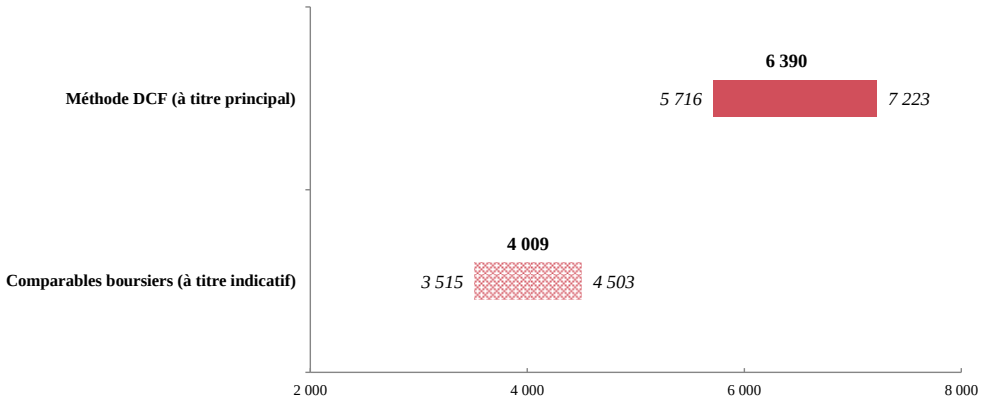
L'application des multiples de Korian aux agrégats du Groupe en 2023 et 2024 conduit à une Valeur d'Entreprise du Groupe comprise **entre 3 754 M€ et 4 411 M€**.

L'application des multiples moyens de l'ensemble de l'échantillon aux agrégats du Groupe en 2023 et 2024 conduit à une Valeur d'Entreprise du Groupe comprise **entre 3 515 M€ et 4 503 M€**.

**Nous retenons ainsi, au titre de la Méthode des comparables boursiers, une valeur d'entreprise comprise entre 3 515 M€ et 4 503 M€.**

## 3. Synthèse de notre estimation de la Valeur d'Entreprise du Groupe

Nous présentons ci-dessous la synthèse de notre estimation de la Valeur d'Entreprise du Groupe, telle qu'elle ressort des développements ci-dessus (en M€) :



# 4. Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds propres

## *4.1 Pré-Plan de restructuration*

Nous présentons ci-dessous, pré-Plan de restructuration financière, les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres, établis à partir des comptes consolidés 2022 de la Société :

| En millions d'euros (sauf mention contraire) | 2022 |
|---|---|
| **Dette financière nette** | **8 860** |
| Provisions retraites et engagements assimilés, nettes d'ID | 50 |
| Autres provisions à caractère de dette | 181 |
| **Provisions nettes d'effet IS** | **231** |
| Participation dans les entreprises et coentreprises | (8) |
| Titres non consolidés | (2) |
| Juste valeur des instruments financiers dérivés, nette d'ID | (88) |
| Comptes courants (associés et parties liées) | (48) |
| Actifs / passifs destinés à la vente | (297) |
| **Autres éléments de passage** | **(443)** |
| **Montant à déduire de la VE pré-Plan (M€)** | **8 648** |

*Source : Société (comptes 2022), Analyse Sorgem Evaluation*

Le montant à déduire ressort ainsi à 8,65 Mds€. Il est proche du montant de la dette financière nette à fin 2022 (8,86 Md€, soit un écart de 2%), les autres éléments de passage ayant au global un impact limité.

### 4.2 A chaque Etape du Plan de restructuration

Post-AK1 (Créanciers), AK2 (Groupement) puis AK3, les montants à déduire de la VE ressortent – conséquence des augmentations de capital successives – respectivement à 4,83 Mds€, 3,67 Mds€ et 3,28 Mds€ :

| En milliards d'euros (sauf mention contraire) | 2022 |
|---|---|
| **Montant à déduire de la VE pré-Plan (Mds€)** | **8,65** |
| AK1 (Créanciers) | (3,82) |
| **Montant à déduire de la VE après AK1** | **4,83** |
| AK2 (Groupement) | (1,16) |
| **Montant à déduire de la VE après AK1 et AK2** | **3,67** |
| AK3 | (0,39) |
| **Montant à déduire de la VE après AK1, AK2 et AK3** | **3,28** |

*Source : Société, Analyse Sorgem Evaluation*

## 5. Valeur des Fonds Propres et valeur par action

### 5.1 Pré-Plan de restructuration

Pré-Plan de restructuration, notre estimation centrale de la Valeur d'Entreprise du Groupe (6,39 Mds€), ressort inférieure de 26% au montant de la dette financière nette ajustée des autres éléments de passage (8,65 Mds€).

**Dans ces conditions, pré-Plan de restructuration, la Valeur des Fonds Propres et donc la valeur par action est nulle.**

Même en borne haute de notre analyse de la VE (7,22 Mds€), celle-ci reste inférieure de 17% à la dette financière nette ajustée (8,65 Mds€).

## 5.2 Post-AK1 (Créanciers)

Nous présentons ci-dessous (i) notre estimation de la Valeur des Fonds Propres Post-AK1 (Créanciers), lesquels seront détenus à au moins 99% par les créanciers non sécurisées, et (ii) la décote ainsi supportée par ces créanciers :

| | Données en milliards d'euros (sauf mention contraire) | | | Min. | Valeur centrale | Max. |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Valeur d'Entreprise estimée par Sorgem | | | 5,72 | 6,39 | 7,22 |
| | (Dette nette ajustée post AK1) | | | (4,83) | (4,83) | (4,83) |
| | **Valeur des Fonds Propres post-AK1 (Créanciers)** | | | **0,89** | **1,56** | **2,39** |
| x | Part du capital détenu | Vote favorable | | 99,0% | 99,0% | 99,0% |
| | par les créanciers non sécurisés | AFI | | 99,9% | 99,9% | 99,9% |
| = | **VFP revenant aux créanciers non sécurisés** | **Vote favorable** | **(i)** | **0,885** | **1,548** | **2,370** |
| | | **AFI** | **(ii)** | **0,893** | **1,562** | **2,392** |
| | **Montant des engagements des créanciers non sécurisés** | | **(a)** | **3,82** | **3,82** | **3,82** |
| | **Décote matérialisée** | **Vote favorable** | **(i)/(a)-1** | **76,8%** | **59,5%** | **38,0%** |
| | | **AFI** | **(ii)/(a)-1** | **76,6%** | **59,1%** | **37,4%** |
| | *# d'actions (md) après AK1* | *Vote favorable* | | *6,5* | *6,5* | *6,5* |
| | | *AFI* | | *64,7* | *64,7* | *64,7* |
| | *Valeur par action post-AK1 (Créanciers)* | *Vote favorable* | | *0,14 €* | *0,24 €* | *0,37 €* |
| | | *AFI* | | *0,014 €* | *0,024 €* | *0,037 €* |

*Source : Analyse Sorgem Evaluation*

Cette augmentation de capital matérialise ainsi une décote substantielle pour les créanciers non sécurisés, de 59/60% en valeur centrale (VE de 6,39 Mds€), de 77% en valeur basse et de 37/38% en valeur haute de notre estimation de la Valeur d'Entreprise du Groupe.

**Ainsi, quel que soit le scénario envisagé (votes de classe favorables ou application forcée interclasse), l'AK 1 (Créanciers) conduit à une décote substantielle pour les créanciers non sécurisés, même en borne haute de notre analyse de la Valeur d'Entreprise du Groupe.**

## 5.3 Post-AK2 (Groupement)

Nous présentons ci-dessous la valeur par action post-AK2 (Groupement) qui ressort de nos analyses :

| | Données en milliards d'euros (sauf mention contraire) | | Min. | Valeur centrale | Max. |
|---|---|---|---|---|---|
| | Valeur d'Entreprise estimée par Sorgem | | 5,72 | 6,39 | 7,22 |
| | (Dette nette ajustée post AK2) | | (3,67) | (3,67) | (3,67) |
| | **Valeur des Fonds Propres post-AK2 (Groupement)** | | **2,05** | **2,72** | **3,55** |
| / | # d'actions (md) après AK1 et AK2 | Vote favorable | 13,0 | 13,0 | 13,0 |
| | | AFI | 130 | 130 | 130 |
| = | **Valeur par action après AK1 et AK2** | **Vote favorable** | **0,16 €** | **0,21 €** | **0,27 €** |
| | | **AFI** | **0,016 €** | **0,021 €** | **0,027 €** |

*Source : Analyse Sorgem Evaluation*

**Ainsi, le prix d'émission retenu (0,18 € / 0,018 € par action) pour l'augmentation de capital AK2 (Groupement) s'inscrit dans notre fourchette d'estimation de la valeur par action ORPEA à cette étape du Plan (entre 0,16 € / 0,016 € et 0,27 € / 0,027 € avec une valeur centrale à 0,21 € / 0,021 €).**

## 5.4 Post-AK3

Nous présentons ci-dessous la valeur par action post-AK3 qui ressort de nos analyses :

| | Données en milliards d'euros (sauf mention contraire) | | Min. | Valeur centrale | Max. |
|---|---|---|---|---|---|
| | Valeur d'Entreprise estimée par Sorgem | | 5,72 | 6,39 | 7,22 |
| | (Dette nette ajustée post AK3) | | (3,28) | (3,28) | (3,28) |
| | **Valeur des Fonds Propres post-AK3** | | **2,44** | **3,11** | **3,94** |
| / | # d'actions (md) après AK1, AK2 et AK3 | Vote favorable | 16,1 | 16,1 | 16,1 |
| | (y.c. effet dilutif des BSA) | AFI | 162 | 162 | 162 |
| = | **Valeur par action après AK1, AK2 et AK3** | **Vote favorable** | **0,15 €** | **0,19 €** | **0,24 €** |
| | | **AFI** | **0,015 €** | **0,019 €** | **0,024 €** |

*Source : Analyse Sorgem Evaluation*

**Ainsi, le prix d'émission retenu (0,13 € / 0,013 € par action) pour cette augmentation de capital (l' AK3 ) ressort inférieur à notre bas de fourchette d'estimation de la valeur par action ORPEA post-AK3 (0,15 € / 0,015 €), ce qui pourrait conduire**

**l'actionnaire actuel à vouloir y souscrire ou à monétiser la valeur théorique de son DPS.**

## 6. Synthèse de l'évolution du patrimoine de l'actionnaire actuel à partir des résultats de nos travaux d'évaluation

Nous présentons ci-après à titre illustratif la valeur du patrimoine d'un actionnaire actuel qui détiendrait aujourd'hui 100 actions, en comparant les valeurs pré-Plan et post-Plan à partir de la Valeur d'Entreprise et de la valeur par action du Groupe telles qu'elles ressortent de nos travaux.

**Sans mise en œuvre du Plan**, comme nous l'avons présenté ci-avant, la Valeur d'Entreprise du Groupe, estimée entre 5,72 Mds€ et 7,22 Mds€ avec une valeur centrale à 6,39 Mds€, ressort très inférieure, même en borne haute, au montant de la dette financière nette ajustée du Groupe (8,65 Mds€). Dans ces conditions, **la valeur par action, et donc la valeur pour 100 actions, est nulle.**

**Après mise en œuvre du Plan**, la valeur est présentée ci-dessous, en distinguant le scénario d'un vote favorable de l'ensemble des parties affectées et celui d'une application forcée interclasse (« AFI ») en considérant la situation d'un actionnaire qui détiendrait 100 actions avant la mise en œuvre du Plan et qui ne souscrirait à aucune des augmentations de capital.

| | Vote favorable de l'ensemble des classes | | | Application forcée interclasse | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Données en milliards d'euros (sauf mention contraire) | Min. | Valeur centrale | Max. | Min. | Valeur centrale | Max. |
| Valeur d'Entreprise estimée par Sorgem | 5,72 | 6,39 | 7,22 | 5,72 | 6,39 | 7,22 |
| Dette nette ajustée après AK1, AK2 et AK3 | (3,28) | (3,28) | (3,28) | (3,28) | (3,28) | (3,28) |
| **Valeur des fonds propres** | **2,44** | **3,11** | **3,94** | **2,44** | **3,11** | **3,94** |
| # d'actions (md) après AK1, AK2 et AK3 | 16,1 | 16,1 | 16,1 | 162 | 162 | 162 |
| **Valeur par action** | **0,15 €** | **0,19 €** | **0,24 €** | **0,015 €** | **0,019 €** | **0,024 €** |
| **Valeur pour 100 actions (hors DPS AK3)** | **15,1 €** | **19,3 €** | **24,4 €** | **1,5 €** | **1,9 €** | **2,4 €** |
| Nb. d'actions nouvelles pour 100 DPS AK3 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 | 23 |
| Valeur des DPS permettant de souscrire à une action | 0,02 € | 0,06 € | 0,11 € | 0,002 € | 0,006 € | 0,011 € |
| **Valeur théorique des 100 DPS AK3** | **0,4 €** | **1,3 €** | **2,5 €** | **0,04 €** | **0,13 €** | **0,25 €** |
| **Valeur totale pour 100 actions** | **15,5 €** | **20,6 €** | **26,9 €** | **1,6 €** | **2,1 €** | **2,7 €** |

Source : Analyse Sorgem Evaluation. La valeur des DPS permettant de souscrire à une action correspond à la différence entre la valeur par action après AK1, AK2 et AK3, et le prix de souscription de l'AK3. Pour une action valant 0,193 € avec un prix de souscription de 0,133 €, on a une valeur d'environ 0,06 €. Avec 100 actions, il est possible de souscrire à 23 nouvelles actions. Cela donne une valeur des 100 DPS de 23x0,06 =~1,3 € dans le scénario d'un vote favorable. Le nb. d'actions présenté inclut l'effet dilutif des BSA.

Ainsi, **dans le scénario d'un vote favorable, la valeur totale pour 100 actions (y.c. DPS de l'AK3) ressort à 20,6 euros, ce qui valorise le patrimoine de l'actionnaire à un niveau supérieur d'environ 15% au prix d'entrée du Groupement** lors de la deuxième augmentation de capital.

**Dans l'hypothèse d'une AFI, la valeur totale pour 100 actions est dix fois inférieure et ressort à 2,1 euros, soit là aussi à un niveau supérieur d'environ 15% au prix d'entrée du Groupement.**

Notons par ailleurs que la valeur pré-Plan de ces 100 actions pourrait être estimée, en se référant par exemple à une moyenne 60 jours du cours de bourse, à environ 250 €, prix qui ne reflète pas notre appréciation de la valeur économique des actions (cf. §7.1 ci-dessous).

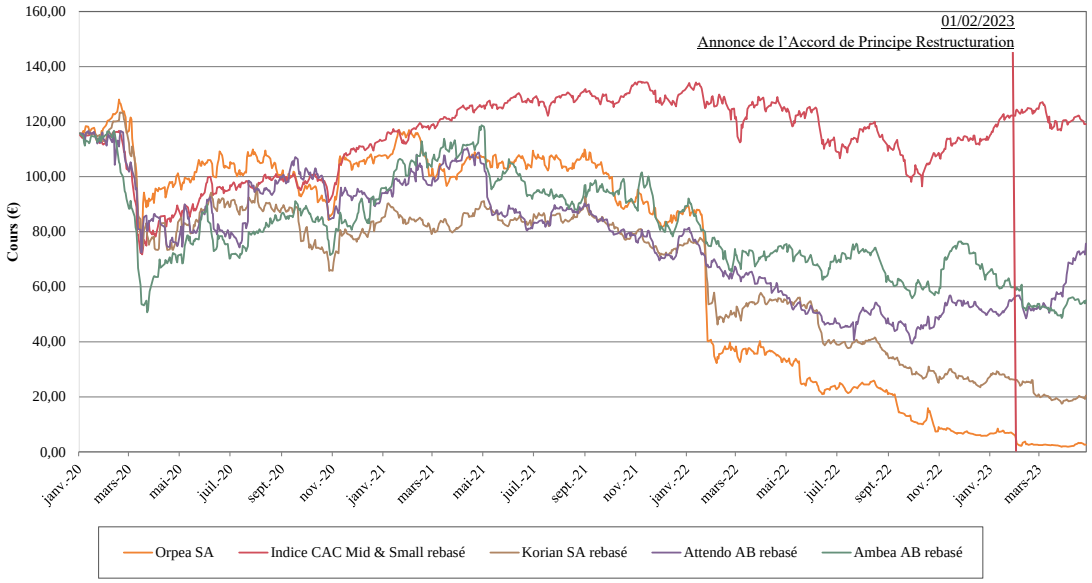
# 7. Analyse de certaines références de valeur

## *7.1 Cours de bourse*

Les actions du Groupe sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché d'Euronext Paris.

Nous avons analysé l'évolution du cours de bourse d'ORPEA et de ses principaux concurrents entre le 2 janvier 2020, avant la survenance de la crise de la Covid-19 et le 28 avril 2023. Cette analyse se base sur les sociétés retenues en tant que sociétés comparables à ORPEA lors de la mise en œuvre de la méthode des multiples boursiers.

**Evolution du cours de bourse d'ORPEA et de ses principaux concurrents du 2 janvier 2020 au 28 avril 2023**




Source : S&P Capital IQ

Commentaires :

- nous constatons que la crise sanitaire de la Covid-19, qui a débuté en mars 2020, a impacté les cours de bourse de l'ensemble des acteurs du secteur. Ambea est le plus touché avec une diminution de son cours de -57% entre le 2 janvier et le 23 mars 2020. ORPEA a vu son cours baisser de -23% sur la même période, avec un point bas à -31% par rapport au 2 janvier 2020, atteint le 16 mars 2020. Le CAC Mid & Small a également baissé de -35% sur la période.

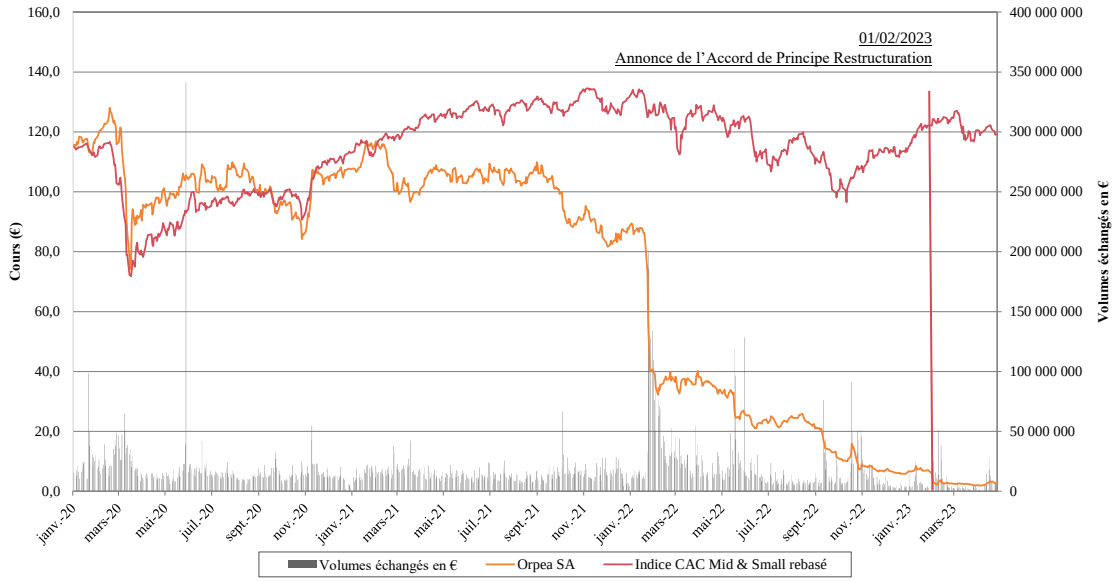
- nous observons en outre qu'ORPEA était bien positionné par rapport à ses concurrents jusqu'à la fin du mois de janvier 2022 et l'annonce de la publication du livre Les Fossoyeurs[83]. Cet événement a également eu un impact négatif sur l'ensemble des acteurs du secteur en France.

[83] Le Monde – Ehpad : le groupe ORPEA chute en Bourse, confronté à la parution d'un livre dénonçant de graves défaillances dans ses maisons de retraite (https://www.lemonde.fr/societe/article/2022/01/24/maisons-de-retraite-un-livre-denonce-de-graves-defaillances-dans-les-ehpad-du-groupe-orpea-qui-denonce-des-accusations-mensongeres_6110796_3224.html)

- dans l'ensemble, ORPEA et Korian ont été les plus touchés par la publication du livre, la diminution de leur cours avoisinant à mi-avril 2023 les -100% pour ORPEA et les -83% pour Korian par rapport à leur niveau de janvier 2020.

Nous analysons également ci-après l'évolution du cours de l'action ORPEA, ainsi que les volumes échangés entre le 2 janvier 2020 et le 28 avril 2023. Nous comparons l'évolution du cours avec l'indice CAC Mid & Small.

**Evolution du cours de bourse d'ORPEA du 2 janvier 2020 au 28 avril 2023**




Source : S&P Capital IQ

Commentaires :

- début mars 2020, lors du début de la crise de la Covid-19, le cours d'ORPEA chute fortement pour remonter à partir du 17 mars, une date correspondant au lendemain de l'annonce du premier confinement en France. Cette tendance est également observée pour l'indice CAC Mid & Small.

- de fin octobre à mi-novembre 2020, le cours d'ORPEA opère une forte remontée après une période de baisse, notamment à la suite de l'annonce début novembre des

résultats du troisième trimestre, le Groupe enregistrant pour la première fois depuis 30 ans un chiffre d'affaires dépassant le milliard d'euros sur un trimestre[84].

- à partir de la publication des résultats du premier semestre 2021, le cours d'ORPEA entame une baisse progressive jusqu'à fin janvier 2022 où il chute drastiquement après la publication du livre Les Fossoyeurs. Depuis cette date, il est observé une tendance baissière sur le cours. Nous observons en outre que la forte chute du cours d'ORPEA fin janvier 2022 s'inscrit dans une hausse des volumes échangés, tendance qui s'est ensuite poursuivie.

- Le 13 mai 2022, le cours chute de nouveau après l'annonce des résultats annuels 2021 accompagnée de la décision de ne pas verser de dividendes. A cette même date, ORPEA dévoile également l'Accord de Principe signé avec ses principaux partenaires bancaires dans le cadre d'une procédure de conciliation[85].

- Le 24 octobre 2022, les instruments financiers d'ORPEA (actions, titres de créances et instruments liés) sont suspendus à la suite d'une demande de l'AMF *« en vue d'assurer une bonne information du marché et dans l'attente de la publication d'un communiqué de l'émetteur en application du règlement européen sur les abus de marché »*[86].

- A partir du 1er février 2022, le cours d'ORPEA connaît de nouveau une chute importante à la suite de l'annonce de l'Accord de Principe de Restructuration, avant de remonter légèrement et de se stabiliser à partir de mi-février 2023.

Nous constatons, dans l'ensemble, que l'évolution du cours d'ORPEA était cohérente avec celle de l'indice CAC Mid & Small de janvier 2020 à mars 2021 ainsi que celle de ses concurrents. L'écart s'est creusé après la publication du livre « *Les Fossoyeurs* » fin janvier 2022 et l'effet des annonces des difficultés financières du Groupe.

Le tableau ci-dessous présente l'évolution des volumes échangés exprimés en nombre d'actions et en euros, ainsi que du taux de rotation du flottant.

---

[84] Le Figaro – https://www.lefigaro.fr/flash-eco/ehpad-orpea-enregistre-un-chiffre-d-affaires-record-en-trente-ans-au-3eme-trimestre-20201103

[85] Reuters – https://www.reuters.com/business/care-home-operator-orpea-skips-dividend-it-faces-major-debt-repayments-2022-05-13/

[86] Site de l'AMF – https://www.amf-france.org/fr/actualites-publications/actualites/lamf-demande-la-suspension-des-instruments-financiers-de-la-societe-orpea

**Evolution de la rotation de l'action ORPEA**

| Date | Volumes échangés sur 12 mois | € échangés sur 12 mois | Flottant | Rotation du flottant |
|---|---|---|---|---|
| 31/12/2020 | 46 806 070 | 4 868 450 140 | 55 198 410 | 84,8% |
| 31/12/2021 | 38 219 740 | 3 832 668 370 | 55 193 560 | 69,2% |
| 30/12/2022 | 254 372 260 | 5 682 303 860 | 55 236 460 | 460,5% |

Source : S&P Capital IQ, Analyses Sorgem

La fréquence des transactions peut notamment être appréciée au travers du taux de rotation du flottant, soit le nombre de titres échangés sur une période, divisé par le nombre de titres composant le flottant.

Nous remarquons une forte augmentation des volumes échangés exprimés en nombre d'actions en 2022, comparativement à 2021 et 2020. Ceci se traduit ainsi par une forte augmentation du taux de rotation du flottant qui atteint près de 461% au 30/12/2022, contre des taux inférieurs à 90% au 31/12/2021 et au 31/12/2020.

Le tableau ci-dessous présente une analyse du cours moyen pondéré par les volumes, en spot, sur 1 mois et sur 3 mois.

**Analyse du cours de bourse sur les 3 derniers mois au 31 janvier 2023 (soit la veille de l'annonce de l'accord de principe sur le plan de restructuration)**

| Période | Date de début | Date de fin | Cours moyen pondéré par les volumes (€) | Cours le plus haut (€)* | Cours le plus bas (€)* |
|---|---|---|---|---|---|
| Spot | 27/01/2023 | | 7,08 | | |
| 1 mois | 02/01/2023 | 27/01/2023 | 7,12 | 8,50 | 6,64 |
| 3 mois | 01/11/2022 | 27/01/2023 | 7,07 | 9,07 | 5,83 |

Source : S&P Capital IQ, Analyses Sorgem

**Préalablement à l'annonce de l'accord de principe sur le plan de restructuration, les différentes références de cours, comprises entre 6 € et 9 €, extériorisent une capitalisation boursière comprise entre 0,4 et 0,6 Md€, soit entre 5% et 7% seulement du montant de la dette nette du Groupe à fin 2022 (8,8 Mds€). Dans ces conditions, au regard du levier financier extrêmement important que cela représente, la référence au cours de bourse nous paraît trop incertaine et volatile pour pouvoir être retenue.**

**Nous notons néanmoins que le cours de bourse extériorise aujourd'hui, en *spot* comme sur la base d'une moyenne 60 jours, une valeur d'environ 2,5 euros, soit un**

**niveau très supérieur aux conditions des différentes augmentations de capital. Nous ne sommes pas en mesure d'expliquer précisément l'origine de ces écarts qui nous paraissent relever d'une anomalie de marché d'autant que les conditions des différentes augmentations de capital sont aujourd'hui connues.**

## 7.2 Référence aux objectifs de cours des analystes

Nous avons reporté dans le tableau ci-dessous le cours d'ORPEA tel que référencé par les analystes sur une période s'étendant de 2022 à 2023[87].

| Analyste | Avant l'annonce de l'Accord de Principe (12/05/2022) | | Après l'annonce de l'Accord de Principe (12/05/2022) | | Après l'ouverture de la seconde procédure de conciliation (25/10/2022) | | Avant l'annonce de l'Accord de Principe Restructuration (01/02/2023) | | Depuis l'annonce de l'Accord de Principe Restructuration (01/02/2023) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | Date | Cours cible | Date | Cours cible | Date | Cours cible | Date | Cours cible | Date | Cours cible |
| AlphaValue | 05/05/2022 | 21,3 € | 15/05/2022 | 20,5 € | 31/10/2022 | 6,8 € | 26/01/2023 | 3,1 € | 16/02/2023 | 0,2 € |
| Berenberg | 01/04/2022 | 70,0 € | 31/08/2022 | 41,5 € | | | | | | |
| BNP Exane | 12/04/2022 | 115,0 € | 03/06/2022 | 30,0 € | | | | | | |
| CIC Market Solutions | 08/04/2022 | 109,0 € | 19/05/2022 | 92,0 € | 18/11/2022 | 5,8 € | | | | |
| Gilbert Dupont | 09/05/2022 | 99,0 € | 21/07/2022 | 79,0 € | 07/11/2022 | 9,0 € | | | | |
| Oddo BHF | 28/03/2022 | 43,5 € | 04/07/2022 | 26,7 € | 26/10/2022 | 16,0 € | | | 02/02/2023 | 0,5 € |
| Portzamparc | 09/02/2022 | 48,8 € | 04/07/2022 | 36,4 € | 16/11/2022 | n.d. | | | | |
| Société Générale | 26/04/2022 | 45,0 € | 19/05/2022 | 36,5 € | 26/10/2022 | 7,0 € | 22/12/2022 | 4,0 € | 07/02/2023 | 0,3 € |
| **Moyenne** | | 69,0 € | | 45,3 € | | 8,9 € | | 3,6 € | | 0,3 € |
| **Médiane** | | 59,4 € | | 36,5 € | | 7,0 € | | 3,6 € | | 0,3 € |

Source : Bases de données financières

Les objectifs de cours des analystes ont suivi la chute du cours de l'action.

Le cours médian des références sélectionnées s'élève ainsi à 59 € avant l'annonce de l'accord de principe avec les banques du G6 puis à seulement 3,6 € près de neuf mois plus tard, après l'annonce de l'accord de principe sur le Plan de restructuration.

Les objectifs de cours des analystes sont aujourd'hui très inférieurs au cours de bourse et sont plus proches des conditions envisagées pour les différentes augmentations de capital du Plan de restructuration.

**Pour des raisons analogues à celles explicitées ci-avant, nous excluons la référence de valeur que constituent les objectifs de cours des analystes.**

[87] Nous avons exclu Jefferies, Bryan, Garnier & Co ainsi que Kepler Cheuvreux pour cause d'absence de mise à jour de leurs cours sur la période étudiée.

## 7.3 Transactions récentes sur le capital d'ORPEA

Nous n'avons pas eu connaissance de transactions significatives récentes intervenues, hors marché boursier, sur le capital d'ORPEA, dont les termes financiers précis nous auraient été communiqués et qui auraient pu constituer une référence de valeur.

## 7.4 Actif net consolidé

Cette approche consiste à estimer la Valeur des Fonds Propres d'une société par référence à son actif net comptable.

Nous précisons que le Groupe indique, dans ses comptes consolidés 2022 (note 1.), que « le Conseil d'administration a arrêté les comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2022 en application du principe de continuité d'exploitation ». Ce principe a été validé par les commissaires aux comptes qui ont indiqué certifier sans réserves les comptes consolidés[88].

Les commissaires aux comptes ont apprécié la correcte application du principe de continuité d'exploitation tel que décrit dans la note 1.1 de l'annexe aux comptes consolidés et ont apprécié le caractère approprié des information relatives :

- Aux différents accords signés relatifs au plan de restructuration financière de la Société détaillés dans la note 3 de l'annexe aux comptes consolidés ;

- A l'endettement financier tel que décrit dans la note 4.5 de l'annexe aux comptes consolidés ;

- Au risque de liquidité tel que décrit en note 4.15.2 de l'annexe aux comptes consolidés.

  A cet égard, il convient de mentionner que la note 4.15.2 indique que « les besoins de liquidités à 12 mois (de mai 2023 à avril 2024) sont estimés à ce jour à près de 1,35 Mds€ et seront couverts par le produit des augmentations de capital de 1,55 Mds€ ». De ce fait, si toutes les opérations prévues aux termes du plan de restructuration ne pouvaient être mises en œuvre, la Société considère qu'elle ne

[88] Les commissaires aux comptes ont indiqué dans leur rapport du 19 mai 2023 que les comptes consolidés « sont, au regard du référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union européenne, réguliers et sincères et donnent une image fidèle du résultat des opérations de l'exercice écoulé ainsi que de la situation financière et du patrimoine, à la fin de l'exercice, de l'ensemble constitué par les personnes et entités comprises dans la consolidation »

disposerait pas des moyens de financement suffisant pour lui permettre de faire face à ses obligations et pourrait dans ce cas faire l'objet de procédures de redressement judiciaire et/ou de liquidation.

**Les capitaux propres consolidés s'élèvent au 31 décembre 2022 à –1 502 M€, soit, donc, une valeur de l'action égale à zéro.**

**En considérant la dette financière nette du Groupe ajustée des autres éléments de passage de la VE à la VFP (8,65 Mds€, cf. supra), la VE correspondante ressort à 7,15 Md€ (8,65–1,50). Cette référence de VE s'inscrit dans le haut de notre fourchette d'estimation (entre 5,72 Mds€ et 7,22 Mds€).**

**Au cas d'espèce, la référence à l'actif net ne peut pas s'analyser comme une valeur liquidative du Groupe car elle présuppose sa continuité d'exploitation, qui passe notamment par la mise en œuvre du Plan de restructuration financière.**

# V. ACCORDS CONNEXES

## 1. Bons de souscription d'actions SteerCo et Groupement

Les membres du Groupement se sont engagés à souscrire à l'AK3 à hauteur d'un montant minimum de 0,196 Md€ en exerçant leurs DPS. Les membres du SteerCo se sont engagés à garantir le solde de cette augmentation de capital, soit 0,195 Md€, en souscrivant en numéraire le nombre d'actions non souscrites sur exercice des DPS.

En contrepartie de ces engagements, les membres du SteerCo et du Groupement se verront attribuer par la Société des bons de souscription d'actions (BSA) donnant droit au total à 1,45% du capital social de la Société sur une base entièrement diluée, pour un prix d'exercice unitaire de 0,01 €.

Dans la mesure (i) où le quantum d'accès au capital par ces BSA reste limité et (ii) où leur attribution a pour contrepartie des engagements garantissant le succès de l'AK3, **nous considérons que l'attribution future de ces BSA n'est pas de nature à porter atteinte à l'intérêt des actionnaires actuels.**

## 2. Projet de pacte d'actionnaires des membres du Groupement

Il nous a été communiqué les principales dispositions du projet de pacte d'actionnaires des membres du Groupement.

Il y est notamment prévu des clauses liées à la liquidité des actions des membres du Groupement, avec notamment :

- des engagements d'inaliénabilité des actions de la Société durant 3 ans et, à l'issue de cette période, une possibilité pour un actionnaire de céder jusqu'à 10% de sa participation sous condition de ne pas faire franchir à la baisse le seuil de 50% des droits de vote de la Société par les membres du Groupement ;

- la possibilité de transfert libre entre MACSF et MAIF ;

- un droit de premier refus : au cas où la cession entrainerait que les membres du Groupement détiendraient de concert moins de 45% du capital de la Société ou moins de 50% des droits de vote, il est prévu un droit de premier refus au bénéfice de l'ensemble des autres membres du Groupement cédant portant sur la totalité des titres dont la cession est envisagée.

Il est également prévu une clause de cession ordonnée et un accord de *standstill* par lequel chacun des membres du Groupement s'interdit d'accroitre son niveau de participation au

capital de la Société pendant une durée de trois à compter de la signature du Pacte d'actionnaires.

**Nous considérons que les stipulations de ce projet de pacte d'actionnaires ne sont pas susceptibles de remettre en cause l'égalité entre actionnaires.**

# VI. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DU PLAN DE RESTRUCTURATION POUR LES ACTIONNAIRES ACTUELS

Il ressort de nos travaux d'évaluation une valeur d'entreprise du groupe ORPEA largement inférieure, en valeur centrale (6,39 Mds€) comme en haut de fourchette (7,22 Mds€), au montant de la dette financière nette ajustée du Groupe (8,65 Mds€).

Cette évaluation est principalement fondée sur les éléments financiers prévisionnels attachés au Plan de refondation du Groupe, actualisé au vu de l'arrêté des comptes 2022 et des termes et conditions du projet de Plan de Sauvegarde Accélérée.

En l'absence de Plan de refondation du Groupe, dont la mise en œuvre est conditionnée par celle du Plan de restructuration financière, la valeur d'entreprise obtenue, dans un scénario qui serait alors celui d'une liquidation, serait inférieure.

Ainsi, en l'absence de mise en œuvre du Plan de restructuration, nous sommes d'avis que le patrimoine de l'actionnaire actuel serait nul.

Dans l'hypothèse d'un vote favorable de l'ensemble des classes de parties affectées (y.c. la classe des actionnaires), et malgré une dilution très importante, le patrimoine de l'actionnaire actuel retrouverait de la valeur.

Dans ces conditions, une dilution, même massive, des actionnaires actuels est préférable pour ces derniers au scénario d'absence de mise en œuvre du Plan de restructuration.

Dans l'hypothèse d'une application forcée interclasse, l'actionnaire serait dilué à hauteur de dix fois sa dilution dans l'hypothèse d'un vote favorable de l'ensemble des classes.

Cette application forcée s'appuierait sur la règle dite de « priorité absolue » impliquant l'impossibilité d'accorder un avantage à une classe subordonnée sans désintéresser complètement les classes plus seniors.

Conséquence de cette règle dans ce scénario d'application forcée interclasse, la situation de l'actionnaire actuel serait alors comparable – sans être ici plus défavorable – au scénario d'absence de mise en œuvre du Plan de restructuration financière, où cependant aucune possibilité de captation de valeur future n'existerait pour lui.

Par ailleurs, concernant chaque Etape de la restructuration prise individuellement :

- Au titre de l'Etape 1 (Conversion de l'ensemble de la dette non sécurisée en capital) : quelle que soit l'hypothèse de vote des classes de parties affectées, l'augmentation de capital (l' AK1 (Créanciers)) matérialise, sur la base de notre estimation de la valeur d'entreprise et de la valeur des fonds propres du Groupe après cette Etape, une décote substantielle pour les créanciers non sécurisés qui sont senior par rapport aux actionnaires.

  La réduction significative de la dette financière nette, à travers la capitalisation, via l'AK1 (Créanciers), de l'intégralité de la dette non sécurisée, apparaît comme une étape préalable indispensable à l'apport de nouvelles liquidités en fonds propres par les membres du Groupement, lesquels ne souhaitent entrer au capital de la Société qu'après le changement de la situation des créanciers non sécurisés à travers la conversion de leurs créances en capital avec une forte décote, puisque dans l'hypothèse d'une augmentation de capital du Groupement avant conversion des dettes non sécurisées, cette augmentation viendrait accroitre les droits des créanciers sans apporter de moyens supplémentaires à l'entreprise pour son développement.

  Le prix d'émission retenu (0,60 € / 0,059 € selon l'hypothèse de vote de classe) est très supérieur à notre estimation de la valeur par action post-AK 1 (Créanciers), qui est au maximum de 0,37 € / 0,04 €.

  En conséquence, les actionnaires actuels, qui ont le droit de souscrire à cette augmentation de capital, n'ont pas d'intérêt financier à le faire – même s'il faut préciser que ce prix est très inférieur au cours de bourse actuel (2,5 €).

  Ce prix est la résultante « technique » (i) du montant des engagements à convertir en capital (3,8 Mds€) et (ii) des hypothèses de dilution post-AK1 (Créanciers) correspondant dans un cas à la détention négociée par les parties et dans l'autre au niveau de détention le plus bas devant être retenu compte tenu de la règle dite de « priorité absolue » qui s'applique en cas de forçage, traduisant ainsi une dilution très importante des actionnaires actuels (passage de 100 % à 1% ou 0,1%).

- Au titre de l'Etape 2 (Augmentation de capital *new money* réservée au Groupement) : le prix d'émission retenu (0,18 € / 0,018 € par action selon l'hypothèse de vote de classe) pour cette augmentation de capital (l' AK2 (Groupement)) s'inscrit dans notre fourchette d'estimation de la valeur par action ORPEA post-AK1 (Créanciers). La prise de contrôle du Groupe par les membres du Groupement à travers cette augmentation de capital conditionne la mise en place du Financement New Money.

- Au titre de l'Etape 3 (Augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription *new money*) : le prix d'émission retenu (0,13 € / 0,013 € par action selon l'hypothèse de vote de classe) pour cette augmentation de capital (l'AK3) ressort inférieur au bas de notre fourchette d'estimation de la valeur par action

ORPEA post-AK3, ce qui pourrait conduire l'actionnaire actuel, qui en a le droit, à vouloir y souscrire ou à monétiser la valeur théorique de son DPS.

Enfin, il nous a été indiqué qu'aucun plan alternatif de restructuration financière disposant de manière effective des financements nécessaires et du soutien indispensable des différentes parties prenantes n'a été proposé à la Société.

**Ainsi, pour résumer :**

- **En l'absence de mise en œuvre du Plan de restructuration, nous sommes d'avis que le patrimoine de l'actionnaire actuel serait nul car le passif est significativement supérieur à l'actif et que dans cette hypothèse la Société devrait faire face à des procédures de redressement ou de liquidation judiciaire avec le cas échéant la mise en œuvre d'un plan de cessions. Elle considère que, dans un tel contexte, les actionnaires actuels récupéreraient une portion des produits finaux de cession d'une valeur moindre par rapport à celle qu'ils récupéreraient dans le cadre du plan de sauvegarde[89];**

- **Dans l'hypothèse d'un vote favorable de l'ensemble des classes de parties affectées (y.c. la classe des actionnaires), et malgré une dilution très importante, le patrimoine de l'actionnaire actuel retrouverait de la valeur ;**

- **Dans l'hypothèse d'un vote défavorable d'au moins une des classes de parties affectées (la classe des actionnaires ou toute autre classe), conséquence de la règle dite de « priorité absolue » alors applicable, la situation de l'actionnaire actuel serait, à la date de réalisation des augmentations de capital prévues par le Plan de restructuration financière, comparable – sans être plus défavorable – au scénario d'absence de mise en œuvre du Plan de restructuration financière. Toutefois, dans ce cas de figure, les actionnaires pourront bénéficier d'une possible appréciation de la valeur de leurs actions dans le temps, ce qui ne serait pas le cas dans l'hypothèse d'une liquidation ;**

- **Considérées individuellement, les augmentations de capital à chaque Etape de la restructuration, ne seraient pas réalisées à des conditions contraires à l'intérêt des actionnaires actuels.**

[89] Comptes consolidés 2022 p. 61, extrait de la note 4.15.2.

**Dans ces conditions, nous sommes d'avis que les conditions financières du plan de restructuration envisagé sont équitables pour les actionnaires actuels d'ORPEA.**

Fait à Paris, le 24 mai 2023

Pour Sorgem Evaluation

Maurice NUSSENBAUM
*Managing Partner*
SORGEM EVALUATION

# Annexes

## 1. Programme de travail

Sorgem Evaluation a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- Analyse du contexte de la restructuration financière et des termes du Plan
- Analyse de l'information publique disponible sur le Groupe, et notamment l'information financière (documents de référence depuis 2018) ;
- Revue des notes d'analystes publiées sur le titre ;
- Recherche et analyse d'études sur les marchés dans lesquels intervient le Groupe ;
- Analyse financière à partir des comptes consolidés des 5 derniers exercices ;
- Entretiens avec le Groupe sur les points suivants :
  - description des activités du Groupe, de ses marchés et de l'environnement concurrentiel ;
  - présentation et explication de la performance historique ;
  - présentation du plan d'affaires et de ses hypothèses sous-jacentes ;
- Analyse des méthodes et références à retenir / exclure
- Mise en œuvre de l'évaluation des actions du Groupe à travers :
  - la méthode DCF à titre principal (analyse du plan d'affaires, détermination des paramètres d'évaluation – taux d'actualisation, flux normatif, croissance à long-terme, passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des Fonds Propres) ;
  - la méthode des comparables boursiers à titre indicatif (choix de l'échantillon, analyse de la croissance et des marges, calcul des multiples, analyse des résultats).
- Analyse des références d'évaluation (cours de bourse, cours cible des analystes, actif net consolidé).
- Obtention d'une lettre d'affirmation ;

- Rédaction d'un projet de rapport d'expertise indépendante ;
- Revue indépendante.

## 2. Liste des personnes rencontrées ou contactées

Dans le cadre de la mission qui nous a été confiée, nous avons été amenés à échanger principalement avec les personnes suivantes :

**Groupe ORPEA**
Laurent LEMAIRE : Directeur Finances, Achats, SI du Groupe
Cédric LE MENN : Group Deputy CFO
Émilie DUBAND : Group Consolidation Director
Stéphane-Paul FRYDMAN : Corporate Advisor

**Eight Advisory**
Sari MAALOUF : Partner
Guillaume DELORME : Director
Arthur DUCROCQ : Senior

**Perella Weinberg Partners**
Tanguy RIVIÈRE : Managing Director
Louise BONNIER : Associate
Nicolas BOIN : Analyst

**Rothschild & Cie**
Simon BEHAGHEL : Gérant
Anne TRILLAT : Director
Mark HODSMAN : Associate
Arsène BAZIN : Analyst

**White & Case LLP**
Saam GOLSHANI : Avocat
Jean-Guillaume MEUNIER : Avocat

**FHB**
Hélène BOURBOULOUX : Administrateur judiciaire – Associée
Martin CORMONT : Chargée de mission

**Groupe Caisse des Dépôts**
Rémy FOURNIAL : Head of M&A
Audrey GIRARD : Directrice juridique adjointe
Stéphanie SIMON : Responsable adjointe du Secteur Fusion-Acquisition

**Cabinet Bompoint**
Dominique BOMPOINT : Avocat

**Cleary Gottlieb**
Marie-Laurence TIBI : Avocate

**Gibson Dunn**
Bertrand DELAUNAY : Avocat
Jean-Pierre FARGES : Avocat

## 3. Principaux documents et informations utilisés

| Documents | Source |
|---|---|
| Comptes 2022, DEU/DDR historiques | Groupe |
| Analyse des différents marchés | Groupe, Xerfi |
| Rapport de due diligence marché / stratégique (Advancy) | Groupe |
| Données de marché (cours de bourse, consensus, etc.) | Bloomberg, S&P Capital IQ, |
| Informations financières des sociétés comparables | Bloomberg, S&P Capital IQ<br>Sites des sociétés |
| Information sur les transactions du secteur | MergerMarket |
| Plan d'affaires + Extrapolation | Groupe |
| Rapports Eight Advisory | Groupe |
| Rapports Ledouble | Groupe |
| Lettre d'affirmation | Groupe |

## 4. Calendrier de la mission

- Etablissement de la proposition d'intervention : mars 2023.
- Désignation de Sorgem Evaluation comme expert indépendant par le Conseil d'administration : 14 mars 2023.
- Recueil de l'information requise pour apprécier l'équité de l'opération, réalisation des travaux d'analyse, échanges avec la Société et ses conseils ainsi qu'avec les

membres du Groupement et leurs conseils, rédaction du projet de rapport, revue indépendante : du 20 mars (réception des premiers documents) au 22 mai 2023.

- Obtention de la lettre d'affirmation et remise de la version finale de notre rapport : 24 mai 2023.

## 5. Rémunération

Le montant des honoraires facturés à date par Sorgem Evaluation au titre de la présente mission s'élève à 230 000 euros hors taxes, correspondant à environ 650 heures de travail.

## 6. Lettre de mission

SORGEM ÉVALUATION

Monsieur Guillaume Pepy
Président du Conseil d'administration
ORPEA
12, rue Jean Jaurès
92813 Puteaux Cedex

Paris, le 8 mars 2023

Ref : 23/79/L/MN/FM/BD

Monsieur,

Nous avons le plaisir de vous présenter notre proposition d'intervention concernant la réalisation d'une expertise indépendante pour le compte de la société ORPEA S.A. (ci-après « ORPEA », « la Société » et, avec l'ensemble de ses filiales, « le Groupe »), destinée à donner notre avis sur le caractère équitable, pour les actionnaires actuels, des termes de la restructuration financière envisagée (ci-après « l'Opération »).

### 1. Mission

#### *1.1 Contexte*

Par communiqué de presse en date du 1er février 2023, la Société a annoncé la conclusion d'un accord de principe relatif à la mise en œuvre d'un plan de restructuration financière.

Cet accord de principe a été conclu avec (i) d'une part un groupe d'investisseurs financiers mené par la Caisse des Dépôts et Consignations, et composé par ailleurs de CNP Assurances, MAIF et MACSF (ci-après « le Groupement »), et (ii) d'autre part les cinq principales institutions (ci-après « SteerCo ») coordonnant un groupe élargi

11, rue Leroux - F75116 Paris
Tél. + 33 (0)1 40 67 20 00
Fax + 33(0)1 40 67 74 14
www.sorgeneval.com

de créanciers financiers non sécurisés, représentant ensemble environ 50% de la dette financière non sécurisée[1].

Les effets attendus de la restructuration financière sont une réduction de 60% de la dette financière nette sur une base proforma au 31 décembre 2022 et l'atteinte d'un levier d'endettement inférieur à 6,5x l'EBITDA à l'horizon 2025. Ce désendettement devrait permettre de financer le plan de transformation de la Société, présenté le 15 novembre 2022.

Dans le cadre de la mise en œuvre de l'Opération, il est notamment prévu la réalisation de trois augmentations de capital successives au cours du second semestre 2023 :

- la conversion en capital de l'intégralité des dettes financières non sécurisées portées par la Société (3,8 Md€), via une première augmentation de capital par voie de compensation de créances, avec maintien du droit préférentiel de souscription (ci-après « DPS ») pour les actionnaires (l'« **Augmentation de Capital avec Maintien du DPS par Conversion de l'Endettement Non Sécurisé** ») ;

- l'apport en numéraire de fonds propres pour 1,16 Md€, via une deuxième augmentation de capital souscrite par le Groupement avec suppression du DPS pour les actionnaires (l'« **Augmentation de Capital Groupement *New Money*** ») ;

- l'apport en numéraire de fonds propres, via une troisième augmentation de capital avec maintien du DPS d'un montant d'environ 0,4 milliard d'euros (l'« **Augmentation de Capital avec Maintien du DPS *New Money*** »). Dans ce cadre, les membres du Groupement et les membres du SteerCo prendront des engagements de souscription et de garantie, en contrepartie de l'attribution de BSA. Ces BSA donneront droit, aux membres du Groupement et du SteerCo uniquement, de souscrire au total à 1,45% du capital de la Société au prix d'exercice de 0,01 euro par action de la Société[2].

La réalisation de l'ensemble des opérations prévues aura un impact dilutif extrêmement important sur la participation des actionnaires initiaux au capital de la Société, dans la mesure où ces derniers ne détiendraient *in fine* plus que 0,4%[3] maximum de celui-ci s'ils décidaient de ne pas exercer leurs DPS.

---

[1] Le montant total de la dette financière non sécurisée de la Société s'élève à 3,8 Md€.
[2] A défaut d'attribution des BSA, un paiement compensatoire en numéraire de 39 M€ serait effectué par la Société
[3] Après prise en compte de l'exercice des BSA par les membres du Groupement et du SteerCo

Dans cette perspective, le conseil d'administration de la Société a souhaité désigner un expert indépendant afin qu'il se prononce sur le caractère équitable des conditions financières de l'Opération pour les actionnaires actuels.

### 1.2 Fondement de la mission

L'expert indépendant sera nommé conformément aux dispositions du Règlement Général de l'AMF (« **RGAMF** ») afin de se prononcer sur le caractère équitable des conditions financières de la restructuration pour les actionnaires de la Société.

## 2. Présentation de SORGEM EVALUATION et sélection de références

Le Groupe SORGEM, fondé il y a plus de 50 ans, fournit des services de conseil et emploie plus de 50 salariés.

Le Groupe effectue des interventions dans le support aux contentieux et les évaluations financières (SORGEM EVALUATION) ainsi que des études stratégiques de marques et en positionnement (SORGEM ADVANCE).

SORGEM EVALUATION dispose d'une équipe d'environ 25 collaborateurs et effectue régulièrement des missions d'évaluation d'entreprises dans différents contextes (fiscal, comptable, boursier, contentieux). SORGEM EVALUATION apparaît comme l'un des acteurs majeurs en Evaluation et *Litigation Support* d'après les derniers classements Décideurs, étant classé dans onze rubriques « incontournable » ou « excellent ».

La société comprend quatre associés (Blanche FEAUVEAUX, Thomas HACHETTE, Claire KARSENTI et Maurice NUSSENBAUM). Elle est présidée par Maurice NUSSENBAUM, associé fondateur.

Ses associés sont tous Experts de Justice. Ils sont également membres de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants) et de la SFEV (Société Française des Evaluateurs).

La mission sera placée sous la responsabilité de Maurice NUSSENBAUM, Président de SORGEM EVALUATION.

Pour rappel, l'APEI est une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) qui regroupe les principaux experts indépendants qui émettent des attestations d'équité. Cette association a notamment pour but de représenter les experts indépendants auprès des institutions en charge de l'organisation ou du fonctionnement des marchés financiers.

## 3. Sélection de références

SORGEM EVALUATION est un acteur reconnu de l'expertise indépendante et en particulier de l'évaluation. Au cours des dernières années, nous avons notamment produit les attestations d'équité dans le cadre d'opérations listées ci-dessous :

| Date | Opération | Cible | Initiateur | Banque présentatrice |
|---|---|---|---|---|
| Jan-17 | OPAS | TESSI | PIXEL HOLDING | CM CIC, KEPLER CHEUVREUX |
| Avr-17 | OPRA | GAUMONT | GAUMONT | BNP PARIBAS |
| Jan-18 | OPAS | SES IMAGOTAG | BOE SMART RETAIL | SOCIETE GENERALE |
| Juil-18 | OPR-RO | HEURTEY-PETROCHEM | AXENS | INVEST SECURITIES |
| Nov-19 | OPR-RO | SIPH | MICHELIN / SIFCA | ODDO |
| Déc-19 | OPR-RO | AFONE PARTICIPATIONS | FL FINANCE / AWYS | SODICA |
| Nov-20 | OPAS-RO | ADVENIS | INOVALIS | KEPLER CHEUVREUX |
| Jan-21 | OPAS-RO | AMPLITUDE SURGICAL | AURORALUX (PAI) | ROTHSCHILD&CO |
| Avr-21 | OPAS-RO | SOCIETE FRANÇAISE DE CASINOS | CASIGRANGI | ODDO BHF |
| Oct-21 | OPR-RO | TESSI | PIXEL HOLDING | SOCIETE GENERALE |
| Fév-22 | OPR-RO | MUSEE GREVIN | COMPAGNIE DES ALPES | SODICA |
| Mai-22 | OPAS-RO | HIOLLE INDUSTRIES | HIOLLE DEV. | LCL |
| Déc-22 | OPA | ATARI | IRATA LLC | ROTHSCHILD&CO |
| [en cours] | (1) | EDITIS | NA | NA |

(1) : Expertise indépendante dans le cadre de la cotation à venir d'EDITIS

Sorgem Evaluation dispose par ailleurs d'une longue expérience en matière d'évaluation de sociétés et de support aux contentieux dans des contextes de difficultés financières.

Sorgem Evaluation intervient en effet régulièrement, dans le cadre de procédures collectives, à la demande de différentes parties prenantes. Ces dernières années, Sorgem Evaluation est notamment intervenue dans le cadre de procédures sur les groupes KOSC Telecom, SEE Simeoni (secteur de la construction), CGG (groupe coté), Marnes et Finance (distribution alimentaire notamment), Rallye/Casino et Camaïeu à la demande du juge commissaire à la liquidation.

Nous indiquons enfin que Sorgem Evaluation a conduit, en octobre 2022, une mission d'assistance au contentieux pour un groupe régional de maisons de retraite.

## 4. Attestation d'indépendance de Sorgem Evaluation

Nous vous confirmons l'indépendance de SORGEM EVALUATION et Maurice NUSSENBAUM pour réaliser cette mission, en application de l'article 261-4 du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et conformément aux dispositions de l'article 1 de l'instruction AMF n° 2006-08 du 28 septembre 2006 modifiée le 10 février 2020.

## 5. Recommandations de l'APEI relatives aux relations de l'expert indépendant avec les actionnaires minoritaires et l'AMF

En tant que membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), SORGEM EVALUATION participe, dans le cadre de différents groupes de travail, à l'élaboration des recommandations de l'association, notamment celles relatives aux relations de l'expert indépendant avec les actionnaires minoritaires et l'AMF.

À ce titre, l'APEI est d'avis que les éventuels courriers d'actionnaires minoritaires adressés à l'AMF et les demandes de compléments d'information ou interrogations adressées à la cible soient, dès réception, systématiquement transmis à l'expert indépendant.

Il appartient également à l'expert indépendant d'apprécier la pertinence de la question soulevée, hors toute référence au seuil de « *représentativité* » du demandeur. Une réunion entre les actionnaires minoritaires et l'expert indépendant peut être instaurée lorsque les actionnaires en font la demande et se positionner le plus en amont possible. Dès lors que l'expert a été amené à avoir des contacts avec des actionnaires minoritaires dans le cadre de sa mission, il est recommandé qu'il en fasse état dans son rapport.

Enfin, l'APEI souligne que le dialogue entre l'AMF et l'expert indépendant est considéré comme une bonne pratique, dès lors qu'il vise à éclairer l'expert indépendant sur les préoccupations de l'AMF concernant les particularités de l'offre proposée.

## 6. Organisation de la mission, budget et calendrier

### 6.1 Composition envisagée de l'équipe et moyens mis en œuvre

L'équipe sera composée de :

- **Maurice NUSSENBAUM**, Président de SORGEM EVALUATION. Maurice NUSSENBAUM est diplômé d'HEC, Agrégé des Facultés de Droit et de Sciences économiques, professeur Emérite à l'Université Paris Dauphine, co-directeur du

Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière », expert près les Cours Administratives d'Appel de Paris et de Versailles, expert financier près la Cour d'appel de Paris (h), agréé par la Cour de Cassation (h), expert du Club des juristes, ex-président de la section Finance de la Compagnie Nationale des Experts Agréés par la Cour de Cassation, et Président d'honneur et membre du comité directeur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), dont Sorgem Evaluation est membre ;

- **Florent MYARA**, Directeur de mission. Florent MYARA est diplômé d'HEC et enseigne au sein du Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière » de l'Université Paris-Dauphine. Il est membre de la SFEV (Société Française des Evaluateurs). Il dispose d'une expérience professionnelle de près de quinze ans dans le domaine de l'évaluation financière, après un début de carrière en audit et en Transaction Services ;

- un Manager spécialisé en évaluation d'entreprise et disposant d'une expérience significative dans le domaine des expertises indépendantes ;

- un ou des consultants de SORGEM EVALUATION spécialisé(s) en évaluation d'entreprise.

Une revue indépendante du rapport sera effectuée en interne par Thomas HACHETTE. Thomas HACHETTE, Associé de SORGEM Evaluation, est Expert de justice en économie et finance près la Cour d'appel de Paris et près les Cours d'appel administratives d'appel de Paris et de Versailles. Il est diplômé de l'EDHEC, enseigne au sein du MSc Financial Management de l'EDHEC et a enseigné à HEC. Il dispose d'une longue expérience en évaluation acquise chez ING, ALLIANZ (Munich), KPMG CORPORATE FINANCE et SORGEM. Il est membre de la SFEV (Société Française des Evaluateurs), de la CNEJEF (Compagnie Nationale des Experts de Justice en Finance) et de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants).

Les travaux d'évaluation auront recours à différentes bases de données, notamment : BLOOMBERG, S&P CAPITAL IQ, MERGERMARKET, XERFI et EPSILON.

## 6.2 Budget

Compte tenu des caractéristiques de l'opération, nous considérons que le nombre total d'heures prévisibles conduit à vous proposer un budget d'un montant de **200.000 euros hors taxes et débours** (correspondant à environ 550 heures) pour l'établissement de cette attestation d'équité.

Si nous rencontrons des difficultés particulières nécessitant des diligences complémentaires (décalage du calendrier initialement prévu, échanges, réponses à apporter à certains actionnaires, rédaction de documents complémentaires etc.), le budget pourra être revu à la hausse en fonction du temps passé, après discussion avec la Société pour intégrer les diligences complémentaires.

### 6.3 Calendrier

Nous comprenons que nos travaux devront être conduits sur les mois de mars et avril 2023 (le calendrier de la mission sera précisé ultérieurement).

Nous rappelons à ce sujet certaines des dispositions actuelles du Règlement Général (RG) de l'AMF et de l'instruction AMF DOC-2006-08 (modifiée le 10 février 2020) relative à l'expertise indépendante.

#### 6.3.1. Sur la désignation de l'expert indépendant

Nous comprenons que la désignation d'un expert indépendant, au sens des dispositions du RG AMF, est ici réalisée par ORPEA conformément à la doctrine de l'AMF concernant les recapitalisations d'émetteurs en difficultés[4].

Il est rappelé que l'article 261-1 ; III. du RG AMF dispose que :

*« L'expert indépendant est désigné, dans les conditions fixées par une instruction de l'AMF, par l'organe social compétent de la société visée sur proposition d'un comité ad hoc composé d'au moins trois membres et comportant une majorité de membres indépendants. Ce comité assure le suivi des travaux de l'expert et prépare un projet d'avis motivé. »*

L'Instruction AMF DOC-2006-08, Article 1er précise :

*« L'expert est désigné par la société visée par l'offre publique à l'issue d'un processus lui permettant d'avoir une connaissance aussi précise et complète que possible de la mission confiée. A ce titre, la société indique par écrit à l'expert les termes et modalités de sa mission, le fondement réglementaire de celle-ci, ainsi que les situations de conflit d'intérêts identifiées. L'expert se voit remettre une lettre de mission contenant l'intégralité de ces informations et annexe celle-ci à son rapport. »*

[4] Voir par exemple les rapports annuels de l'AMF pour les années 2005 (p. 101) et 2008 (p. 107).

Nous comprenons que la Société dispose aujourd'hui d'un comité *ad hoc* en charge de la restructuration du groupe, composé d'une majorité d'administrateurs qualifiés d'indépendants, et que celui-ci sera en charge de retenir la candidature d'un expert.

### 6.3.2. Sur le calendrier de réalisation des travaux de l'expert

RG, Article 262-1, II : « *À compter de sa désignation, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer le rapport [...] en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition. Ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation. Sans préjudice du délai précédent, dans le cas prévu au 3° du I de l'article 231-26, l'expert ne peut remettre son rapport avant l'expiration du délai de quinze jours de négociation mentionné à cet article.* »

### 6.3.3. Sur la réponse aux observations d'actionnaires minoritaires

Instruction AMF DOC-2006-08, Article 3 § II.10 : « *Lorsque l'expert indépendant reçoit des observations écrites d'actionnaires concernant sa mission dans les conditions précisées par l'article 1er de l'instruction AMF DOC -2006-07 sur les offres publiques d'acquisition, il présente, dans un chapitre dédié de son rapport, les principaux arguments développés dans ces observations, ainsi que son analyse et son appréciation. Il indique, le cas échéant, les raisons pour lesquelles il a, ou non, tenu compte de ces observations dans ses travaux* ».

## 7. Approche générale, **méthodologie d'évaluation envisagée** et points **d'attention identifiés à ce stade**

### 7.1 Approche générale

Conformément à la pratique en termes d'expertise indépendante dans un contexte de restructuration financière[5], l'approche générale consistera, en fonction des informations effectivement disponibles, à :

- Apprécier la valeur de l'action ORPEA <u>en l'absence de mise en œuvre du plan de restructuration</u> envisagé.
  - > Dans cette approche, la valeur d'entreprise (si elle peut être, dans ce scénario, déterminée de manière fiable) sera comparée au montant actuel des engagements financiers de la Société pour déterminer l'éventuelle valeur résiduelle attribuable aux actionnaires actuels en l'absence de restructuration ;

[5] Cf. notamment les restructurations de Solocal, CGG, Vallourec, Europcar et Pierre et Vacances

- Analyser en détail la situation des différentes catégories d'actionnaires et de créanciers avant et après mise en œuvre du plan de restructuration ;

- Apprécier la valeur de l'action ORPEA dans l'hypothèse d'une mise en œuvre du plan de restructuration envisagé.
  - > Dans cette approche, une valeur d'entreprise dans un scénario de continuité d'exploitation reflétant la mise en œuvre du plan de transformation de la Société, devra être estimée,
  - > Après déduction des passifs financiers, la valeur post-restructuration financière de l'ensemble des fonds propres sera affectée aux différents actionnaires (actionnaires actuels, membres du SteerCo, autres créanciers financiers non sécurisés et membres du Groupement),
  - > Différents scénarios capitalistiques devront être envisagés, reflétant différentes hypothèses, notamment :
    - Exercice ou non du DPS par les actionnaires actuels dans le cadre de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS par Conversion de l'Endettement Non Sécurisé,
    - Exercice ou non du DPS par les actionnaires actuels et les actuels créanciers financiers non sécurisés, dans le cadre de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS *New Money*,
    - Impact de l'exercice des BSA par les membres du SteerCo et du Groupement.

- Le caractère équitable des conditions financières de l'Opération pour les actionnaires actuels sera alors fondé (a) sur la comparaison de leur patrimoine entre (i) l'hypothèse d'absence de mise en œuvre du plan de restructuration financière et (ii) l'hypothèse d'une mise en œuvre effective du plan dans les différents scénarios capitalistiques envisagés, et (b) sur la vérification que les conditions de conversion et de souscription des créanciers ne soient pas défavorables aux actionnaires existants.

## 7.2 Méthodes et références d'évaluation

Sur la base des informations qui nous ont été communiquées et de l'information publique disponible, nous envisageons à ce stade, pour estimer la valeur d'entreprise, la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères :

- Une approche intrinsèque d'évaluation, fondée sur l'actualisation de flux de trésorerie futurs et conduite à partir du plan d'affaires établi par la Société ;

- Si elles s'avèrent pertinentes, deux approches analogiques (multiples boursiers et transactions comparables).

Une approche différentiant la valeur de l'activité (« OpCo ») de la valeur des murs (« PropCo ») pourra être retenue.

Concernant la valeur de PropCo, la Société a indiqué que, dans le cadre de l'établissement de ses comptes au 31 décembre 2022, elle pourrait être amenée à constater des dépréciations complémentaires pour évaluer ses actifs immobiliers (à travers notamment une hausse des taux de rendement retenus). Dans ce contexte, il faudra que nous puissions disposer, dans le cadre de nos travaux, des valeurs d'expertise les plus récentes sur le patrimoine du Groupe.

Nous comprenons par ailleurs que nous pourrons prendre connaissance du rapport du cabinet Ledouble une fois la diffusion de celui-ci autorisée par le président du tribunal de commerce.

Enfin, différentes références de valeurs (cours de bourse et consensus d'analystes notamment) seront analysées.

### 7.3 Points d'attention identifiés à ce stade

A ce stade, nous avons identifié les points d'attention suivants :

- Une attention particulière devra être portée à l'impact de la norme IFRS 16 et aux retraitements à effectuer à ce titre pour estimer correctement la valeur d'entreprise du Groupe ;
- Le mode d'exploitation (location vs. propriété des murs) par la Société et ses concurrents / comparables boursiers devra être analysé pour déterminer le taux d'actualisation approprié et pour juger de la pertinence des multiples d'évaluation à appliquer ;
- Il faudra interroger la pertinence du consensus d'analystes et du cours de bourse au regard des différents évènements les ayant affectés ces dernières années (crise Covid, inflation des coût, impact du livre « Les fossoyeurs », différentes annonces relatives au plan de restructuration financière).

## 8. Conditions générales

Les éléments pouvant entraîner des coûts supplémentaires facturés au temps passé et/ou sur justificatifs de frais sont les suivants :

- déplacements à l'étranger / en province (réunions / présentations) ;
- diligences supplémentaires entraînant la rédaction d'un document différent ;
- traduction de tout ou partie du document.

Les honoraires indiqués hors taxes et débours n'incluent pas les dépenses raisonnables liées à la mission.

Les prix sont valables six mois, révisables ensuite selon l'indice Syntec. Selon les règles établies par la Banque de France, l'étude est payable au comptant, à réception de facture : 50% à l'accord sur le présent projet et 50% à la remise du rapport final. Toute demande d'explication ou contestation devra être faite dans un délai de 15 jours à réception de l'état des heures ou de la facture.

La propriété des études et rapports réalisés par nos soins ne vous est transférée que sous réserve de leur complet paiement. Vous pourrez utiliser librement l'étude résultant de la mission que vous nous avez confiée, sous réserve d'en avoir payé le prix.

Nous nous réservons tous droits de propriété intellectuelle relatifs à la réalisation de la mission et au rapport d'étude objets du présent bon de commande, en ce compris les droits d'auteur relatifs à ladite mission, sous réserve des droits qui vous sont attribués.

Le présent contrat est régi par la loi Française. Toute difficulté résultant de l'exécution, l'interprétation ou la réalisation du présent contrat sera de la compétence exclusive du tribunal de Commerce de Paris.

## 9. Confirmation

Afin de marquer votre accord sur l'ensemble des dispositions de la présente proposition, nous vous remercions de bien vouloir nous retourner signée la présente afin de matérialiser notre accord et régir nos relations contractuelles.

Nous apprécions vivement l'opportunité qui nous est offerte de réaliser cette mission et vous remercions de la confiance que vous placez en nos services.

Restant à votre disposition pour toute information complémentaire, nous vous prions d'agréer, Monsieur, nos salutations distinguées.

Maurice NUSSENBAUM
Président SORGEM EVALUATION

Bon pour accord

Page 11 sur 11