



Modalités des opérations sur le capital mises en œuvre dans le cadre du plan de restructuration financière d'ORPEA S.A. (la « Société »), comprenant :

- l'émission d'actions nouvelles, à souscrire en numéraire, dans le cadre d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'un montant brut maximum, prime d'émission incluse, de 3 886 205 875 euros¹, par émission :
 - (i) en cas d'approbation du plan de sauvegarde accélérée de la Société par chacune des classes de parties affectées, de 6 404 691 249 actions nouvelles, à un prix unitaire maximum de 0,6067 euro par action nouvelle, soit 0,01 euro de valeur nominale (compte tenu de la réduction de capital décrite ci-dessous) et 0,5967 euro de prime d'émission par action nouvelle, ou
 - (ii) en cas de non-approbation du plan de sauvegarde accélérée de la Société par une des classes de parties affectées, de 64 629 157 149 actions nouvelles, à un prix unitaire maximum de 0,0601 euro par action nouvelle, soit 0,01 euro de valeur nominale (compte tenu de la réduction de capital décrite ci-dessous) et 0,0501 euro de prime d'émission par action nouvelle,

garantie par l'ensemble des Créanciers Non Sécurisés (tel que ce terme est défini ci-après), par compensation de leurs créances non sécurisées (l' « **Augmentation de Capital d'Apurement** ») ;

- l'émission d'actions nouvelles, à souscrire en numéraire, dans le cadre d'une augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription réservée à personnes dénommées, au bénéfice de La Caisse des Dépôts et Consignations, Mutuelle Assurance Instituteurs de France (MAIF), CNP Assurances et MACSF Epargne Retraite (ou des sociétés affiliées de ces dernières) (ensemble, le « **Groupement** ») par émission :
 - (i) en cas d'approbation du plan de sauvegarde accélérée de la Société par chacune des classes de parties affectées, de 6 517 306 456 actions nouvelles, à un prix unitaire de 0,1778 euro par action nouvelle, soit 0,01 euro de valeur nominale (compte tenu de la réduction de capital décrite ci-dessous) et 0,1678 euro de prime d'émission par action nouvelle, pour un montant total (prime d'émission incluse) de 1 158 777 088 euros, ou
 - (ii) en cas de non-approbation du plan de sauvegarde accélérée de la Société par une des classes de parties affectées, de 65 173 064 696 actions nouvelles, à un prix unitaire de 0,0178 euro par action nouvelle, soit 0,01 euro de valeur nominale (compte tenu de la réduction de capital décrite ci-dessous) et 0,0078 euro de prime d'émission par action nouvelle, pour un montant total (prime d'émission incluse) de 1 160 080 552 euros,

avec, en cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée de la Société par la classe des actionnaires et d'application forcée interclasses à l'égard de la classe des actionnaires décidée par le Tribunal de commerce, un droit de priorité des Actionnaires Existants (tel que ce terme est défini ci-après) dans les conditions décrites dans la présente Annexe pour souscrire les actions nouvelles émises (l' « **Augmentation de Capital du Groupement** ») ;

¹ Le montant total maximum (prime d'émission incluse) de cette augmentation de capital sera égal au (x) montant total en euros en principal de l'endettement non sécurisé de la Société (soit 3 822 719 247 euros) augmenté (y) de 70% du montant total des intérêts de l'endettement non sécurisé courus mais non échus à la date ou avant le 24 mars 2023 (exclu), soit 24 871 699 euros et (z) du montant des intérêts des Dettes Non Sécurisées courus ou dus entre le 24 mars 2023 (incluse) et la date d'adoption du Plan de Sauvegarde Accélérée par le Tribunal de commerce spécialisé de Nanterre (incluse). En prenant pour hypothèse une adoption du plan de sauvegarde accélérée par le Tribunal de commerce spécialisé de Nanterre le 24 juillet 2023 (soit à l'expiration du délai de 4 mois suivant la date du jugement d'ouverture de la procédure de sauvegarde accélérée le 24 mars 2023), le montant total maximum de l'augmentation de capital serait ainsi de 3 886 205 875 euros.

- l'émission d'actions nouvelles (ensemble avec les actions nouvelles émises dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement et l'Augmentation de Capital du Groupement, les « **Actions Nouvelles** »), à souscrire en numéraire, dans le cadre d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'un montant brut maximum, prime d'émission incluse, par émission :
 - (i) en cas d'approbation du plan de sauvegarde accélérée de la Société par chacune des classes de parties affectées, de 2 932 478 738 actions nouvelles, à un prix unitaire de 0,1335 euro par action nouvelle, soit 0,01 euro de valeur nominale (compte tenu de la réduction de capital décrite ci-dessous) et 0,1235 euro de prime d'émission par action nouvelle, ou
 - (ii) en cas de non-approbation du plan de sauvegarde accélérée de la Société par une des classes de parties affectées, de 29 324 787 415 actions nouvelles, à un prix unitaire de 0,0133 euro par action nouvelle, soit 0,01 euro de valeur nominale (compte tenu de la réduction de capital décrite ci-dessous) et 0,0033 euro de prime d'émission par action nouvelle, et garantie par l'ensemble des créanciers non sécurisés (l'« **Augmentation de Capital avec Maintien du DPS** », ensemble avec l'Augmentation de Capital du Groupement, les « **Augmentations de Capital New Money** » et ensemble avec l'Augmentation de Capital d'Apurement, les « **Augmentations de Capital** »),

à laquelle les membres du Groupement se sont engagés à souscrire en exerçant leurs droits préférentiels de souscription, à hauteur d'environ 196 millions d'euros, le solde, soit environ 195 millions d'euros en cas d'approbation du plan de sauvegarde accélérée de la Société par chacune des classes de parties affectées, ou 194 millions d'euros en cas de non-approbation du plan de sauvegarde accélérée de la Société par une des classes de parties affectées, étant garanti par les cinq institutions détenant une part significative de la dette non-sécurisée de la Société (le « **SteerCo** ») et initialement parties à l'accord de lock-up relatif à la restructuration financière de la Société signé avec les membres du Groupement et la Société le 14 février 2023 (l'« **Accord de Lock-Up** »).

Les principales caractéristiques des Augmentations de Capital sont présentées dans le tableau ci-dessous :

	Approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées	Non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par une des classes de parties affectées
1. Augmentation de Capital d'Apurement <i>Augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, garantie par les Créanciers Non Sécurisés souscrivant le cas échéant par compensation avec leurs créances</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Prix d'émission : 0,6067 euro par action nouvelle • Nombre d'actions émises : 6 404 691 249 • Montant (prime d'émission incluse) : 3 886 205 875 euros² • Pourcentage de détention des actionnaires existants ne réinvestissant pas : environ 1,0% 	<ul style="list-style-type: none"> • Prix d'émission : 0,0601 euro par action nouvelle • Nombre d'actions émises : 64 629 157 149 • Montant (prime d'émission incluse) : 3 886 205 875 euros² • Pourcentage de détention des actionnaires existants ne réinvestissant pas : environ 0,1%
2. Augmentation de Capital du Groupement <i>Augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription réservée à personnes dénommées, au bénéfice du Groupement, avec, en</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Prix d'émission : 0,1778 euro par action nouvelle • Nombre d'actions 	<ul style="list-style-type: none"> • Prix d'émission : 0,0178 euro par action nouvelle • Nombre d'actions

² Le montant total maximum (prime d'émission incluse) de cette augmentation de capital sera égal au (x) montant total en euros en principal de l'endettement non sécurisé de la Société (soit 3 822 719 247 euros) augmenté (y) de 70% du montant total des intérêts de l'endettement non sécurisé courus mais non échus à la date ou avant le 24 mars 2023 (exclu), soit 24 871 699 euros et (z) du montant des intérêts des Dettes Non Sécurisées courus ou dus entre le 24 mars 2023 (incluse) et la date d'adoption du Plan de Sauvegarde Accélérée par le Tribunal de commerce spécialisé de Nanterre (incluse), soit 38 614 929 euros. En prenant pour hypothèse une adoption du plan de sauvegarde accélérée par le Tribunal de commerce spécialisé de Nanterre le 24 juillet 2023 (soit à l'expiration du délai de 4 mois suivant la date du jugement d'ouverture de la procédure de sauvegarde accélérée le 24 mars 2023), le montant total maximum de l'augmentation de capital serait ainsi de 3 886 205 875 euros.

<p><i>cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée de la Société par la classe des actionnaires et d'application forcée interclasse à l'égard de la classe des actionnaires décidée par le Tribunal de commerce, un droit de priorité des Actionnaires Existants</i></p>	<p>émises : 6 517 306 456</p> <ul style="list-style-type: none"> • Montant (prime d'émission incluse) : 1 158 777 088 euros • Pourcentage de détention des actionnaires existants ne réinvestissant pas : environ 0,5% • Valorisation <i>pre-money</i> : 1 150 256 671 euros 	<p>émises : 65 173 064 696</p> <ul style="list-style-type: none"> • Montant (prime d'émission incluse) : 1 160 080 552 euros • Pourcentage de détention des actionnaires existants ne réinvestissant pas : 0,05% • Valorisation <i>pre-money</i> : 1 151 550 548 euros
<p>3. Augmentation de capital avec Maintien du DPS <i>Augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires à laquelle les membres du Groupement se sont engagés à souscrire en exerçant leurs droits préférentiels de souscription, à hauteur d'environ 196 millions d'euros, le solde, soit environ 195 millions d'euros en cas d'approbation du plan de sauvegarde accélérée de la Société par chacune des classes de parties affectées, ou 194 millions d'euros en cas de non-approbation du plan de sauvegarde accélérée de la Société par une des classes de parties affectées, étant garanti par le SteerCo</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> • Prix d'émission : 0,1335 euro par action nouvelle • Nombre d'actions émises : 2 932 478 738 • Montant (prime d'émission incluse) : 391 485 912 euros • Pourcentage de détention des actionnaires existants ne réinvestissant pas : environ 0,4% • Valorisation <i>pre-money</i> : 1 733 723 323 euros 	<ul style="list-style-type: none"> • Prix d'émission : 0,0133 euro par action nouvelle • Nombre d'actions émises : 29 324 787 415 • Montant (prime d'émission incluse) : 390 019 673 euros • Pourcentage de détention des actionnaires existants ne réinvestissant pas : 0,04% • Valorisation <i>pre-money</i> : 1 727 229 979 euros

Les Augmentations de Capital entraîneront une dilution massive pour les actionnaires existants, lesquels détiendraient, en l'absence de réinvestissement, 0,4% du capital de la Société en cas d'approbation du plan de sauvegarde accélérée par chacune des classes de parties affectées, et 0,04% du capital de la Société en cas de non approbation du plan de sauvegarde accélérée par une des classes de parties affectées. La valeur théorique des fonds propres après réalisation des Augmentations de Capital s'élèverait ainsi à environ 2,7 milliard d'euros, faisant ressortir une valeur unitaire théorique d'environ 0,20 euro par action en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées et d'environ 0,02 euro par action en cas de non approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par une des classes de parties affectées.

La réalisation des opérations précitées s'inscrit dans le cadre de la procédure de sauvegarde accélérée ouverte au bénéfice de la Société par jugement du Tribunal de commerce de Nanterre en date du 24 mars 2023 (la « **Procédure de Sauvegarde Accélérée** »), prorogée, par jugement en date du 22 mai 2023, de deux mois supplémentaires, du 24 mai au 24 juillet 2023. Il est rappelé que les administrateurs judiciaires désignés par le Tribunal de commerce de Nanterre ont convoqué ce jour les classes de parties affectées par le projet de plan de sauvegarde accélérée de la Société (en ce compris la classe des actionnaires) (le « **Plan de Sauvegarde Accélérée** ») afin de se prononcer sur le Plan de Sauvegarde Accélérée (en ce compris les augmentations de capital susvisées), le 16 juin 2023. Il est rappelé à ce titre que, conformément aux dispositions de l'article L.626-30-2 du Code de commerce, le projet de Plan de Sauvegarde Accélérée sera notamment soumis à l'approbation de la majorité des deux tiers des votes exprimés par les actionnaires de la Société réunis en classe de parties affectées. L'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par la classe des actionnaires de la Société, réunis en classe de parties affectées, emportera approbation par la classe des actionnaires de l'ensemble des résolutions incluses en annexe du Plan de Sauvegarde Accélérée, portant délégation de pouvoirs au Conseil d'administration de la Société aux fins notamment de réaliser les augmentations de capital susvisées.

Dans l'hypothèse où le Plan de Sauvegarde Accélérée ne serait pas approuvé par la majorité des deux tiers des votes exprimés par les actionnaires, il pourra, en application de l'article L.626-32 du Code de commerce, être arrêté par le Tribunal de commerce sur demande de la Société ou de l'administrateur

judiciaire avec l'accord de la Société et être imposé aux actionnaires, sous réserve du respect des conditions prévues par les dispositions du Code de commerce applicables. Dans cette hypothèse, le jugement d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée du Tribunal de commerce, vaudra approbation des modifications du capital prévues par le Plan de Sauvegarde sous les conditions prévues par le plan et emportera délégation de pouvoirs au Conseil d'administration de la Société pour mettre en œuvre les augmentations de capital susvisées, dans les conditions décrites dans chacune des résolutions annexées au Plan de Sauvegarde Accélérée.

La réalisation des opérations précitées reste soumise notamment à :

- l'approbation par l'Autorité des marchés financiers des prospectus relatifs aux Augmentations de Capital, qui sera sollicitée par la Société auprès de l'AMF avant le lancement effectif de chacune des Augmentations de Capital,
- l'obtention par le Groupement d'une dérogation de l'Autorité des marchés financiers à l'obligation de déposer une offre publique sur les actions de la Société en conséquence de la restructuration financière, purgée de tout recours devant la Cour d'appel de Paris (étant précisé que l'Autorité des marchés financiers a accordé le 25 mai 2023 une telle dérogation au Groupement),
- l'arrêté du Plan de Sauvegarde Accélérée par le Tribunal de Commerce de Nanterre, et
- l'obtention des autres autorisations réglementaires nécessaires, le cas échéant.

Sous réserve de la réalisation des conditions listées ci-dessus, les Augmentations de Capital susvisées devraient intervenir au second semestre 2023.

L'ensemble des valeurs nominales et montants indiqués ci-dessus a été calculé en prenant en compte la réalisation préalable de la réduction de capital motivée par des pertes par réduction à un centime d'euros (0,01 euro) du nominal de l'action de la Société, soumise également à l'approbation des classes de parties affectées dans le cadre du vote sur le Plan de Sauvegarde Accélérée.

A l'issue de la réalisation de la dernière Augmentation de Capital prévue dans le Plan de Sauvegarde Accélérée, à savoir l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS, il sera procédé à un regroupement des actions composant le capital de la Société, de telle sorte que cent (100) actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,01 euro chacune seront échangées contre une (1) action nouvelle d'une valeur nominale de 1 euro chacune. En cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par au moins une des classes de parties affectées, le ratio d'échange susvisé sera porté à mille (1000) actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,01 euro chacune échangées contre une (1) action nouvelle d'une valeur nominale de 10 euros chacune.

REMARQUES GENERALES

Le présent document contient des informations de nature prospective auxquelles sont associés des risques et des incertitudes, concernant la croissance et la rentabilité du Groupe dans le futur ainsi que des déclarations prospectives concernant notamment ses projets en cours ou futurs qui peuvent impliquer que les résultats attendus diffèrent significativement de ceux indiqués dans les informations de nature prospective. Ces risques et incertitudes sont liés à des facteurs que la Société ne peut ni contrôler, ni estimer de façon précise, tels que les conditions de marché futures. Les informations de nature prospective contenues dans ce document constituent des anticipations sur une situation future et doivent être considérées comme telles. La suite des événements ou les résultats réels peuvent différer de ceux qui sont décrits dans ce document en raison d'un certain nombre de risques ou d'incertitudes décrits dans le Document d'Enregistrement Universel 2021 de la Société disponible sur le site Internet de la Société et celui de l'AMF (www.amf-france.org), et dans le Rapport Financier Semestriel 2022 qui est disponible sur le site Internet de la Société.

Certaines données chiffrées (y compris les données exprimées en milliers ou millions) et pourcentages présentés dans le présent document ont fait l'objet d'arrondis. Le cas échéant, les totaux présentés dans le présent document peuvent légèrement différer de ceux qui auraient été obtenus en additionnant les valeurs exactes (non arrondies) de ces données chiffrées.

Le présent document ne constitue pas et ne saurait être considéré comme constituant une offre au public ou une offre d'achat ou comme destiné à solliciter l'intérêt du public en vue d'une opération par offre au public.

Le présent document ne constitue pas un prospectus au sens du Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement Européen et du Conseil du 14 juin 2017. Des prospectus relatifs aux Augmentations de Capital seront soumis par la Société à l'approbation de l'Autorité des marchés financiers avant le lancement effectif de chacune des Augmentations de Capital.

1. INFORMATIONS ESSENTIELLES

1.1 PRESENTATION DU PLAN DE SAUVEGARDE ACCELEREE

1.1.1 Les négociations avec les parties prenantes

1.1.1.1. Déroulement des négociations et ouverture de deux procédures de conciliation

La situation de crise rencontrée en France par le Groupe ayant entraîné l'impossibilité de trouver de nouveaux financements, bancaires ou de marché, la Société s'est trouvée au premier semestre 2022 dans l'incapacité de faire face à ses échéances de financement pour 2022, lesquels résultaient à la fois d'investissements importants engagés pour le développement de son parc immobilier (1,630 milliards d'euros) et d'importantes échéances de dette (1,560 milliards d'euros).

Au-delà de mesures conservatoires immédiates (comprenant notamment la réduction de l'enveloppe d'investissement et la reprise des discussions concernant la cession d'actifs immobiliers dès avril 2022), la mise en place d'un crédit syndiqué de 3,2 milliards d'euros a été conclue avec les principales banques du Groupe le 13 juin 2022 dans le cadre d'un protocole de conciliation homologué par le Tribunal de commerce spécialisé de Nanterre le 10 juin 2022.

Le plan de financement associé à cet accord reposait principalement sur un engagement de cessions d'actifs immobiliers à hauteur de 2 milliards d'euros à réaliser avant fin 2025, dont 1 milliard d'euros avant fin 2023, ainsi que sur différentes opérations de levée de fonds dans l'objectif d'engager le désendettement du groupe.

Dans ce contexte, le Groupe a mené dès le second trimestre 2022 des négociations avec différents investisseurs immobiliers conformément à son engagement ferme de réaliser son programme de cessions. Cependant, face à une évolution défavorable du contexte économique, le Groupe s'est trouvé dès le second semestre 2022, confronté au concours de circonstances suivantes :

- un marché immobilier qui a fortement ralenti dans un contexte marqué par la hausse des taux d'intérêts et un durcissement des conditions d'accès au financement réduisant l'appétit des investisseurs ;
- une perception dégradée de la solidité financière du Groupe qui a rendu difficile voire impossible les opérations de « cessions et prise à bail » (*sale & lease back*) ;
- une réduction drastique des marges en raison de l'augmentation substantielle des coûts d'achat et des dépenses énergétiques liée à un contexte inflationniste globalisé ;
- une performance opérationnelle dégradée liée à une baisse de son taux d'occupation compte tenu d'une réputation fragilisée ; et
- une dépréciation significative projetée des actifs immobiliers et incorporels du Groupe engendrant des risques sur certains Ratios Financiers inclus dans certains documents de financement du Groupe.

Dans ces circonstances, le Groupe a été confronté au décalage du calendrier relatif aux programmes de cessions, leur mise en œuvre selon les délais et conditions convenues étant très significativement compromise. Alors même qu'il venait de se financer quelques mois auparavant, le concours de ces différents événements a conduit le Groupe à devoir anticiper un nouveau besoin de liquidités à court terme (horizon 2023). D'une manière plus générale, à la lumière de la révision à la baisse des prévisions de rentabilité du Groupe, des dépréciations massives d'actifs à passer dans les comptes de l'exercice clos au 31 décembre 2022, des difficultés rencontrées à réaliser les programmes de cessions, des fortes tensions anticipées sur la trésorerie, des risques de défaut sur certains *covenants* de contrats de crédit, et de la complexité de sa structure financière, il était évident que la structure de bilan était insoutenable à terme et qu'il y avait lieu d'envisager au plus vite une restructuration financière de grande ampleur. ORPEA S.A. a ainsi sollicité et obtenu du Président du Tribunal de commerce spécialisé de Nanterre l'ouverture d'une seconde procédure de conciliation le 25 octobre 2022.

Dans le cadre de cette seconde procédure de conciliation, ORPEA S.A. a, sous l'égide de la conciliatrice, engagé fin 2022 des discussions avec ses créanciers financiers relatives à la restructuration de sa dette financière, à l'obtention de nouveaux moyens financiers et à l'ajustement de sa documentation de financement existante. ORPEA S.A. a également mené dans ce cadre des discussions avec un groupe d'investisseurs de long terme, relatives notamment à l'apport de nouveaux fonds propres. Dans ce cadre, les propositions d'apports en nouveaux fonds propres faites par certains investisseurs potentiels sont apparues comme n'étant pas équivalentes à celle

émise par le groupement d'investisseurs français de long terme comprenant la Caisse des Dépôts et Consignations, CNP Assurances, MAIF et MACSF Epargne Retraite (ensemble, le « **Groupement** »).

1.1.1.2. Conclusion d'un accord de principe et d'un accord de lock-up

Les négociations intervenues dans le cadre de la procédure de conciliation ouverte le 25 octobre 2022 ont permis à ORPEA S.A. d'aboutir, le 1^{er} février 2023, à un accord de principe sur un plan de restructuration financière (l'« **Accord de Principe** ») avec, d'une part, le Groupement, et d'autre part, cinq institutions (le « **SteerCo** ») détenant une part significative de la dette non-sécurisée de la Société, dans le cadre duquel les parties ont convergé sur les principes du plan de restructuration financière, tel que plus amplement décrit ci-dessous.

A cette occasion, les parties prenantes ont par ailleurs affirmé leur soutien au plan de Refondation du Groupe élaboré par la direction générale de la Société et détaillé dans le communiqué de presse du 15 novembre 2022.

L'Accord de Principe répond aux objectifs d'ORPEA S.A. d'atteindre une structure financière soutenable et de financer son Plan de Refondation présenté le 15 novembre 2022, à travers :

- i. la conversion en capital de l'intégralité des dettes financières non sécurisées portées par ORPEA S.A., correspondant à une diminution de l'endettement brut du Groupe d'environ 3,8 milliards d'euros, et
- ii. l'apport de fonds propres en numéraire (*new money equity*) à hauteur de 1,55 milliard d'euros, via des augmentations de capital qui seraient souscrites par le Groupement à hauteur globalement de 1,355 milliard d'euros, et ouvertes pour le solde à tous les actionnaires (étant précisé qu'elles seront garanties par le SteerCo à hauteur de 195 millions d'euros en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées et à hauteur de 194 millions d'euros en cas de non approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par une des classes de parties affectées).

Par la suite, le 14 février 2023, la Société, le Groupement et le SteerCo ont conclu un accord de détail, intitulé accord de *lock-up* (l'« **Accord de Lock-Up** »), cristallisant l'engagement des parties à l'Accord de Principe à soutenir et réaliser toutes les démarches et les actions nécessaires à la mise en œuvre de la restructuration financière d'ORPEA S.A., et visant à être élargi à l'ensemble des créanciers non sécurisés de la Société.

Les termes et conditions de l'Accord de *Lock-Up* sont usuels et comprennent notamment l'engagement pour les créanciers signataires de soutenir la restructuration financière de la Société conformément aux principes agréés dans l'Accord de Principe et en conséquence, voter en faveur du Plan de Sauvegarde Accélérée et signer la documentation contractuelle requise. Ces termes et conditions autorisent les signataires à transférer la dette de la Société qu'ils détiennent jusqu'à la date de réalisation de la restructuration de la Société sous réserve que le cessionnaire soit lié dans les mêmes termes par l'Accord de *Lock-Up*.

L'Accord de *Lock-Up* a depuis lors reçu l'adhésion, conformément à ses stipulations et à la date butoir d'adhésion fixée au 10 mars 2023, d'environ 51% des créanciers financiers non sécurisés de la Société (en ce compris les membres du SteerCo, signataires initiaux de l'Accord de *Lock-Up*), représentant un encours de dette non sécurisée d'environ 1,9 milliard d'euros.

1.1.1.3. Conclusion d'un accord relatif à un financement complémentaire et à un aménagement de la documentation de financement de juin 2022 avec les principaux partenaires bancaires de la Société

Le 17 mars 2023, dans la perspective de l'ouverture d'une sauvegarde accélérée, ORPEA S.A. a conclu un accord d'étape avec ses principaux partenaires bancaires (BNP Paribas, Groupe BPCE, Groupe Crédit Agricole, Groupe Crédit Mutuel Alliance Fédérale, La Banque Postale et Société Générale) (l'« **Accord d'Etape** ») détaillant les termes et conditions d'un financement complémentaire et d'un ajustement de la documentation de financement de juin 2022, résumés aux paragraphes 1.1.3 et 1.1.4 ci-dessous.

L'objet de l'Accord d'Etape est de formaliser les engagements des parties en vue de permettre à ORPEA S.A. de mettre en œuvre son plan de restructuration dans le cadre d'une procédure de sauvegarde accélérée.

1.1.1.4. Ouverture d'une procédure de sauvegarde accélérée

Le 24 mars 2023, le Tribunal de commerce spécialisé de Nanterre a ouvert une procédure de sauvegarde accélérée à l'égard d'ORPEA S.A., assortie d'une période d'observation initiale fixée à 2 mois, pouvant être renouvelée pour deux mois supplémentaires sans excéder une durée totale de 4 mois maximum.

L'ouverture de cette procédure a notamment pour objectif de permettre la mise en œuvre par la Société de son

plan de restructuration conformément aux accords trouvés aux termes de l'Accord de *Lock-Up* et de l'Accord d'Etape, décrits aux paragraphes 1.1.1.2 et 1.1.1.3 ci-dessus.

Dans ce cadre, le Tribunal a désigné la SELARL FHB, en la personne de Maître Hélène Bourbouloux, en qualité d'administrateur judiciaire et la SELARL AJRS, en la personne de Maître Thibaut Martinat, en qualité de co-administrateur judiciaire.

Par jugement du Tribunal de commerce spécialisé de Nanterre en date du 22 mai 2023, la procédure de sauvegarde accélérée a été prorogée de deux mois supplémentaires, du 24 mai au 24 juillet 2023.

1.1.2. Description du Plan de Sauvegarde Accélérée

Les points-clés de la restructuration financière de la Société sont les suivants :

1. la conversion en capital de l'intégralité de l'endettement non sécurisé d'ORPEA S.A., d'un montant de 3,8 milliards d'euros (en l'absence d'exercice de leurs droits préférentiels de souscription par les actionnaires au titre de l'augmentation de capital concernée), dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement ;

2. l'apport de nouveaux fonds propres (*new money equity*), dans le cadre des Augmentations de Capital *New Money*, pour un montant total de 1,550 milliards d'euros, apportés à hauteur de 1,355 milliards d'euros par le Groupement, le solde (soit 195 millions d'euros en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées, ou 194 millions d'euros en cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par une des classes de parties affectées) étant ouvert à l'ensemble des actionnaires (y compris les créanciers devenus actionnaires), et garanti par le SteerCo (*backstop*) ;

3. la mise en place d'un financement « *new money* » avec les principaux partenaires bancaires d'ORPEA et l'aménagement de la documentation de financement de juin 2022, comprenant notamment, l'extension de la maturité finale à décembre 2027 et la réduction de la marge à 2,0% par an conformément à l'accord susvisé, dont les modalités sont décrites aux paragraphes 1.1.3 et 1.1.4 ci-dessous ;

4. l'obtention auprès des prêteurs concernés de filiales de la Société d'un retour signé ou d'un accord de principe s'agissant des *waivers* relatifs à la non-application et à la modification des ratios financiers « R1 » et « R2 », à la non-application de l'éventuelle clause de changement de contrôle au cas particulier de l'entrée du Groupement au capital de la Société, et à des exceptions portant sur les prises de sûreté. Au 31 décembre 2022, le montant des dettes financières comprenant des ratios financiers « R1 » et « R2 » s'élevait à 2,3 milliards d'euros, dont (i) environ 2 milliards d'euros au niveau d'ORPEA S.A., dont l'application est suspendue durant la procédure de sauvegarde accélérée et qui seront capitalisés à l'issue de la procédure de sauvegarde accélérée et (ii) environ 0,3 milliard d'euros au niveau des filiales, pour lesquels un retour signé ou un accord de principe a été obtenu s'agissant des *waivers* relatifs aux clauses des ratios financiers « R1 » et « R2 ». Après la restructuration financière de la Société, un seul covenant se substituera au ratio R1/R2 pour les dettes restant en vigueur, portant sur environ 0,4 milliard d'euros d'endettement, consistant en un ratio de levier (dette nette/EBITDA hors IFRS 16), avec une absence de test (*covenant holiday*) du ratio jusqu'au premier semestre 2025 avec reprise des tests à un niveau fixé à 9,0x au 30 juin 2025.

Il est rappelé que dans l'hypothèse où le Plan de Sauvegarde Accélérée ne serait pas approuvé par une ou plusieurs des classes de parties affectées, il pourra, en application de l'article L. 626-32 du Code de commerce, être arrêté par le Tribunal de commerce sur demande de la Société ou de l'administrateur judiciaire avec l'accord de la Société et être imposé à la ou aux classe(s) de parties affectées n'ayant pas voté favorablement, sous réserve du respect des conditions prévues par les dispositions du Code de commerce ("application forcée interclasses"). Dans cette hypothèse d'une application forcée interclasses, le Plan de Sauvegarde Accélérée prévoira l'émission, dans le cadre de chacune des Augmentations de Capital prévues, d'un nombre d'actions nouvelles dix fois supérieur au nombre d'actions nouvelles qui seraient émises dans l'hypothèse d'un vote favorable du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées, se traduisant par une dilution des actionnaires existants (dans l'hypothèse où ils décideraient de ne participer à aucune des Augmentations de Capital), dix fois supérieure, en cas d'application forcée interclasse. Cela aurait pour conséquence, en cas d'application forcée interclasses, l'émission d'actions nouvelles à des prix d'émission dix fois inférieurs aux prix d'émission applicables en cas de vote favorable du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées.

Il est par conséquent rappelé que la mise en œuvre des Augmentations de Capital envisagées dans le cadre du plan de restructuration financière, qui devraient être achevées au cours du second semestre 2023, entraînera une dilution massive pour les actionnaires existants. Sur la base des paramètres financiers

communiqués précédemment par la Société et de la valorisation des capitaux propres de la Société retenue par les parties dans le cadre de la négociation de ces opérations, ces augmentations de capital se feraient à des prix d'émission significativement inférieurs au cours de bourse actuel de l'action ORPEA (à titre illustratif, décote comprise entre 72,9% (pour le prix d'émission le plus élevé) et 99,4% (pour le prix d'émission le plus faible) par rapport au cours de clôture de 2,2360 euros de l'action ORPEA S.A. sur Euronext Paris le 25 mai 2023).

Compte tenu de la dilution significative résultant des opérations envisagées, le Conseil d'administration a décidé le 14 mars 2023, sur une base volontaire en application de l'article 261-3 du Règlement général de l'AMF, de nommer SORGEM Evaluation en tant qu'expert indépendant aux fins de se prononcer sur la restructuration financière. L'expert indépendant a ainsi évalué les conditions financières de la restructuration financière pour les actionnaires et a délivré un rapport contenant une attestation d'équité, annexé au présent document.

La conclusion de ce rapport est la suivante : « *Dans ces conditions, nous sommes d'avis que les conditions financières du plan de restructuration envisagé sont équitables pour les actionnaires actuels d'ORPEA* ».

Postérieurement à la réalisation des Augmentations de Capital, la répartition du capital serait la suivante, en l'absence de participation des actionnaires existants aux Augmentations de Capital :

- (i) en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées :
 - Groupement : 50,2% ;
 - Créanciers non sécurisés convertis en actions : 40,2% ;
 - SteerCo : 9,2%³ ;
 - Actionnaires existants : 0,4%.

- (ii) en cas de non-approbation du plan de sauvegarde accélérée par une des classes de parties affectées :
 - Groupement : 50,2% ;
 - Créanciers non sécurisés convertis en actions : 40,6% ;
 - SteerCo : 9,2%³
 - Actionnaires existants : 0,04%.

1.1.2.1 Augmentations de Capital et autres opérations sur le capital

Etape préalable à la mise en œuvre des Augmentations de Capital : réduction de capital motivée par des pertes, par voie de réduction de la valeur nominale des actions

Il est prévu dans le cadre du Plan de Sauvegarde Accélérée, de procéder à une réduction du capital de la Société par voie de réduction de la valeur nominale des actions de la Société de 1,25 euro à 0,01 euro par action (la « **Première Réduction de Capital** »), préalable nécessaire à la réalisation de l'Augmentation de Capital d'Apurement et des Augmentations de Capital New Money, compte tenu du prix d'émission de ces émissions, inférieur à la valeur nominale actuelle des actions de la Société.

Sur la base du nombre d'actions de la Société existantes à date (64 693 851 actions), le montant de la réduction de capital s'élèverait à un montant maximum de 80 220 375,24 euros (soit un capital social de 646 938,51 euros après réalisation de la réduction de capital) et serait affecté à un compte de réserves spéciales indisponibles. Cette réduction de capital serait une réduction de capital motivée par d'éventuelles pertes futures (sans droit d'opposition des créanciers, conformément aux dispositions de l'article L. 225-204 du Code de commerce).

³ En prenant pour hypothèse l'absence de participation des actionnaires à l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS, ayant pour conséquence l'exercice intégral de la garantie (*backstop*) des membres du SteerCo, avec une souscription par les membres du SteerCo aux actions non-souscrites par les actionnaires dans le cadre de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS.

En cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée de la Société par la classe des actionnaires et d'application forcée interclasses à l'égard de la classe des actionnaires conformément à l'article L.626-32 du Code de commerce, le jugement d'approbation du plan du Tribunal de commerce spécialisé de Nanterre emportera délégation de pouvoir au Conseil d'administration pour réaliser la Première Réduction de Capital, conformément aux termes de la résolution correspondante annexée au Plan de Sauvegarde Accélérée.

Première étape : Augmentation de Capital d'Apurement

L'Augmentation de Capital d'Apurement consistera en une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires d'un montant total maximum (prime d'émission incluse) (le « **Montant Total de l'Augmentation de Capital** ») égal au (x) montant total en euros en principal des Dettes Non Sécurisées (soit 3 822 719 247 euros) augmenté (y) de 70% du montant total des intérêts des Dettes Non Sécurisées courus mais non échus à la date ou avant le 24 mars 2023 (exclu), soit 24 871 699 euros et (z) du montant des intérêts des Dettes Non Sécurisées courus ou dus entre le 24 mars 2023 (incluse) et la date d'adoption du Plan de Sauvegarde Accélérée par le Tribunal de commerce spécialisé de Nanterre (incluse), tel que ce montant sera arrêté par le Conseil d'administration décidant la réalisation de l'augmentation de capital⁴.

L'Augmentation de Capital d'Apurement se traduira par l'émission :

- (i) en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée de la Société par chacune des classes de parties affectées, de 6 404 691 249 actions nouvelles, pour un prix d'émission égal au Montant Total de l'Augmentation de Capital divisé par 6 404 691 249⁵, ou
- (ii) en cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée de la Société par l'une des classes de parties affectées, de 64 629 157 149 actions nouvelles, pour un prix d'émission égal au Montant Total de l'Augmentation de Capital divisé par 64 629 157 149⁶.

Le prix d'émission des actions nouvelles émises dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement est ainsi plus de trois fois supérieur au prix d'émission des actions nouvelles émises dans le cadre de l'Augmentation de Capital du Groupement décrite ci-dessous. La valorisation *pre-money* de la Société retenue par les parties à l'Accord de *Lock-Up* pour déterminer les paramètres financiers de l'Augmentation de Capital du Groupement (soit 1 150 256 671 euros en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées, ou 1 151 550 548 euros en cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par une des classes de parties affectées) fait ainsi ressortir une valeur théorique de l'action plus de trois fois inférieure au prix d'émission applicable à l'Augmentation de Capital d'Apurement.

Toute somme en numéraire reçue par la Société au titre de la souscription par les actionnaires à des actions nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement résultant de l'exercice de leurs droits préférentiels de souscription sera allouée au remboursement des Dettes Non Sécurisées au pair et au prorata.

Le montant de l'Augmentation de Capital d'Apurement non souscrit par les actionnaires à l'issue de la période de souscription sera libéré par compensation, à due concurrence, avec les Dettes Non Sécurisées détenues par les Créanciers Non Sécurisés à la Date de Référence⁷, au titre de la garantie susvisée de cette Augmentation de Capital d'Apurement, de telle sorte qu'à l'issue de l'Augmentation de Capital d'Apurement, les Dettes Non Sécurisées seront entièrement éteintes.

⁴ A titre illustratif, en prenant pour hypothèse une adoption du Plan de Sauvegarde Accélérée par le Tribunal de commerce spécialisé de Nanterre le 24 juillet 2023 (soit à l'expiration du délai de 4 mois suivant la date du jugement d'ouverture de la procédure de sauvegarde accélérée le 24 mars 2023), le Montant Total de l'Augmentation de Capital (prime d'émission incluse) s'élèverait à un maximum de 3 886 205 875 euros.

⁵ A titre illustratif, en prenant pour hypothèse une adoption du Plan de Sauvegarde Accélérée par le Tribunal de commerce spécialisé de Nanterre le 24 juillet 2023, soit un Montant Total de l'Augmentation de Capital (prime d'émission incluse) d'un maximum de 3 886 205 875 euros, le prix de souscription des actions nouvelles émises en vertu de la présente résolution sera égal à 0,6067 euro par action nouvelle, soit 0,01 euro de valeur nominale et 0,5967 euro de prime d'émission par action nouvelle. Ce prix d'émission fait ressortir une décote de 72,9% par rapport au cours de clôture de l'action ORPEA S.A. sur Euronext Paris le 25 mai 2023.

⁶ A titre illustratif, en prenant pour hypothèse une adoption du Plan de Sauvegarde Accélérée par le Tribunal de commerce spécialisé de Nanterre le 24 juillet 2023, soit un Montant Total de l'Augmentation de Capital (prime d'émission incluse) d'un maximum de 3 886 205 875 euros, le prix de souscription des actions nouvelles émises en vertu de la présente résolution sera égal à 0,0601 euro par action nouvelle, soit 0,01 euro de valeur nominale et 0,0501 euro de prime d'émission par action nouvelle. Ce prix d'émission fait ressortir une décote de 97,3% par rapport au cours de clôture de l'action ORPEA S.A. sur Euronext Paris le 25 mai 2023.

⁷ La « **Date de Référence** » désigne la date tombant cinq jours ouvrés avant la date de règlement-livraison de l'Augmentation de Capital d'Apurement.

Les créanciers votant en faveur du plan se verront offrir la possibilité - dans la limite de 25% de la valeur totale des créances non-sécurisées - de transférer leur dette non sécurisée pour leur valeur nominale vers un véhicule *ad hoc* (*special purpose vehicle* - le « **SPV** ») en échange d'instruments de dette émis par le SPV, lequel convertira lui-même la dette non sécurisée qui lui aura été transférée en actions de la Société dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement (ou bénéficiera le cas échéant d'un paiement en espèces en cas de remboursement au prorata, tel que susvisé).

L'Augmentation de Capital d'Apurement fera l'objet d'un prospectus préalablement soumis à l'approbation de l'AMF.

Dans le présent document :

« **Actionnaires Existants** » désigne les actionnaires détenant des Actions de la Société à la date d'Ouverture de la Procédure de Sauvegarde Accélérée qui constituent les membres de la Classe des actionnaires, ainsi que leurs cessionnaires successifs qui seraient inscrits en compte au plus tard à la Record Date Actionnaires Existants (tel que défini ci-dessous).

« **Créanciers Non Sécurisés** » désigne les titulaires de Dette Non Sécurisée.

« **Dette Non Sécurisée** » désigne ensemble les Dettes Non Sécurisées Non Convertibles et les Dettes Non Sécurisées Convertibles

« **Dettes Non Sécurisées Non Convertibles** » désigne toutes les dettes (incluant, en tant que de besoin, les intérêts) et tous les engagements chirographaires, présents et futurs, dus ou encourus au fur et à mesure par la Société, (y compris, en tant que de besoin, tous intérêts courus à ce titre), en vertu :

(i) des Emprunts Bancaires Non Sécurisés,

(ii) des Emissions Obligataires Non Sécurisées,

(iii) des Obligations Euro PP Partiellement Sécurisées, mais uniquement pour 65% de leur montant nominal,

(iv) des Prêts SSD, et

(v) des Prêts NSV.

« **Dettes Non Sécurisées Convertibles** » désigne les obligations convertibles (OCEANE) d'un montant de 499.999.959 euros émises par ORPEA S.A. et arrivant à échéance le 17 mai 2027 (ISIN FR0013418795)

« **Emprunts Bancaires Non Sécurisés** » désigne les prêts bancaires bilatéraux non sécurisés, les prêts bancaires syndiqués et les lignes de crédit actuellement souscrites ou à souscrire dans le futur par ORPEA S.A.

« **Emissions Obligataires Non Sécurisées** » désigne les emprunts obligataires suivants :

Obligations d'un montant total en principal de 20 millions d'euros à 2,568% à échéance 22 décembre 2022 (ISIN FR0013080173)

Obligations d'un montant total en principal de 150 millions d'euros à 2,1300% à échéance 3 juillet 2024 (ISIN FR0013262987)

Obligations d'un montant total en principal de 63 millions d'euros à 2,200% à échéance 15 décembre 2024 (ISIN FR0013301942)

Obligations d'un montant total en principal de 50 millions d'euros à 2,300% à échéance 6 mars 2025 (ISIN FR0013240827)

Obligations d'un montant total en principal de 400 millions d'euros à 2,6250% à échéance 10 mars 2025 (ISIN FR0013322187)

Obligations d'un montant total en principal de 32 millions d'euros à 3,1440% à échéance 22 décembre 2025 (ISIN FR0013080207)

Obligations d'un montant total en principal de 77 millions d'euros à 2,5640% à échéance 30 novembre 2027 (ISIN FR0014000T41)

Obligations d'un montant total en principal de 500 millions d'euros à 2,0000% à échéance 1er avril 2028 (ISIN FR0014002O10)

Obligations d'un montant total en principal de 60 millions d'euros à 2,71000% à échéance 18 décembre 2028 (ISIN FR00140011S0)

Obligations d'un montant total en principal de 48 millions d'euros à 2,0000% à échéance 9 août 2029 (ISIN FR0014004Y16)

Obligations d'un montant total en principal de 15 millions d'euros à 3,0100% à échéance 18 décembre 2030 (ISIN FR00140011R2)

Obligations d'un montant total en principal de 40 millions d'euros à 3,0000% à échéance 11 août 2032 (ISIN FR0013481660)

Obligations d'un montant total en principal de 60 millions d'euros à 2,7500% à échéance 3 juin 2033 (ISIN FR0014003P42)

Obligations d'un montant total en principal de 32,5 millions d'euros à 3,0000% à échéance 25 novembre 2041 (ISIN FR0014006MC2)

« **Obligations Euro PP Partiellement Sécurisées** » désignent les obligations portant intérêt à 5,250% d'un montant de 90 millions d'euros, arrivant à échéance le 4 décembre 2026, émises par la Société (ISIN FR0011365634), correspondant à de la dette sécurisée à hauteur de 35% de leur montant total, et non sécurisées pour le montant restant de chaque obligation.

« **Prêts SSD** » désigne les financements de droit allemand *Schuldscheindarlehen* souscrits par la Société.

« **Prêts NSV** » désigne les financements de droit allemand *Namensschuldverschreibung* souscrits par la Société.

« **Record Date Actionnaires Existants** » désigne le jour à l'issue duquel les personnes enregistrées comptablement se verront attribuer des droits préférentiels de souscription pour souscrire à l'Augmentation de Capital d'Apurement (soit la journée comptable précédant la date à laquelle ces droits préférentiels de souscription seront détachés des actions de la Société).

Les modalités détaillées de l'Augmentation de Capital d'Apurement sont décrites à la section 3.1 du présent document.

Deuxième étape : Augmentation de Capital du Groupement

A l'issue de la réalisation de l'Augmentation de Capital d'Apurement, l'Augmentation de Capital du Groupement, consistant en une augmentation de capital réservée à personnes dénommées au bénéfice des membres du Groupement, sera mise en œuvre par émission :

- (i) en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée de la Société par chacune des classes de parties affectées, de 6 517 306 456 actions nouvelles, à un prix unitaire de 0,1778 euro par action nouvelle, soit 0,01 euro de valeur nominale (compte tenu de la Première Réduction de Capital) et 0,1678 euro de prime d'émission par action nouvelle, pour un montant total (prime d'émission incluse) de 1 158 777 088 euros, ou
- (ii) en cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée de la Société par une des classes de parties affectées, de 65 173 064 696 actions nouvelles, à un prix unitaire de 0,0178 euro par action nouvelle, soit 0,01 euro de valeur nominale (compte tenu de la Première Réduction de Capital) et 0,0078 de prime d'émission par action nouvelle, pour un montant total (prime d'émission incluse) de 1 160 080 552 euros.

Dans l'hypothèse d'un vote défavorable du Plan de Sauvegarde Accélérée par la classe de parties affectées des actionnaires, et de mise en œuvre d'une application forcée interclasses à l'égard de la classe des actionnaires décidée par le Tribunal de commerce, un droit de priorité des actionnaires sera accordé à ces actionnaires, leur permettant de souscrire en priorité à l'Augmentation de Capital du Groupement selon les modalités décrites au paragraphe 3.2.2 du présent document.

L'Augmentation de Capital du Groupement fera l'objet d'un prospectus soumis à l'approbation de l'AMF.

Les modalités détaillées de l'Augmentation de Capital du Groupement sont décrites à la section 3.2 du présent document.

Troisième étape : Augmentation de Capital avec Maintien du DPS

Après la réalisation de l'Augmentation de Capital du Groupement, l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS, consistant en une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires (en ce compris les Actionnaires Existants, les Créanciers Non Sécurisés devenus actionnaires dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement et les membres du Groupement), sera mise en œuvre par émission :

- (i) en cas d'approbation du plan de sauvegarde accélérée de la Société par chacune des classes de parties affectées, de 2 932 478 738 actions nouvelles, à un prix unitaire de 0,1335 euro par action nouvelle, soit 0,01 euro de valeur nominale (compte tenu de la Première Réduction de Capital) et 0,1235 euro de prime d'émission par action nouvelle, ou
- (ii) en cas de non-approbation du plan de sauvegarde accélérée de la Société par une des classes de parties affectées, de 29 324 787 415 actions nouvelles, à un prix unitaire de 0,0133 euro par action nouvelle, soit 0,01 euro de valeur nominale (compte tenu de la Première Réduction de Capital) et 0,0033 euro de prime d'émission par action nouvelle,

Les membres du Groupement se sont engagés à souscrire à l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS en exerçant leurs droits préférentiels de souscription, à hauteur de (i) 1 471 649 823 actions nouvelles, soit 196 465 251 euros, en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées ou (ii) 14 716 498 468 actions nouvelles, soit 195 729 430 euros, en cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par au moins une des classes de parties affectées.

Par ailleurs, les membres du SteerCo se sont engagés à garantir le solde de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS, au prorata de leur détention de la Dette Non Sécurisée au 31 janvier 2023, en souscrivant les actions non souscrites sur exercice des droits préférentiels de souscription à concurrence d'un nombre maximum de (i) 1 460 828 915 actions nouvelles, soit 195 020 660 euros, en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées ou (ii) 14 608 288 947 actions nouvelles, soit 194 290 243 euros, en cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par au moins une des classes de parties affectées.

L'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS fera l'objet d'un prospectus soumis à l'approbation de l'AMF.

Les modalités détaillées de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS sont décrites à la section 3.3 du présent document.

Etapas postérieures à la réalisation des Augmentations de Capital : regroupement d'actions, seconde réduction de capital et attribution des BSA

A l'issue de la réalisation de la dernière Augmentation de Capital prévue dans le Plan de Sauvegarde Accélérée, à savoir l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS, il sera procédé aux opérations sur le capital de la Société suivantes :

- (i) un regroupement des actions composant le capital de la Société de telle sorte que cent (100) actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,01 euro chacune seront échangées contre une (1) action nouvelle d'une valeur nominale de 1 euro chacune (le « **Regroupement d'Actions** »). En cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par au moins une des classes de parties affectées, le ratio d'échange susvisé sera porté à mille (1000) actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,01 euro chacune échangées contre une (1) action nouvelle d'une valeur nominale de 10 euros chacune ;
- (ii) une réduction de capital de la Société motivée par des pertes, par voie de réduction de la valeur nominale des actions de la Société de 1 euro ou 10 euros le cas échéant (compte tenu du Regroupement d'Actions) à 0,01 euro par action (la « **Seconde Réduction de Capital** »).

Par ailleurs, en contrepartie de leur engagement de souscription au titre de l'Augmentation de Capital du Groupement et de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS, les membres du Groupement se verront attribuer, par la Société, postérieurement à la réalisation de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS, des bons de souscription d'actions (les « **BSA Groupement** ») dont la contrevalet totale sera égale à 10% du montant total de leur engagement de souscription au titre de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS, donnant droit à leurs détenteurs de souscrire à des actions à une valeur nominale de un centime d'euros (0,01€), représentant (i) 0,728% du capital social de la Société en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées ou (ii) 0,725% du capital de la Société en cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par au moins une des classes de parties affectées, sur une base

entièrement diluée. Les BSA Groupement sont exerçables sur une durée de 6 mois à compter de la date de leur émission, à un prix d'exercice de 0,01 euro par action.

En outre, en contrepartie de leur engagement de garantie de l'Augmentation du Capital avec Maintien du DPS, les membres du SteerCo se verront attribuer par la Société, postérieurement à la réalisation de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS, des bons de souscription d'actions (les « **BSA SteerCo** » et, avec les BSA Groupement, les « **BSA** ») dont la contrevaletur totale sera égale à 10% du montant de l'engagement de garantie (« *backstop* ») convenu au titre de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS, donnant droit à leurs détenteurs de souscrire à des actions à une valeur nominale de un centime d'euros (0,01€) représentant (i) 0,722% du capital social de la Société en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées ou (ii) 0,720% du capital de la Société en cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par au moins une des classes de parties affectées, sur une base entièrement diluée. Les BSA SteerCo sont exerçables sur une durée de 6 mois à compter de la date de leur émission, à un prix d'exercice de 0,01 euro par action.

Les modalités détaillées des BSA sont décrites à la section 3.3.12 du présent document.

1.1.2.2 Modification de la gouvernance

Au titre de l'Accord de *Lock-Up*, les parties sont convenues d'adapter la gouvernance d'ORPEA S.A. à compter de la réalisation de sa restructuration financière.

Les principales caractéristiques de la gouvernance devant entrer en vigueur à l'issue des Augmentations de Capital *New Money* sont les suivantes :

- Maintien de la dissociation des fonctions de Président du Conseil d'administration et de Directeur général
- Conseil d'administration à 13 membres, comprenant :
 - Le Directeur général de la Société ;
 - Deux représentants des salariés, conformément aux dispositions légales applicables ;
 - 7 membres désignés par le Groupement, dont 3 administrateurs présentant des qualités d'indépendance ;
 - 3 administrateurs indépendants au sens du Code AFEP-MEDEF.
- Un poste de censeur pour un membre du SteerCo devenu actionnaire

1.1.3. Financement complémentaire « *new money* »

Conformément à l'accord d'étape signé le 17 mars 2023, les principaux partenaires bancaires (BNP Paribas, Groupe BPCE, Groupe Crédit Agricole, Groupe Crédit Mutuel Alliance Fédérale, La Banque Postale et Société Générale) (les « **Prêteurs** ») ont accepté de participer à un financement « *new money* » super senior de 600 millions d'euros composé de trois lignes de crédits (le « **Financement Complémentaire** ») :

- (i) une ligne de crédit renouvelable de 400 millions d'euros (le « **Crédit D1** »),
- (ii) une ligne de crédit renouvelable d'un montant maximum de 100 millions d'euros (le « **Crédit D2** »), et
- (iii) une ligne de crédit renouvelable d'un montant maximum de 100 millions d'euros (le « **Crédit D3** » et ensemble avec le Crédit D1 et le Crédit D2, les « **Crédits** »),

accordées à Niort 94 (RCS 440 360 006) (« **Niort 94** » ou « **N94** ») et Niort 95 (RCS 811 249 978) (« **Niort 95** » ou « **N95** ») et à la Société (s'agissant du Crédit D1B, du Crédit D2 et du Crédit D3).

Les principaux termes des Crédits peuvent être synthétisés comme suit :

	Crédit D1	Crédit D2	Crédit D3
Objet	Financer ou refinancer (directement ou indirectement) (x) les besoins généraux de Niort 94/Niort 95 (en ce compris, sans que cela soit limitatif, le remboursement de la dette intragroupe, le service de la dette et les dépenses d'investissement) et (y) l'ensemble des commissions, coûts et dépenses relatifs aux Crédits.		
Montant en principal maximum (euros)	400 millions d'euros, répartis comme suit :	100 millions d'euros	100 millions d'euros

	<ul style="list-style-type: none"> • Crédit D1A : 200 millions d'euros • Crédit D1B : 200 millions d'euros 	Ce montant maximum sera réduit du montant des produits nets de cession d'actifs immobiliers perçus par des membres du Groupe depuis l'ouverture de la procédure de sauvegarde accélérée au profit d'ORPEA S.A. et le premier tirage du Crédit D2.	Ce montant maximum sera réduit du montant des produits nets de cession d'actifs immobiliers perçus par des membres du Groupe depuis l'ouverture de la procédure de sauvegarde accélérée au profit d'ORPEA S.A. et le premier tirage du Crédit D3.
Marge annuelle	2,00% par an		
Date d'échéance finale	Crédit D1A/D1B : 30 juin 2026	La date la plus proche entre (i) le 31 décembre 2023 et (ii) le cinquième jour ouvré suivant la réalisation de toutes les augmentations de capital envisagées dans le jugement du Tribunal de Commerce spécialisé de Nanterre approuvant le Plan de Sauvegarde Accélérée au bénéfice d'ORPEA S.A. (l'« Approbation du Plan ») et la perception des sommes y afférentes par ORPEA S.A.	Identique au Crédit D2
Période de disponibilité	A compter de la date de signature et jusqu'à un mois précédant la date de maturité du Crédit D1.	(x) A compter de la date la plus proche entre : (i) la date de signature et (ii) la date à laquelle le Crédit D1 a été entièrement tiré et (y) jusqu'à un mois précédant la date de maturité du Crédit D2.	(x) A compter de la date la plus proche entre : (i) la date à laquelle le Crédit D2 a été entièrement tiré et (ii) le 31 août 2023 et jusqu'à (y) un mois précédant la date de maturité du Crédit D3.
Sûretés, Garantie et engagement d'apport de fonds propres	<ul style="list-style-type: none"> - Un nantissement de premier rang devant être consenti par ORESC 27, une société nouvellement activée, (« Topco ») entièrement détenue par ORPEA S.A., portant sur 100 % des titres émis par, une société nouvellement activée, ORESC 26 (« Newco ») entièrement détenue par Topco, et détenant directement 100 % du capital et des droits de vote de Niort 94 et Niort 95 - Un nantissement de créances devant être consenti par ORPEA S.A. sur l'ensemble des créances qu'ORPEA S.A. détient ou détiendrait à l'égard de Niort 94 et Niort 95 ainsi que leurs filiales respectives au titre de prêts intragroupe/avances (autres qu'au titre de <i>cash-pooling</i> ou déjà cédées en garantie des Crédits de juin 2022) accordés par ORPEA S.A. à ces entités - Garantie autonome conformément à l'article 2321 du Code civil garantissant un montant égal à la somme du principal et des intérêts dus au titre des Crédits - Un engagement d'apport de fonds propres conformément à l'article 2322 du Code civil (assorti d'une obligation de résultat) souscrit par ORPEA S.A. au profit de Niort 94 et Niort 95, afin de restaurer et maintenir une position nette positive ainsi que de couvrir tout manque de liquidités en lien avec (x) le service de la dette au titre des Crédits et (y) les coûts de structure et frais généraux supportés par ces entités - Une cession Dailly à titre de garantie par Niort 94 et Niort 95 portant sur l'ensemble des créances détenues ou pouvant être détenues à l'égard de 		

	<p>toutes filiales (directe ou indirecte) au titre de prêts intragroupe/avances accordés par ORPEA S.A. à ces entités</p> <p>- Privilège de <i>post-money</i> s'agissant des emprunts faits par la Société au titre du Crédit D1B, du Crédit D2 et du Crédit D3</p>
--	---

Le tirage des Crédits est soumis à des conditions suspensives habituelles pour ce type de financement et conditionné en outre à l'accomplissement de certaines étapes de la restructuration financière de la Société (y compris les accords des autorités compétentes). Le tirage du Crédit D1B est ainsi notamment soumis au jugement d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée.

La documentation de financement prévoira des cas de défaut usuels (sous réserve de seuils de matérialité et délais de remédiation usuels le cas échéant), dont notamment :

- Tout défaut de paiement au titre des Crédits ;
- Non-respect du Ratio N94/95 LTV décrit ci-après ;
- Défaut de paiement croisé (*cross-payment default*) et déchéance du terme (*cross-acceleration*) croisé au-delà d'un seuil cumulé de 40 millions d'euros ;
- Insolvabilité et procédures collectives ;
- Procédures d'exécution à compter d'un seuil cumulé de 40 millions d'euros ;
- Refus de certification des comptes consolidés du groupe ORPEA par les commissaires aux comptes ;
- Contentieux de nature administrative, arbitrale, gouvernementale ou réglementaire raisonnablement de nature à avoir un effet défavorable significatif.

Principaux engagements d'ORPEA, Topco, Luxco, N94 et N95

ORPEA S.A. et certaines de ses filiales ont notamment consenti les principaux engagements suivants :

- Engagements relatifs à l'ensemble des produits nets perçus au titre de tout endettement financier contractés dans le cadre de financements externes

Niort 94 et Niort 95 s'engageront à ce que l'ensemble des produits nets perçus par elles ou par l'une quelconque de leurs filiales au titre de tout endettement financier contracté dans le cadre de tout financement externe soit affecté au remboursement anticipé :

- en premier lieu, du Crédit D3 : pour 100 % de ces produits (jusqu'à avoir été intégralement remboursé et annulé) ;
- en deuxième lieu, du Crédit D2 : pour 100 % de ces produits (jusqu'à avoir été intégralement remboursé et annulé) ; et
- en troisième lieu, du Crédit D1, pour 50 % de ces produits.

- Engagement d'affecter certains produits nets de cession perçus dans le cadre d'augmentations de capital au remboursement des Crédits

ORPEA S.A. s'engagera à ce que les produits nets de l'Augmentation de Capital du Groupement soient affectés au remboursement anticipé :

- en premier lieu, du Crédit D3 (jusqu'à avoir été intégralement remboursé et annulé) ; et
- en deuxième lieu, du Crédit D2 (jusqu'à avoir été intégralement remboursé et annulé).

- Engagements relatifs à l'ensemble des produits nets de cession d'actifs immobiliers

ORPEA S.A. s'engagera à ce que les produits nets de cession perçus par elle ou ses filiales à compter de la date de l'Accord d'Etape soient affectés au remboursement anticipé du Crédit D2 et du Crédit D3.

- Engagement de maintenir un Ratio N94/95 LTV

ORPEA S.A., Niort 94 et Niort 95 s'engageront à ce que le ratio N94/95 LTV ne dépasse pas 55 % au 31 décembre 2023 et 50 % au 31 décembre de chaque année suivante, le « **Ratio N94/95 LTV** » étant défini comme suit :

- « Ratio N94/95 LTV » désigne le ratio de la Dette Consolidée N94/95 sur la Valeur Brute des Actifs N94/95.
- « Dette Consolidée N94/95 » désigne, à la date de test concernée :

- le montant total de l'encours principal au titre de l'endettement financier externe (en ce compris les Crédits et les contrats de location-financement, mais à l'exclusion des avances en compte courant et des prêts intragroupes qui sont subordonnés⁸ et au titre de la convention de subordination et à l'exclusion de l'endettement financier contracté au titre de tout accord de *cash pooling* au niveau du Groupe) de Niort 94, Niort 95 et de leurs filiales identifiées comme devant être prises dans ce calcul (les « **Filiales LTV** »).
- « Valeur Brute des Actifs N94/95 » désigne la valeur brute totale des actifs détenus par Niort 94, Niort 95 et leurs Filiales LTV (à l'exception des LMP et des minoritaires si aucune évaluation tierce n'est disponible), évaluée par des évaluateurs indépendants.

1.1.4. Aménagement de la documentation de financement de juin 2022

Conformément à l'Accord d'Etape, ORPEA S.A. et les Prêteurs se sont accordés pour apporter certaines modifications au Contrat de Crédits Existant dans le cadre de la restructuration financière et actionnariale d'ORPEA S.A. (l'« **Avenant** »). L'Avenant entrera en vigueur à compter de l'Augmentation de Capital du Groupement.

Pour rappel, les montants en principal mis à disposition et les montants tirés au 31 décembre 2022 au titre du Contrat de Crédit Existant sont les suivants :

	Crédit A			Crédit B	Crédit C1/C2
	Crédit A1	Crédit A2/A3	Crédit A4		
Montant principal	700 millions d'euros	600 millions d'euros	200 millions d'euros	229 millions d'euros	1 500 millions d'euros
Montant tiré au 31 décembre 2022	700 millions d'euros	600 millions d'euros	200 millions d'euros	227,4 millions d'euros	1 500 millions d'euros

Les principaux termes de l'Avenant peuvent être synthétisés comme suit :

	Crédit A			Crédit B	Crédit C1/C2
	Crédit A1	Crédit A2/A3	Crédit A4		
Marge	2,00% par an				
Date de maturité	31 décembre 2027 avec les dates de maturité suivantes par sous-tranche afin de refléter les Amortissements tels qu'exposés ci-dessous			31 décembre 2027	31 décembre 2027

⁸ Tout paiement ou remboursement au titre des prêts intragroupes sera strictement soumis aux termes de la Convention de Subordination.

	31 décembre 2027 (ou, en cas de Premiers Produits Nets de Cession (tel que défini ci-dessous), le 31 octobre 2026)	31 décembre 2027	31 décembre 2023		
Amortissements	<ul style="list-style-type: none"> - 31 octobre 2024 : 200 millions d'euros - 31 octobre 2025 : 200 millions d'euros - Cette échéance sera augmentée du montant total des produits nets de cession perçus par le Groupe après la date à laquelle l'Avenant entrera en vigueur (la « Date d'Entrée en Vigueur ») jusqu'à 100 millions d'euros (les « Premiers Produits Nets de Cession »). - 31 octobre 2026 : 200 millions d'euros 	A maturité	31 décembre 2023 : 200 millions d'euros	A maturité	A maturité

➤ Cash sweep annuel sur la base des cessions

ORPEA S.A. s'engagera à effectuer des remboursements anticipés obligatoires le 30 juin de chaque année N (et pour la première fois le 30 juin 2025) au titre du Crédit A1, du Crédit A2/A3 et du Crédit B d'un montant égal à :

- 75 % des produits nets de cession d'actifs opérationnels et immobiliers (tels que décrits ci-dessus s'agissant du Contrat de Crédits Existant) perçus par les membres du Groupe depuis la Date d'Entrée en Vigueur et jusqu'au 31 décembre de l'exercice N-1 ; moins
- le montant total des Amortissements, des remboursements anticipés volontaires et des remboursements anticipés obligatoires (auxquels s'ajoutent tous Premiers Produits Nets de Cession, perçus par tout membre du Groupe, même s'ils n'ont pas encore été affectés au remboursement anticipé des Crédits) à partir de la Date d'Entrée en Vigueur jusqu'au 31 décembre de l'exercice N-1,

étant précisé que ce montant sera réduit dans la mesure nécessaire pour s'assurer que la Liquidité du Groupe (telle que définie ci-dessous) *pro forma* ce remboursement anticipé soit au moins égale à 300 millions d'euros jusqu'au 31 décembre de l'exercice N.

Ce remboursement anticipé sera appliqué dans l'ordre chronologique des amortissements prévus au titre du Crédit A1, Crédit A2/A3 et Crédit B (*pari passu* et sur une base *pro rata* pour les amortissements tombant à la même date).

➤ Produits nets des souscriptions en cas d'émissions de nouvelle dette sur les marchés de capitaux

Conformément au Contrat de Crédits Existant, sous réserve que ce remboursement anticipé soit affecté au paiement des Amortissements par ordre chronologique au titre du Crédit A1, du Crédit A2/A3 et du Crédit B (*pari-passu* et au prorata des Amortissements intervenant à la même date).

➤ Trésorerie Minimum / engagements non-tirés

Conformément au Contrat de Crédits Existant, sous réserve que :

- (i) le montant total de tous les engagements immédiatement disponibles et non tirés (à l'exclusion du Crédit D2 et du Crédit D3) du Groupe au titre des financements existants du Groupe sera ajouté à (ii) la trésorerie et aux équivalents en trésorerie du Groupe pour tester l'engagement de 300 millions d'euros (testé à compter du premier trimestre calendaire complet suivant l'entrée en vigueur de l'Avenant) (la somme de (i) et (ii) étant définie comme la « **Liquidité du Groupe** ») ; et
- il s'appliquera pour la première fois le dernier jour du premier semestre calendaire se terminant après la Date d'Entrée en Vigueur.

➤ Engagements de cession

Engagement de cession d'actifs immobiliers de 1,25 milliard d'euros (en valeur brute hors droits) d'ici au 31 décembre 2025.

1.1.5. Impact de la restructuration financière sur la structure du bilan

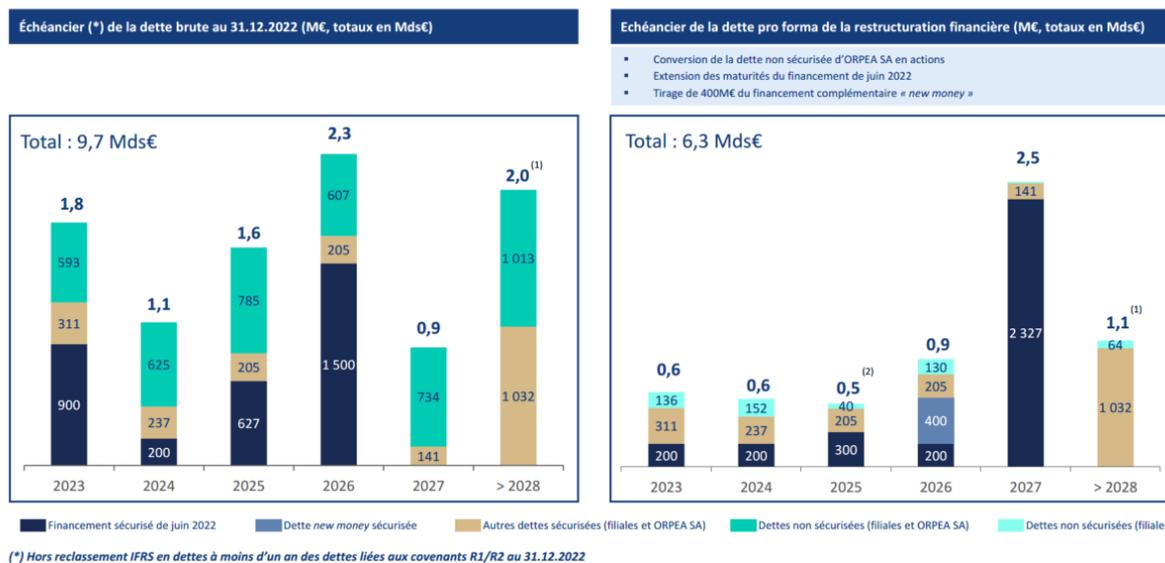
Avant restructuration, au 31 décembre 2022 ⁽¹⁾				Pro forma de la restructuration (conversion de la dette en actions) au 31 décembre 2022 ⁽²⁾			Commentaires
En M€	Orpea SA	Filiales	Groupe	Orpea SA	Filiales	Groupe	
A Financement de Juin-22	3 227	-	3 227	3 227	-	3 227	A Financement de juin 2022 auprès des principaux partenaires bancaires d'ORPEA S.A.
Dette garantie hors financement de Juin-2022	320	1 762	2 082	320	1 762	2 082	
B EuroPP partiellement sécurisé	32	-	32	32	-	32	B EuroPP partiellement sécurisé: la partie sécurisée des obligations (35 %, correspondant à 31,5 M€) est maintenue en place, et le solde (65 %, correspondant à 58,5 M€), qui n'est pas sécurisé, sera intégralement converti en capital
Total Dette Garantie	3 579	1 762	5 341	3 579	1 762	5 341	
Obligations	1 400	-	1 400	-	-	-	
Dette Bancaire	155	416	571	-	416	416	
EuroPP non-sécurisé	698	-	698	-	-	-	
Schuldschein	1 570	136	1 706	-	136	136	
C Total Dette Non Garantie	3 823	552	4 375	-	552	552	C Dette non sécurisée au niveau d'Orpea S.A., incluant la suspension du paiement du principal à compter du 1er décembre 2022
Total dette brute	7 402	2 314	9 716	3 579	2 314	5 893	D Réduction de l'endettement total du Groupe à environ 5,9 Mds€
Trésorerie et équivalents ⁽²⁾			(856)			(2 406)	E Réduction de la dette nette au niveau d'ORPEA S.A. d'environ 5,4 Mds€
Dette nette			8 860			3 487	F Endettement au niveau des filiales inchangé et pas impacté par la conversion de la dette en capital

(1) Chiffres au 31 décembre 2022

(2) Le financement additionnel de « new money » n'est pas pris en compte

1.1.6. Calendrier de remboursement de la dette pré- et post-restructuration

Calendrier de remboursement de la dette pré- et post-restructuration



(1) Hypothèse de renouvellement à long terme de la ligne d'affacturage de 128M€, qui est incluse dans la colonne « > 2028 »

(2) Remboursement du capital supplémentaire de 100 M€ en 2025 après réception de produits nets de cession de 100 M€ issus des ventes d'actifs immobiliers

1.2 NATURE, CATEGORIE ET JOISSANCE DES VALEURS MOBILIERES OFFERTES ET ADMISES A LA NEGOCIATION

Nature des titres dont l'admission aux négociations est demandée

Les Actions Nouvelles seront des actions ordinaires de même catégorie que les actions existantes de la Société. Elles porteront jouissance courante et donneront droit, à compter de leur émission, à toutes les distributions décidées par la Société à compter de cette date.

Les Actions Nouvelles seront admises aux négociations sur Euronext Paris (compartiment A). Elles seront immédiatement assimilées aux actions existantes de la Société déjà négociées sur Euronext Paris, et seront négociables sur la même ligne de cotation, sous le même code ISIN FR0000184798.

1.3 DROIT APPLICABLE ET TRIBUNAUX COMPETENTS

Les Actions Nouvelles seront émises dans le cadre de la législation française et les tribunaux compétents en cas de litige sont ceux du siège social de la Société lorsque la Société est défenderesse et sont désignés en fonction de la nature des litiges, sauf disposition contraire du Code de procédure civile et/ou du Code de commerce.

1.4 FORME ET MODE D'INSCRIPTION EN COMPTE DES ACTIONS

L'attention des actionnaires détenant actuellement leurs actions sous la forme au porteur est attirée sur la nécessité de demander à ce que leurs actions soient passées sous la forme nominative pure s'ils souhaitent que les Actions Nouvelles qu'ils souscriraient à titre irréductible dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement soient prises en compte lors de l'exercice le cas échéant du droit de priorité qui leur serait offert dans le cadre de l'Augmentation de Capital du Groupement dans l'hypothèse d'un vote défavorable du Plan de Sauvegarde Accélérée par la classe de parties affectées des actionnaires, et de mise en œuvre d'une application forcée interclasses à l'égard de la classe des actionnaires décidée par le Tribunal de commerce.

Il est rappelé que le droit de priorité de souscription à l'Augmentation de Capital du Groupement bénéficiera uniquement aux Actionnaires Existants inscrits en compte à la Record Date Actionnaires Existants.

A défaut de mise au nominatif pur, la Société ne sera pas en mesure de vérifier le nombre d'actions souscrites par les Actionnaires Existants sur exercice de leurs droits préférentiels de souscription dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement et sera donc dans l'impossibilité de pouvoir en tenir compte aux fins du droit de priorité des Actionnaires Existants détenant leurs actions sous la forme nominative administrée ou au porteur.

Dans le présent document, « **Actionnaires Existants** » désigne les actionnaires détenant des Actions de la Société à la date d'Ouverture de la Procédure de Sauvegarde Accélérée qui constituent les membres de la Classe des actionnaires ou, s'ils ont cédé leurs actions, leurs cessionnaires successifs qui seraient inscrits en compte au plus tard à la Record Date Actionnaires Existants.

1.5 AUTORISATIONS

L'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par la classe des actionnaires de la Société, réunis en classes de parties affectées, emportera approbation par la classe des actionnaires de l'ensemble des résolutions incluses dans l'Annexe 7 du Plan de Sauvegarde Accélérée publié sur le site internet de la Société (www.orpea-group.com), portant délégation de pouvoirs au Conseil d'administration de la Société aux fins de réaliser les Augmentations de Capital et les diverses opérations sur le capital de la Société décrites dans le présent document.

En cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée de la Société par la classe des actionnaires et d'application forcée interclasses à l'égard de la classe des actionnaires conformément à l'article L.626-32 du Code de commerce, le jugement d'approbation du plan du Plan de Sauvegarde Accélérée du Tribunal de commerce spécialisé de Nanterre, auquel il sera demandé à la juridiction d'annexer l'intégralité de ces résolutions, emportera délégation de pouvoir au Conseil d'administration pour réaliser les Augmentations de Capital et autres modifications du capital dans les conditions décrites dans chacune de ces résolutions.

1.6 RESTRICTIONS A LA LIBRE NEGOCIABILITE DES ACTIONS NOUVELLES

Aucune clause statutaire ne limite la libre négociabilité des Actions Nouvelles.

2. FACTEURS DE RISQUES

2.1 LES AUGMENTATIONS DE CAPITAL POURRAIENT NE PAS ETRE REALISEES

La mise en œuvre effective des Augmentations de Capital dans le cadre du Plan de Sauvegarde Accélérée reste à ce jour soumise aux principales conditions suspensives suivantes :

- L'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par le Tribunal de Commerce de Nanterre ;
- L'approbation par l'Autorité des marchés financiers des prospectus relatifs aux augmentations de capital envisagées ;
- L'obtention par le Groupement d'une dérogation de l'Autorité des marchés financiers à l'obligation de déposer une offre publique sur les actions de la Société en conséquence de la restructuration financière, purgée de tout recours devant la Cour d'appel de Paris (étant précisé que l'Autorité des marchés financiers a accordé le 25 mai 2023 une telle dérogation au Groupement) ; et
- L'obtention des autres autorisations réglementaires nécessaires, le cas échéant.

En cas de non-réalisation d'une ou plusieurs des conditions précitées qui empêcherait la mise en œuvre des Augmentations de Capital, la Société considère qu'elle ne disposerait pas de moyens de financement suffisants pour lui permettre de faire face à ses obligations, et partant à ses besoins de liquidités, pour les 12 prochains mois. En conséquence, le Groupe pourrait faire l'objet de procédures de redressement judiciaire, et/ou de procédures de liquidation judiciaire à travers, le cas échéant, la mise en œuvre d'un plan de cessions. Si de telles procédures devaient être engagées, les parties affectées de rang inférieur aux porteurs de dettes sécurisées récupèreraient une portion des produits finaux de cession d'une valeur moindre à celle qu'ils récupèreraient dans le cadre du plan de sauvegarde.

Voir par ailleurs la note 1.1 (*Risques de liquidité et continuité d'exploitation*) des états financiers consolidés au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2022 publiés sur le site internet de la Société (www.orpea-group.com).

2.2 LES ACTIONNAIRES EXISTANTS SUBIRONT UNE DILUTION SIGNIFICATIVE DE LEUR PARTICIPATION DANS LE CAPITAL SOCIAL DE LA SOCIETE DU FAIT DE LA REALISATION DES AUGMENTATIONS DE CAPITAL

La mise en œuvre des Augmentations de Capital envisagées dans le cadre du plan de restructuration financière, qui devraient être mises en œuvre au cours du second semestre 2023, entraînera une dilution massive pour les Actionnaires Existants.

Par ailleurs, les Actionnaires Existants qui souhaiteraient maintenir leur niveau de participation actuel au capital post-Augmentations de Capital en y souscrivant devront investir des sommes significatives dans la souscription des Actions Nouvelles.

Ainsi, les Actionnaires Existants détiendront, après la réalisation des Augmentations de Capital et s'ils décident de ne pas exercer leurs droits préférentiels de souscription et, le cas échéant, leur droit de priorité, (i) 0,4% du capital social de la Société en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée de la Société par chacune des classes de parties affectées ou (ii) 0,04% du capital social de la Société en cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée de la Société par au moins une des classes de parties affectées.

A titre indicatif, un Actionnaire Existant détenant 1% du capital social de la Société (soit 646 938 actions, sur la base du nombre d'actions composant le capital social de la Société au 30 avril 2023), verrait sa participation diminuer, post réalisation des Augmentations de Capital, à (cas d'une non approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par la classe des actionnaires et mise en œuvre d'une application forcée interclasses à l'égard de la classe des actionnaires décidée par le Tribunal de commerce, impliquant un droit de priorité ouvert aux Actionnaires Existants lors de l'Augmentation de Capital du Groupement) (voir par ailleurs la section 4.2 du présent document pour une présentation de la dilution dans les autres scénarios d'approbation du plan) :

Quote-part du capital (en%)					
Pas d'exercice de ses DPS et de son droit de priorité par l'actionnaire	Exercice de ses DPS dans l'Augmentation de Capital d'Apurement, pas d'exercice de son droit de priorité dans l'Augmentation de Capital du Groupement et pas d'exercice de ses DPS dans l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS :	Exercice de ses DPS dans l'Augmentation de Capital d'Apurement, exercice de son droit de priorité dans l'Augmentation de Capital du Groupement et pas d'exercice de ses DPS dans l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS :	Exercice de ses DPS dans l'Augmentation de Capital d'Apurement, exercice de son droit de priorité dans l'Augmentation de Capital du Groupement et exercice de ses DPS dans l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS :		
	646 291 062 Actions Nouvelles souscrites au total, pour un prix de souscription total de 38 842 093 euros (à comparer à une participation actuelle valorisée à 1 446 553 euros sur la base du cours de clôture au 25 mai 2023)	1 298 021 150 Actions Nouvelles souscrites au total, pour un prix de souscription total de 50 442 888 euros (à comparer à une participation actuelle valorisée à 1 446 553 euros sur la base du cours de clôture au 25 mai 2023)	1 591 268 776 Actions Nouvelles souscrites au total, pour un prix de souscription total de 54 343 082 euros (à comparer à une participation actuelle valorisée à 1 446 553 euros sur la base du cours de clôture au 25 mai 2023)		
Avant émission des 159 127 009 260 Actions Nouvelles dans le cadre des Augmentations de Capital	1,000%	1,000%	1,000%	1,000%	
Après émission des 64 629 157 149 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement	0,0010%	1,000%	1,000%	1,000%	
Après émission des 64 629 157 149 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement et des 65 173 064 696 Actions Nouvelles dans le cadre de	0,0005%	0,4982%	1,000%	1,000%	

l'Augmentation de Capital du Groupement				
Après émission des 64 629 157 149 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement, des 65 173 064 696 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital du Groupement et des 29 324 787 415 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS	0,0004%	0,4064%	0,8158%	1,000%

Si des Actionnaires Existants choisissaient de vendre leurs droits préférentiels de souscription attribués dans l'Augmentation de Capital d'Apurement et dans l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS, le produit de cette vente pourrait être insuffisant pour compenser cette dilution

2.3 COMPTE TENU DU NOMBRE TRES IMPORTANT D' ACTIONS EMISES DANS LE CADRE DES AUGMENTATIONS DE CAPITAL, DES VENTES D'UN NOMBRE SIGNIFICATIF D' ACTIONS POURRAIENT INTERVENIR RAPIDEMENT A COMPTE DE LA DATE DE REALISATION DES AUGMENTATIONS DE CAPITAL, OU DE TELLES VENTES POURRAIENT ETRE ANTICIPEES PAR LE MARCHE, CE QUI POURRAIT AVOIR UN IMPACT DEFAVORABLE SUR LE PRIX DE MARCHE DE L' ACTION

Compte tenu du nombre très important d'actions émises dans le cadre des augmentations de capital, des ventes d'un nombre significatif d'Actions pourraient intervenir rapidement à compter de la date de réalisation des augmentations de capital, ou de telles ventes pourraient être anticipées par le marché, ce qui pourrait avoir un impact défavorable sur le prix de marché de l'action.

Cela pourrait avoir un impact défavorable significatif sur le prix de marché de l'action et/ou des droits préférentiels de souscription.

La Société ne peut prévoir les éventuels effets sur le prix de marché des actions et des droits préférentiels de souscription des ventes d'actions et de droits préférentiels. Le cours de bourse de l'action de la Société, pourrait être durablement affecté et le financement du Groupe par le marché pourrait s'avérer plus difficile à moyen/ long terme.

2.4 LA VOLATILITE DES ACTIONS DE LA SOCIETE POURRAIT ETRE IMPORTANTE ET LA LIQUIDITE DES ACTIONS DE LA SOCIETE POURRAIT ETRE REDUITE

Les marchés boursiers ont connu ces dernières années d'importantes fluctuations qui ont souvent été sans rapport avec les résultats des sociétés dont les actions sont négociées. Les fluctuations de marché et la conjoncture économique pourraient accroître la volatilité des actions de la Société. La faible valeur unitaire des actions de la Société avant la réalisation du regroupement d'actions envisagé est de nature à accroître également la volatilité des actions de la Société. Le prix de marché des actions de la Société ainsi que la liquidité du marché des actions de la Société pourraient fluctuer significativement, en réaction à différents facteurs et évènements, parmi lesquels

peuvent figurer les facteurs de risques décrits dans le Document d'Enregistrement Universel de la Société. Si le cours de clôture à la date de règlement-livraison des Augmentations de Capital s'avérait significativement éloigné du prix de souscription des Augmentations de Capital, la Société devrait alors constater une charge ou un produit susceptible d'avoir un impact significatif sur le résultat net consolidé de la Société en application des normes comptables IFRS.

Les titres cotés sur Euronext Paris ont connu une volatilité importante qui a eu un impact négatif sur les prix de marché des titres et qui peut être sans rapport avec la performance économique ou les perspectives des entreprises auxquelles les titres se rapportent. Les marchés financiers sont affectés par de nombreux facteurs, tels que l'offre et la demande de titres, les conditions économiques et politiques générales, les évolutions ou les prévisions relatives aux taux d'intérêt et aux taux d'inflation, les fluctuations monétaires, les prix des matières premières, les évolutions de la perception des investisseurs et les événements exceptionnels (tels que des attentats terroristes ou des catastrophes naturelles). Chacun de ces facteurs pourrait influencer le prix de marché des actions.

3. MODALITES ET CONDITIONS DE L'ADMISSION DES ACTIONS NOUVELLES

3.1 AUGMENTATION DE CAPITAL D'APUREMENT

3.1.1 Conditions de l'émission des Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement

L'Augmentation de Capital d'Apurement sera réalisée avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, à raison de :

- (i) en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées, 99 Actions Nouvelles pour 1 action existante d'une valeur nominale de 0,01 euro chacune (compte tenu de la Première Réduction de Capital), au prix de 0,6067 euro par action (soit 0,01 euro de valeur nominale et 0,5967 euro de prime d'émission), sans qu'il ne soit tenu compte des fractions ;
- (ii) en cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par au moins une des classes de parties affectées, 999 Actions Nouvelles pour 1 action existante d'une valeur nominale de 0,01 euro chacune (compte tenu de la Première Réduction de Capital), au prix de 0,0601 euro par action (soit 0,01 euro de valeur nominale et 0,0501 euro de prime d'émission), sans qu'il ne soit tenu compte des fractions.

Chaque actionnaire recevra un droit préférentiel de souscription par action enregistrée comptablement sur son compte-titres à la Record Date Actionnaires Existants. Les droits préférentiels de souscription seront négociables.

En cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées 1 droit préférentiel de souscription donnera droit de souscrire 99 Actions Nouvelles de 0,01 euro de valeur nominale.

En cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par au moins une des classes de parties affectées 1 droit préférentiel de souscription donnera droit de souscrire 999 Actions Nouvelles de 0,01 euro de valeur nominale.

Les droits préférentiels de souscription non exercés à la clôture de la période de souscription seront caducs de plein droit.

Les plans d'attributions gratuites d'actions dont les actions sont en période d'acquisition ne donneront pas lieu à l'attribution de droits préférentiels de souscription.

Suspension de la faculté d'exercice des options de souscription d'actions, actions de performance et actions attribuées gratuitement dans les conditions des plans de la Société actuellement en vigueur

La faculté d'exercice de l'ensemble des droits d'attribution attachés aux actions attribuées gratuitement dans les conditions des plans de la Société actuellement en vigueur sera suspendue conformément aux dispositions légales et réglementaires, aux stipulations des règlements des plans d'attribution gratuite d'actions. Cette suspension fera l'objet d'une publication au Bulletin des Annonces légales obligatoires (BALO).

Suspension de la faculté d'exercice des obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles et/ou existantes

Il est précisé que les Dettes Non Sécurisées Convertibles ne donnent droit à des actions de la Société que dans les conditions prévues par le Plan de Sauvegarde Accélérée, et qu'à la suite de la mise en œuvre des opérations prévues par le Plan de Sauvegarde Accélérée, il n'existera plus de Dettes Non Sécurisées Convertibles (les créances de leurs porteurs étant réglées conformément à ce qui est décrit au paragraphe 3.1.10 du présent document).

Préservation des droits des bénéficiaires de plans d'attribution gratuite d'actions

Les droits des bénéficiaires d'attribution gratuite d'actions de tous les plans d'actions de performance seront préservés conformément aux dispositions légales et réglementaires et respectivement aux stipulations des règlements des plans d'attribution d'actions gratuites.

Préservation des droits des porteurs d'obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles et/ou existantes

Il est précisé que les Dettes Non Sécurisées Convertibles ne donnent droit à des actions de la Société que dans les conditions prévues par le Plan de Sauvegarde Accélérée, et qu'à la suite de la mise en œuvre des opérations prévues par le Plan de Sauvegarde Accélérée, il n'existera plus de Dettes Non Sécurisées Convertibles (les créances de leurs porteurs étant réglées conformément à ce qui est décrit au paragraphe 3.1.10 du présent document).

3.1.2 Montant de l'émission

Le montant total maximum (prime d'émission incluse) de l'Augmentation de Capital d'Apurement sera égal au (x) montant total en euros en principal de l'endettement non sécurisé de la Société (soit 3 822 719 247 euros) augmenté (y) de 70% du montant total des intérêts de l'endettement non sécurisé courus mais non échus à la date ou avant le 24 mars 2023 (exclu), soit 24 871 699 euros et (z) du montant des intérêts des Dettes Non Sécurisées courus ou dus entre le 24 mars 2023 (incluse) et la date d'adoption du Plan de Sauvegarde Accélérée par le Tribunal de commerce spécialisé de Nanterre (incluse). En prenant pour hypothèse une adoption du plan de sauvegarde accélérée par le Tribunal de commerce spécialisé de Nanterre le 24 juillet 2023 (soit à l'expiration du délai de 4 mois suivant la date du jugement d'ouverture de la procédure de sauvegarde accélérée le 24 mars 2023), le montant total maximum de l'augmentation de capital serait ainsi de 3 886 205 875 euros.

Si les souscriptions à titre irréductible n'ont pas absorbé la totalité de l'émission, les actions non souscrites seront souscrites par compensation de créances par les Créanciers Non Sécurisés.

3.1.3 Période et procédure de souscription

3.1.3.1 Période de souscription et de négociation des droits préférentiels de souscription

Les dates des périodes de souscription des actions et de négociation des droits préférentiels de souscription seront indiquées dans le prospectus relatif à l'Augmentation de Capital d'Apurement qui sera soumis à l'approbation de l'AMF.

La souscription des Actions Nouvelles est réservée, par préférence :

- aux porteurs d'actions existantes enregistrées comptablement sur leur compte-titres avant le détachement du droit préférentiel de souscription ;
- aux cessionnaires de droits préférentiels de souscription.

Les titulaires de droits préférentiels de souscription pourront souscrire à titre irréductible, à raison de :

(i) en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées, 99 Actions Nouvelles pour 1 action existante possédée (1 droit préférentiel de souscription permettra de souscrire 99 Actions Nouvelles au prix total de 60,0633 euros) ;

(ii) en cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par au moins une des classes de parties affectées, 999 Actions Nouvelles pour 1 action existante possédée (1 droit préférentiel de souscription permettra de souscrire 999 Actions Nouvelles au prix total de 60,0399 euros).

Il ne sera pas prévu de possibilité de souscrire à titre réductible à l'Augmentation de Capital d'Apurement.

Valeur théorique du droit préférentiel de souscription et de l'action – Décotes du prix de souscription des Actions Nouvelles par rapport au cours de bourse de l'action et par rapport à la valeur théorique de l'action ex-droit

Les informations sur la valeur théorique du droit préférentiel de souscription et de l'action ex-droit seront données dans le prospectus relatif à l'Augmentation de Capital d'Apurement afin de donner aux investisseurs l'information usuelle calculée sur la base du cours de clôture de l'action de la Société la veille de l'approbation du prospectus par l'Autorité des marchés financiers.

Ces valeurs ne préjugent ni de la valeur du droit préférentiel de souscription pendant la période de négociation des droits préférentiels de souscription ni de la valeur de l'action ex-droit, ni des décotes, telles qu'elles seront constatées sur le marché.

3.1.3.2 Procédure d'exercice du droit préférentiel de souscription

Les droits préférentiels de souscription seront négociables sur Euronext

En cas de cession du droit préférentiel de souscription détaché d'une action existante, le cédant du droit préférentiel de souscription s'en trouvera dessaisi au profit du cessionnaire qui, pour l'exercice du droit préférentiel de souscription ainsi acquis, se trouvera purement et simplement substitué dans tous les droits et obligations du propriétaire de l'action existante.

Les droits préférentiels de souscription non exercés à la clôture de la période de souscription seront caducs de plein droit.

3.1.3.3 Droits préférentiels de souscription détachés des actions auto-détenues par la Société

En application de l'article L. 225-206 du Code de commerce, les droits préférentiels de souscription détachés des actions auto-détenues seront cédés en bourse conformément à la loi.

3.1.3.4 Calendrier

Le public sera informé, du calendrier indicatif au moyen d'un communiqué diffusé par la Société et mis en ligne sur son site Internet et d'un avis diffusé par Euronext. Le calendrier indicatif sera par ailleurs inclus dans le prospectus relatif à l'Augmentation de Capital d'Apurement qui sera soumis à l'approbation de l'AMF.

3.1.4 Révocation / Suspension de l'offre

L'émission des Actions Nouvelles fait l'objet d'une garantie de souscription par compensation de créances par l'ensemble des créanciers non sécurisés de la Société dans le cadre du Plan de Sauvegarde Accélérée assurant ainsi la réalisation de l'augmentation de capital.

3.1.5 Réduction de la souscription

L'émission des Actions Nouvelles est réalisée avec maintien du droit préférentiel de souscription. Les actionnaires pourront souscrire à titre irréductible à raison de 99 Actions Nouvelles pour 1 action existante en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées ou 999 Actions Nouvelles pour 1 action existante en cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par au moins une des classes de parties affectées, sans que leurs ordres puissent être réduits.

Les actionnaires ne pourront pas souscrire à titre réductible.

3.1.6 Engagement et intentions de souscription des principaux actionnaires de la Société ou des membres de ses organes d'administration ou de direction

La société n'a pas connaissance de l'intention des actionnaires détenant plus de 5 % du capital ou des membres de ses organes d'administration ou de direction de participer à l'Augmentation de Capital d'Apurement.

3.1.7 Information pré-allocation

L'émission étant réalisée avec maintien du droit préférentiel de souscription à titre irréductible, les titulaires de droits préférentiels de souscription ainsi que les cessionnaires de ces droits, qui les auront exercés dans les conditions requises seront assurés de souscrire, sans possibilité de réduction :

(i) en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées, 99 Actions Nouvelles de 0,01 euro de valeur nominale, au prix unitaire de 0,6067 euro, pour 1 droit préférentiel de souscription exercé, ou

(ii) en cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par au moins une des classes de parties affectées, 999 Actions Nouvelles de 0,01 euro de valeur nominale, au prix unitaire de 0,0601 euro, pour 1 droit préférentiel de souscription exercé

3.1.8 Notification aux souscripteurs

Les souscripteurs ayant passé des ordres de souscription à titre irréductible seront assurés, sous réserve de la réalisation effective de l'Augmentation de Capital, de recevoir le nombre d'Actions Nouvelles qu'ils auront souscrites.

3.1.9 Prix de souscription

Le prix de souscription sera de :

(i) en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées, 0,6067 euro par action, dont 0,01 euro de valeur nominale par action et 0,5967 euro de prime d'émission ;

(ii) en cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par au moins une des classes de parties affectées, 0,0601 euro par action, dont 0,01 euro de valeur nominale par action et 0,0501 euro de prime d'émission.

Lors de la souscription, le prix par action souscrite, représentant la totalité du nominal et de la prime d'émission, devra être intégralement libéré par versement en espèces ou, dans les conditions visées au paragraphe 3.1.10 ci-dessous, par compensation avec des créances liquides et exigibles de la Société.

Les souscriptions qui n'auront pas été intégralement libérées seront annulées de plein droit sans qu'il soit besoin de mise en demeure.

3.1.10 Garantie des Créanciers Non Sécurisés (« *backstop* »)

Chacun des Créanciers Non Sécurisés sera engagé, conformément au Plan de Sauvegarde Accélérée, à venir en garantie de l'Augmentation de Capital d'Apurement, par compensation de ses créances au nominal à concurrence de la partie de l'émission qui n'aurait pas été souscrite par les détenteurs de droits préférentiels de souscription à titre irréductible au prorata du montant en principal de Dette Non Sécurisée qu'il détiendra par rapport au montant total en principal de Dette Non Sécurisée de la Société et arrondi au nombre entier d'action immédiatement inférieur.

3.2 AUGMENTATION DE CAPITAL DU GROUPEMENT

Les caractéristiques de l'Augmentation de Capital du Groupement différeront en fonction du sens du vote sur le Plan de Sauvegarde Accélérée de la classe des actionnaires réunis en classe de parties affectées le 16 juin 2023.

Ainsi :

- En cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par la classe des actionnaires, et même si une ou plusieurs autres classe(s) de parties affectées vote(nt) défavorablement, l'Augmentation de Capital du Groupement consistera en une augmentation de capital réservée à personnes dénommées, au bénéfice des membres du Groupement (décrite au paragraphe 3.2.1 ci-dessous).
- En cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par la classe des actionnaires, et même si une ou plusieurs autres classe(s) de parties affectées vote(nt) favorablement (cas où une application forcée interclasses en application de l'article L. 626-32 du Code de commerce serait mise en œuvre à l'égard de la classe de partie affectée des actionnaires), l'Augmentation de Capital du Groupement consistera en une augmentation de capital réservée à personnes dénommées, au bénéfice des membres du Groupement, avec un droit de priorité de souscription à l'émission des Actions Nouvelles institué au bénéfice des Actionnaires Existants (voir le paragraphe 3.2.2 ci-dessous).

3.2.1 Approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par la classe des actionnaires : Augmentation de Capital du Groupement consistant en une augmentation de capital réservée à personnes dénommées, au bénéfice des membres du Groupement

3.2.1.1. Montant de l'émission

Le montant total de l'émission des Actions Nouvelles, prime d'émission incluse, s'élève à :

(i) en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées, 1 158 777 088 euros (dont 65 173 064,56 euros de nominal et 1 093 604 023,32 euros de prime d'émission) correspondant au produit du nombre d'Actions Nouvelles émises, soit 6 517 306 456 Actions Nouvelles, multiplié par le prix de souscription d'une Action Nouvelle, soit 0,1778 euro (constitué de 0,01 euro de nominal et 0,1678 euro de prime d'émission) ;

(ii) en cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par au moins une des classes de parties affectées (autre que la classe des actionnaires), 1 160 080 552 euros (dont 651 730 646,96 euros de nominal et 508 349 904,63 euros de prime d'émission) correspondant au produit du nombre d'Actions Nouvelles émises, soit 65 173 064 696 Actions Nouvelles, multiplié par le prix de souscription d'une Action Nouvelle, soit 0,0178 euro (constitué de 0,01 euro de nominal et 0,0078 euro de prime d'émission).

3.2.1.2. Calendrier indicatif

Le public sera informé, du calendrier indicatif au moyen d'un communiqué diffusé par la Société et mis en ligne sur son site Internet et d'un avis diffusé par Euronext. Le calendrier indicatif sera par ailleurs inclus dans le prospectus relatif à l'Augmentation de Capital du Groupement qui sera soumis à l'approbation de l'AMF.

3.2.1.3. Révocation/Suspension de l'opération

L'émission des Actions Nouvelles fait l'objet d'un engagement de souscription de la part du Groupement qui s'est engagé à souscrire à des Actions Nouvelles à hauteur de 100% de l'Augmentation de Capital du Groupement.

3.2.1.4. Réduction de la souscription

Non applicable.

3.2.1.5 Montant minimum et/ou maximum d'une souscription

Non applicable.

3.2.1.6. Révocation des ordres de souscription

Non applicable.

3.2.1.7. Engagement de souscription

Les membres du Groupement se sont engagés dans le cadre de l'Accord de *Lock-Up* et s'engageront au titre du Plan de Sauvegarde Accélérée à souscrire à l'Augmentation de Capital du Groupement (directement ou par une personne contrôlée par le membre du Groupement concerné, au sens de l'article L. 233-3, I du Code de commerce) dans les proportions et les montants suivants :

Nom du bénéficiaire	Montant nominal de la souscription		Montant total de la souscription (prime d'émission incluse)		Nombre d'actions nouvelles correspondant	
	En cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée de la Société par chacune des classes de parties affectées	En cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée de la Société par au moins une des classes de parties affectées	En cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée de la Société par chacune des classes de parties affectées	En cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée de la Société par au moins une des classes de parties affectées	En cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée de la Société par chacune des classes de parties affectées	En cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée de la Société par au moins une des classes de parties affectées
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	2 909 941 259	29 099 412 650
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	1 923 928 105	19 239 281 091
CNP Assurances	7 214 730,39 euros	72 147 304,09 euros	128 277 906,33 euros	128 422 201,28 euros	721 473 039	7 214 730 409
MACSF Epargne Retraite	9,619,640,53 euros	96 196 405,46 euros	171 037 208,62 euros	171 229 601,72 euros	961 964 053	9 619 640 546
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

Les montants de souscription des membres du Groupement seront le cas échéant réduits au prorata de leurs engagements respectifs en cas d'exercice du droit de priorité, dans les conditions décrites ci-dessous.

3.2.1.8. Prix de souscription des Actions Nouvelles

Le prix de souscription des Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital du Groupement est de :

- (i) en cas d'approbation du plan de sauvegarde accélérée de la Société par chacune des classes de parties affectées, 0,1778 euro par action soit 0,01 euro de valeur nominale et 0,1678 euro de prime d'émission par action nouvelle. Ce prix représente une décote de 92,0% par rapport au cours de clôture de l'action au 25 mai 2023 ; une décote de 93,2% par rapport à la moyenne pondérée du cours sur les trois derniers mois ; une décote de 95,0% par rapport à la moyenne pondérée du cours sur les six derniers mois et une décote de 97,7% par rapport à la moyenne pondérée du cours sur les douze derniers mois ;
- (ii) en cas de non-approbation du plan de sauvegarde accélérée de la Société par au moins une des classes de parties affectées, 0,0178 euro par action soit 0,01 euro de valeur nominale et 0,0078 euro de prime d'émission par action nouvelle. Ce prix représente une décote de 99,2% par rapport au cours de clôture de l'action au 25 mai 2023 ; une décote de 99,3% par rapport à la moyenne pondérée du cours sur les

trois derniers mois ; une décote de 99,5% par rapport à la moyenne pondérée du cours sur les six derniers mois et une décote de 99,8% par rapport à la moyenne pondérée du cours sur les douze derniers mois.

Lors de la souscription, le prix de souscription, représentant la totalité du nominal et de la prime d'émission, devra être intégralement libéré en numéraire.

3.2.2 Non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par la classe des actionnaires : Augmentation de Capital du Groupement consistant en une augmentation de capital réservée à personnes dénommées, au bénéfice des membres du Groupement, avec droit de priorité de souscription à l'émission des Actions Nouvelles des Actionnaires Existants

En cas de vote défavorable de la classe des actionnaires et où une application forcée interclasses en application de l'article L. 626-32 du Code de commerce serait décidée par le Tribunal de commerce spécialisé de Nanterre à l'égard de la classe des actionnaires, le jugement d'approbation du plan de sauvegarde du Tribunal de commerce spécialisé de Nanterre vaudra approbation des modifications statutaires qui y sont prévues et emportera délégation de pouvoirs au Conseil d'administration (avec faculté de sub-délégation dans les conditions légales et réglementaires applicables) aux fins de procéder à une augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription réservée aux membres du Groupement selon les caractéristiques décrites au paragraphe 3.2.1 ci-dessus, avec un droit de priorité de souscription offert aux Actionnaires Existants dans les conditions de l'article L. 22-10-51 du Code de commerce.

Ce droit de priorité présentera les caractéristiques suivantes :

- ce droit de priorité, non-négociable et non-cessible, sera exclusivement réservé aux Actionnaires Existants (c'est-à-dire aux actionnaires inscrits en compte avant l'Augmentation de Capital d'Apurement, à la Record Date Actionnaires Existants) ; afin de lever toute ambiguïté, les Créanciers Non Sécurisés dont les Dettes Non Sécurisées auraient fait l'objet d'une conversion en Actions lors de l'Augmentation de Capital d'Apurement ne bénéficieront pas de ce droit de priorité à raison des Actions souscrites dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement ;
- les Actionnaires Existants bénéficieront de ce droit de priorité sur la base du nombre d'Actions détenues par eux à la Record Date Actionnaires Existants, en y ajoutant, le cas échéant et sous réserve des conditions susvisées liées à la détention des Actions au nominatif pur, les Actions qu'ils auront pu souscrire dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement par l'exercice à titre irréductible des droits préférentiels de souscription détachés des Actions qu'ils détenaient à la Record Date Actionnaires Existants ;
- ce droit de priorité ne bénéficiera donc pas :
 - (i) aux actions de la Société qui seraient souscrites par des Actionnaires Existants au-delà de la quote-part du capital social qu'ils détiennent préalablement à la mise en œuvre de l'Augmentation de Capital d'Apurement (par exemple, en cas d'acquisition de droits préférentiels de souscription, et d'exercice de ces droits),
 - (ii) ni aux Actions Nouvelles qui seraient souscrites par des Actionnaires Existants qui auraient également la qualité de Créancier Non Sécurisé, à raison de la conversion de leurs Dettes Non Sécurisées dans le cadre de la réalisation de l'Augmentation de Capital d'Apurement ;
- en cas d'exercice du droit de priorité, les Actions Nouvelles seront souscrites au même prix que celles devant être souscrites par les membres du Groupement dans le cadre de l'Augmentation de Capital du Groupement ;
- aux fins de pouvoir tenir compte du nombre d'Actions éventuellement souscrites dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement par les Actionnaires Existants inscrits en compte à la Record Date Actionnaires Existants et de déterminer le nombre total d'Actions sur la base duquel le droit de priorité au titre de l'Augmentation de Capital du Groupement pourra être exercé, les Actionnaires Existants devront détenir leurs actions au nominatif pur, impliquant, pour les Actionnaires Existants détenant actuellement leurs Actions au porteur, de demander à leurs intermédiaires financiers de faire la demande d'inscription de

ces actions au nominatif pur dans des délais qui seront communiqués par la Société ultérieurement, et en toute hypothèse avant le lancement de l'Augmentation de Capital d'Apurement ;

- ce droit de priorité sera exerçable pendant une période d'au moins 3 jours ouvrés à compter de la mise en œuvre de la délégation relative à l'Augmentation de Capital du Groupement et ne sera pas cessible ;
- en pratique, ce droit de priorité bénéficiera uniquement aux Actionnaires Existants inscrits en compte à la Record Date Actionnaires Existants, qui sera également la date à laquelle les Actionnaires Existants inscrits en compte se verront attribuer les droits préférentiels de souscription qui leur permettront de souscrire à l'Augmentation de Capital d'Apurement ;
- il n'est pas prévu de souscription à titre réductible dans le cadre du droit de priorité. Les actionnaires ne pourront par conséquent pas souscrire au-delà du nombre d'actions auquel ils peuvent prétendre au titre de l'exercice du droit de priorité tel que décrit ci-avant ;
- si, pour chaque Actionnaire Existant, l'exercice de droit de priorité aboutit à un nombre d'actions autre qu'un nombre entier, alors le nombre maximum d'actions auquel cet Actionnaire Existant pourra souscrire sera arrondi au nombre entier inférieur, sans pouvoir toutefois être inférieur à 1 action ;
- le montant des souscriptions des membres du Groupement au titre de leurs engagements de souscription sera réduit à hauteur d'un montant égal au montant des souscriptions à l'augmentation de capital effectuées le cas échéant par les actionnaires exerçant leur droit de priorité selon les modalités décrites ci-dessus et ce, entre les membres du Groupement, au prorata de leurs engagements de souscription ;
- les Actions Nouvelles non-souscrites dans le cadre du délai de priorité par les actionnaires seront souscrites par le Groupement.

3.2.2.1. Modalités du droit de priorité des actionnaires dans le cadre de l'Augmentation de Capital du Groupement

Si un droit de priorité doit être institué conformément à ce qui a été présenté *supra*, celui-ci ne pourra être exercé par les actionnaires éligibles de la Société qu'à titre irréductible uniquement. Dans le cadre du droit de priorité, les actionnaires pourront souscrire à titre irréductible à hauteur de leur quote-part dans le capital de la Société à la Record Date Actionnaires Existants, augmentée, le cas échéant des actions souscrites à titre irréductible dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement, sous réserve de détenir ses actions au nominatif.

En pratique, chaque actionnaire pourra passer un ordre de souscription prioritaire à titre irréductible portant sur un nombre d'actions maximum correspondant à (i) le nombre d'actions à émettre dans le cadre de l'Augmentation de Capital du Groupement (soit 65 173 064 696) multiplié par (ii) le nombre d'actions de la Société qu'il détient à la Record Date Actionnaires Existants, augmenté le cas échéant du nombre d'actions souscrites à titre irréductible dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement (à condition de détenir ses actions au nominatif) et divisé par (iii) le nombre d'actions composant le capital social de la Société après la réalisation de l'Augmentation de Capital d'Apurement et avant le lancement de l'Augmentation de Capital du Groupement, soit 64 693 851 000 actions. Chacune de ces actions devrait être souscrite au prix de souscription de 0,0178 euro par action (prime d'émission incluse).

A titre d'exemple, un Actionnaire Existant détenant 100 actions de la Société à la Record Date Actionnaires Existants pourra passer un ordre de souscription prioritaire à titre irréductible portant sur un nombre maximum d'actions de : $65\,173\,064\,696 \times (100 / 64\,693\,851\,000) = 100$ actions. Sur la base du prix de souscription de 0,0178 euro par action (prime d'émission incluse), le prix de souscription total à payer par cet Actionnaire Existant pour souscrire 100 actions serait de 1,78 euro.

A titre d'exemple, un Actionnaire Existant détenant 100 actions de la Société à la Record Date Actionnaires Existants et ayant souscrit à titre irréductible à hauteur de l'intégralité de ses droits à des Actions Nouvelles lors de l'Augmentation de Capital d'Apurement (soit 99 900 actions) pourra passer un ordre de souscription prioritaire à titre irréductible portant sur un nombre maximum d'actions de : $65\,173\,064\,696 \times (100\,000 / 64\,693\,851\,000) = 100\,740$ actions. Sur la base du prix de souscription de 0,0178 euro par action (prime d'émission incluse), le prix de souscription total à payer par cet Actionnaire Existant pour souscrire 100 740 actions serait de 1 793,17 euros. Pour cet actionnaire, le coût total d'investissement pour maintenir son pourcentage de

participation inchangé à l'issue de l'Augmentation de Capital du Groupement (en incluant la participation à l'Augmentation de Capital d'Apurement) s'élèverait ainsi à près de 7 797,16 euros.

3.2.2.2. Offre

Les Actions Nouvelles non-souscrites dans le cadre du délai de priorité seront souscrites par le Groupement.

3.2.2.3. Révocation ou suspension de l'Offre

L'émission des Actions Nouvelles fait l'objet d'un engagement de souscription de la part des membres du Groupement qui se sont engagés à souscrire à des Actions Nouvelles à hauteur de 100% de l'Augmentation de Capital du Groupement. Les membres du Groupement souscriraient ainsi la partie de l'Augmentation de Capital du Groupement qui n'aurait pas été souscrite par les Actionnaires Existants dans le cadre du droit de priorité.

3.2.2.4. Réduction de la souscription

Les actionnaires de la Société bénéficient d'un délai de priorité à titre irréductible. Sous réserve de la règle d'arrondi du nombre d'Actions Nouvelles attribuées, leurs ordres ne pourront pas être réduits.

3.2.2.5. Montant minimum et/ou maximum de souscription

Il n'y a pas de minimum et/ou de maximum de souscription.

3.2.2.6. Révocation des ordres de souscription

Les ordres de souscription reçus dans le cadre du délai de priorité seront irrévocables.

3.2.2.7. Prix de Souscription

Le Prix de Souscription est de 0,0178 euro par action soit 0,01 euro de valeur nominale et 0,0078 euro de prime d'émission par action nouvelle. Ce prix représente une décote de 99,2% par rapport au cours de clôture de l'action au 25 mai 2023 ; une décote de 99,3% par rapport à la moyenne pondérée du cours sur les trois derniers mois ; une décote de 99,5% par rapport à la moyenne pondérée du cours sur les six derniers mois et une décote de 99,8% par rapport à la moyenne pondérée du cours sur les douze derniers mois.

Le prix de souscription à l'Augmentation de Capital du Groupement sera arrondi au centime d'euro supérieur.

3.2.2.8 Garantie

L'Augmentation de Capital du Groupement ne fait pas l'objet d'un contrat de garantie.

Les membres du Groupement se sont engagés dans le cadre de l'Accord de *Lock-Up* et s'engageront au titre du Plan de Sauvegarde Accélérée à souscrire à l'Augmentation de Capital du Groupement dans les proportions et les montants mentionnés au paragraphe 3.2.1.7 ci-dessus (sous réserve de ce qui est indiqué au paragraphe 3.2.2 en cas de vote défavorable de la classe des actionnaires et d'une application forcée interclasses en application de l'article L. 626-32 du Code de commerce décidée par le Tribunal de commerce spécialisé de Nanterre à l'égard de la classe des actionnaires)

3.3 AUGMENTATION DE CAPITAL AVEC MAINTIEN DU DPS

3.3.1 Conditions de l'émission des Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS

L'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS sera réalisée avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, à raison de :

(i) en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées, 7 Actions Nouvelles pour 31 actions existantes d'une valeur nominale de 0,01 euro chacune (compte tenu de la Première Réduction de Capital), au prix de 0,1335 euro par action (soit 0,01 euro de valeur nominale et 0,1235 euro de prime d'émission), sans qu'il ne soit tenu compte des fractions ;

(ii) en cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par au moins une des classes de parties affectées, 7 Actions Nouvelles pour 31 actions existante d'une valeur nominale de 0,01 euro chacune (compte tenu de la Première Réduction de Capital), au prix de 0,0133 euro par action (soit 0,01 euro de valeur nominale et 0,0033 euro de prime d'émission), sans qu'il ne soit tenu compte des fractions.

Chaque actionnaire recevra un droit préférentiel de souscription par action enregistrée comptablement sur son compte-titres à la journée comptable à l'issue de laquelle les droits préférentiels de souscription seront détachés des actions. Les droits préférentiels de souscription seront négociables.

31 droits préférentiels de souscription donneront droit de souscrire 7 Actions Nouvelles de 0,01 euro de valeur nominale.

Les droits préférentiels de souscription non exercés à la clôture de la période de souscription seront caducs de plein droit.

Les plans d'attributions gratuites d'actions dont les actions sont en période d'acquisition ne donneront pas lieu à l'attribution de droits préférentiels de souscription.

Suspension de la faculté d'exercice des options de souscription d'actions, actions de performance et actions attribuées gratuitement dans les conditions des plans de la Société actuellement en vigueur

La faculté d'exercice de l'ensemble des droits d'attribution attachés aux actions attribuées gratuitement dans les conditions des plans de la Société actuellement en vigueur sera suspendue conformément aux dispositions légales et réglementaires, aux stipulations des règlements des plans d'options de souscription d'actions, des plans d'attribution gratuite d'actions. Cette suspension fera l'objet d'une publication au Bulletin des Annonces légales obligatoires (BALO).

Suspension de la faculté d'exercice des obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles et/ou existantes

Il est précisé que les Dettes Non Sécurisées Convertibles ne donnent droit à des actions de la Société que dans les conditions prévues par le Plan de Sauvegarde Accélérée, et qu'à la suite de la mise en œuvre des opérations prévues par le Plan de Sauvegarde Accélérée, il n'existera plus de Dettes Non Sécurisées Convertibles (les créances de leurs porteurs étant réglées conformément à ce qui est décrit au paragraphe 3.1.10 du présent document).

Préservation des droits des bénéficiaires de plans d'attribution gratuite d'actions

Les droits des bénéficiaires d'attribution gratuite d'actions de tous les plans d'actions de performance seront préservés conformément aux dispositions légales et réglementaires et respectivement aux stipulations des règlements des plans d'attribution d'actions gratuites.

Préservation des droits des porteurs d'obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles et/ou existantes

Il est précisé que les Dettes Non Sécurisées Convertibles ne donnent droit à des actions de la Société que dans les conditions prévues par le Plan de Sauvegarde Accélérée, et qu'à la suite de la mise en œuvre des opérations prévues par le Plan de Sauvegarde Accélérée, il n'existera plus de Dettes Non Sécurisées Convertibles (les créances de leurs porteurs étant réglées conformément à ce qui est décrit au paragraphe 3.1.10 du présent document).

3.3.2 Montant de l'émission

En cas d'approbation du plan de sauvegarde accélérée de la Société par chacune des classes de parties affectées, le montant de l'émission des Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS s'élèvera à 391 485 912 euros.

En cas de non-approbation du plan de sauvegarde accélérée de la Société par au moins une des classes de parties affectées, le montant de l'émission des Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS s'élèvera à 390 019 673 euros.

Si les souscriptions à titre irréductible n'ont pas absorbé la totalité de l'émission, les actions non souscrites seront souscrites par les membres du SteerCo au titre de leur engagement de garantie (voir le paragraphe 3.3.11 ci-dessous).

3.3.3 Période et procédure de souscription

3.3.3.1 Période de souscription et de négociation des droits préférentiels de souscription

Les dates des périodes de souscription des actions et de négociation des droits préférentiels de souscription seront indiquées dans le prospectus relatif à l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS qui sera soumis à l'approbation de l'AMF.

Souscription à titre irréductible

La souscription des Actions Nouvelles est réservée, par préférence :

- aux porteurs d'actions existantes enregistrées comptablement sur leur compte-titres avant le détachement du droit préférentiel de souscription ;
- aux cessionnaires de droits préférentiels de souscription.

Les titulaires de droits préférentiels de souscription pourront souscrire à titre irréductible, à raison de 7 Actions Nouvelles pour 31 actions existantes possédées (31 droits préférentiels de souscription permettront de souscrire 7 Actions Nouvelles au prix total de 0,9345 euro en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées ou 0,0931 euros en cas de non approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par au moins une classe de parties affectées), sans qu'il soit tenu compte des fractions.

Les droits préférentiels de souscription ne pourront être exercés qu'à concurrence d'un nombre de droits préférentiels de souscription permettant la souscription d'un nombre entier d'Actions Nouvelles. Les actionnaires ou cessionnaires de droits préférentiel de souscription qui ne posséderaient pas, au titre de la souscription à titre irréductible, un nombre suffisant de droits préférentiels de souscription pour obtenir un nombre entier d'Actions Nouvelles, devront faire leur affaire de l'acquisition sur le marché du nombre de droits préférentiels de souscription nécessaires à la souscription d'un nombre entier d'Actions Nouvelles de la Société et pourront se réunir pour exercer leurs droits, sans qu'il puisse, de ce fait, en résulter une souscription indivise, la Société ne reconnaissant qu'un seul propriétaire pour chaque action.

Les droits préférentiels de souscription formant rompus pourront être cédés sur Euronext Paris pendant la période de négociation des droits préférentiels de souscription.

Souscription à titre réductible

En même temps qu'ils déposeront leurs souscriptions à titre irréductible, les actionnaires ou les cessionnaires de leurs droits préférentiels de souscription pourront souscrire à titre réductible le nombre d'Actions Nouvelles qu'ils

souhaiteront, en sus du nombre d'Actions Nouvelles résultant de l'exercice de leurs droits préférentiels de souscription à titre irréductible.

Les Actions Nouvelles éventuellement non absorbées par les souscriptions à titre irréductible seront réparties et attribuées aux souscripteurs à titre réductible. Les ordres de souscription à titre réductible seront servis dans la limite de leurs demandes et au prorata du nombre d'Actions existantes dont les droits auront été utilisés à l'appui de leur souscription à titre irréductible, sans qu'il puisse en résulter une attribution de fraction d'Actions Nouvelles.

Au cas où un même souscripteur présenterait plusieurs souscriptions distinctes, le nombre d'actions lui revenant à titre réductible ne sera calculé sur l'ensemble de ses droits préférentiels de souscription que s'il en fait expressément la demande spéciale par écrit, au plus tard le jour de la clôture de la souscription. Cette demande devra être jointe à l'une des souscriptions et donner toutes les indications utiles au regroupement des droits, en précisant le nombre de souscriptions établies ainsi que le ou les intermédiaires habilités auprès desquels ces souscriptions auront été déposées. Les souscriptions au nom de souscripteurs distincts ne peuvent être regroupées pour obtenir des actions à titre réductible.

Valeur théorique du droit préférentiel de souscription et de l'action – Décotes du prix de souscription des Actions Nouvelles par rapport au cours de bourse de l'action et par rapport à la valeur théorique de l'action ex-droit

Les informations sur la valeur théorique du droit préférentiel de souscription et de l'action ex-droit seront donnés dans le prospectus relatif à l'Augmentation de Capital avec Maintien du droit préférentiel de souscription afin de donner aux investisseurs l'information usuelle calculé sur la base du cours de clôture de l'action de la Société la veille de l'approbation du prospectus par l'Autorité des marchés financiers.

Même si ces valeurs ne préjugent ni de la valeur du droit préférentiel de souscription pendant la période de négociation des droits préférentiels de souscription ni de la valeur de l'action ex-droit, ni des décotes, telles qu'elles seront constatées sur le marché.

3.3.3.2 Procédure d'exercice du droit préférentiel de souscription

Les droits préférentiels de souscription seront négociables sur Euronext.

En cas de cession du droit préférentiel de souscription détaché d'une action existante, le cédant du droit préférentiel de souscription s'en trouvera dessaisi au profit du cessionnaire qui, pour l'exercice du droit préférentiel de souscription ainsi acquis, se trouvera purement et simplement substitué dans tous les droits et obligations du propriétaire de l'action existante.

Les droits préférentiels de souscription non exercés à la clôture de la période de souscription seront caducs de plein droit.

3.3.3.3 Droits préférentiels de souscription détachés des actions auto-détenues par la Société

En application de l'article L. 225-206 du Code de commerce, les droits préférentiels de souscription détachés des actions auto-détenues seront cédés en bourse conformément à la loi.

3.3.3.4 Calendrier

Le public sera informé du calendrier indicatif au moyen d'un communiqué diffusé par la Société et mis en ligne sur son site Internet et d'un avis diffusé par Euronext. Le calendrier indicatif sera par ailleurs inclus dans le prospectus relatif à l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS qui sera soumis à l'approbation de l'AMF.

3.3.4 Révocation / Suspension de l'offre

Les membres du SteerCo se sont engagés à garantir le solde de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS, selon les modalités décrites au paragraphe 3.3.10 ci-dessous.

3.3.5 Réduction de la souscription

L'émission des Actions Nouvelles est réalisée avec maintien du droit préférentiel de souscription. Les actionnaires pourront souscrire à titre irréductible à raison de 7 Actions Nouvelles pour 31 actions existantes, sans que leurs ordres puissent être réduits.

Les actionnaires pourront également souscrire à titre réductible (voir ci-dessus).

3.3.6 Engagement et intentions de souscription des principaux actionnaires de la Société ou des membres de ses organes d'administration ou de direction

Les membres du Groupement se sont engagés à souscrire à l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS en exerçant leurs droits préférentiels de souscription, à hauteur de (i) 1 471 649 823 actions nouvelles, soit 196 465 251 euros, en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées ou (ii) 14 716 498 468 actions nouvelles, soit 195 729 430 euros, en cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par au moins une des classes de parties affectées.

En outre, le Groupement a le droit, au titre de l'Accord de *Lock-Up*, de souscrire à titre réductible ou d'acheter des droits préférentiels de souscription sur le marché afin, le cas échéant, d'atteindre une détention de 50,185 % du capital de la Société.

3.3.7 Information pré-allocation

L'émission étant réalisée avec maintien du droit préférentiel de souscription à titre irréductible et réductible, les titulaires de droits préférentiels de souscription ainsi que les cessionnaires de ces droits, qui les auront exercés dans les conditions requises seront assurés de souscrire, sans possibilité de réduction :

(i) en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées, 7 Actions Nouvelles de 0,01 euro de valeur nominale, au prix unitaire de 0,1335 euro, par lot de 31 droits préférentiels de souscription exercés, ou

(ii) en cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par au moins une des classes de parties affectées, 7 Actions Nouvelles de 0,01 euro de valeur nominale, au prix unitaire de 0,0133 euro, par lot de 31 droits préférentiels de souscription exercés.

Les éventuelles demandes concomitantes de souscription d'Actions Nouvelles à titre réductible seront servies conformément au barème de répartition pour les souscriptions à titre réductible qui figurera dans un avis diffusé par Euronext Paris.

3.3.8 Notification aux souscripteurs

Les souscripteurs ayant passé des ordres de souscription à titre irréductible sont assurés, sous réserve de la réalisation effective de l'Augmentation de Capital, de recevoir le nombre d'Actions Nouvelles qu'ils auront souscrites.

Ceux ayant passé des ordres de souscription à titre réductible seront informés de leur allocation par leur intermédiaire financier. Un avis diffusé par Euronext Paris fera connaître, le cas échéant, le barème de répartition pour les souscriptions à titre réductible.

3.3.9 Prix de souscription

Le prix de souscription est de :

(i) en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées, 0,1335 euro par action nouvelle, soit 0,01 euro de valeur nominale (compte tenu de la Première Réduction de Capital) et 0,1235 euro de prime d'émission par action nouvelle ;

(ii) en cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par au moins une des classes de parties affectées, 0,0133 euro par action nouvelle, soit 0,01 euro de valeur nominale (compte tenu de la Première Réduction de Capital) et 0,0033 euro de prime d'émission par action nouvelle.

Lors de la souscription, le prix par action souscrite, représentant la totalité du nominal et de la prime d'émission, devra être intégralement libéré par versement en espèces.

Les souscriptions qui n'auront pas été intégralement libérées seront annulées de plein droit sans qu'il soit besoin de mise en demeure.

3.3.10 Garantie des membres du SteerCo (« *backstop* »)

Les membres du SteerCo (ou leurs affiliés dans les conditions de l'Accord de Lock-Up) se sont engagés à garantir le solde de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS (à l'exclusion de la quote-part de l'émission faisant l'objet d'un engagement de souscription de la part des membres du Groupement), au prorata de leur détention de la Dette Non Sécurisée au 31 janvier 2023, en souscrivant le nombre d'actions non souscrites sur exercice des droits préférentiels de souscription (*backstop*), jusqu'à (i) 1 460 828 915 actions nouvelles, soit 195 020 660 euros, en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées ou (ii) 14 608 288 947 actions nouvelles, soit 194 290 243 euros, en cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par au moins une des classes de parties affectées.

3.3.11 Attribution gratuite de bons de souscription d'actions en contrepartie des engagements des membres du Groupement et des membres du SteerCo

En contrepartie de leur engagement de souscription au titre de l'Augmentation de Capital du Groupement et de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS, les membres du Groupement se verront attribuer, par la Société, postérieurement à la réalisation de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS, des bons de souscription d'actions (les « **BSA Groupement** ») dont la contre valeur totale sera égale à 10% du montant total de leur engagement de souscription au titre de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS, donnant droit à leurs détenteurs de souscrire à des actions à une valeur nominale d'un centime d'euro (0,01€), représentant (i) 0,728% du capital social de la Société en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées ou (ii) 0,725% du capital de la Société en cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par au moins une des classes de parties affectées, sur une base entièrement diluée. Les BSA Groupement sont exerçables sur une durée de 6 mois à compter de la date de leur émission, à un prix d'exercice de 0,01 euro par action.

En outre, en contrepartie de leur engagement de garantie de l'Augmentation du Capital avec Maintien du DPS, les membres du SteerCo se verront attribuer par la Société, postérieurement à la réalisation de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS, des bons de souscription d'actions (les « **BSA SteerCo** » et, avec les BSA Groupement, les « **BSA** ») dont la contre valeur totale sera égale à 10% du montant de l'engagement de garantie (« *backstop* ») convenu au titre de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS, donnant droit à leurs détenteurs de souscrire à des actions à une valeur nominale d'un centime d'euro (0,01€), représentant (i) 0,722% du capital social de la Société en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées ou (ii) 0,720% du capital de la Société en cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par au moins une des classes de parties affectées, sur une base entièrement diluée. Les BSA SteerCo sont exerçables sur une durée de 6 mois à compter de la date de leur émission, à un prix d'exercice de 0,01 euro par action.

4. DILUTION

4.1 INCIDENCE THEORIQUE DE L'EMISSION DES ACTIONS NOUVELLES SUR LA QUOTE-PART DES CAPITAUX PROPRES

4.1.1 En cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées

A titre indicatif, l'incidence de l'émission des Actions Nouvelles sur la quote-part des capitaux propres consolidés par action (calculs effectués sur la base des capitaux propres consolidés tels qu'ils ressortent des comptes consolidés au 31 décembre 2022 et du nombre d'actions composant le capital social de la Société au 31 décembre 2022) est la suivante :

En euros	Quote-part des capitaux propres consolidés par action* (en euros) (calculs effectués au 31 décembre 2022)	
	Base non diluée	Base diluée ⁽¹⁾
Avant émission des 15 854 476 443 Actions Nouvelles dans le cadre des Augmentations de Capital	(23,2207)	(23,1034)
Après émission des 6 404 691 249 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement	0,3685	0,3685
Après émission des 6 404 691 249 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement et des 6 517 306 456 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital du Groupement	0,2728	0,2728
Après émission des 6 404 691 249 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement, des 6 517 306 456 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital du Groupement et des 2 932 478 738 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS	0,2471	0,2472

(*) La Première Réduction de Capital, préalable aux Augmentations de Capital étant motivée par des pertes, celle-ci n'a pas d'impact sur le montant des capitaux propres de la Société.

⁽¹⁾ Calculs effectués en prenant pour hypothèse l'émission du nombre maximal d'actions gratuites susceptibles d'être émises dans le cadre de plans d'attribution gratuite d'actions (actions gratuites attribuées non encore acquises au 31 décembre 2022), soit 311 626 actions

4.1.2 En cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par au moins une des classes de parties affectées

A titre indicatif, l'incidence de l'émission des Actions Nouvelles sur la quote-part des capitaux propres consolidés par action (calculs effectués sur la base des capitaux propres consolidés tels qu'ils ressortent des comptes consolidés au 31 décembre 2022 et du nombre d'actions composant le capital social de la Société au 31 décembre 2022) est la suivante :

En euros	Quote-part des capitaux propres consolidés par action* (en euros) (calculs effectués au 31 décembre 2022)	
	Base non diluée	Base diluée ⁽¹⁾
Avant émission des 159 127 009 260 Actions Nouvelles dans le cadre des Augmentations de Capital	(23,2207)	(23,1034)

Après émission des 64 629 157 149 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement	0,0369	0,0369
Après émission des 64 629 157 149 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement et des 65 173 064 696 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital du Groupement	0,0273	0,0273
Après émission des 64 629 157 149 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement, des 65 173 064 696 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital du Groupement et des 29 324 787 415 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS	0,0247	0,0247

(*) La Première Réduction de Capital, préalable aux Augmentations de Capital étant motivée par des pertes, celle-ci n'a pas d'impact sur le montant des capitaux propres de la Société.

⁽¹⁾ Calculs effectués en prenant pour hypothèse l'émission du nombre maximal d'actions gratuites susceptibles d'être émises dans le cadre de plans d'attribution gratuite d'actions (actions gratuites attribuées non encore acquises au 31 décembre 2022), soit 311 626 actions

4.2 INCIDENCE THEORIQUE DE L'EMISSION DES ACTIONS NOUVELLES SUR LA PARTICIPATION DES ACTIONNAIRES

4.2.1. En cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées, permettant la réalisation de l'Augmentation de Capital du Groupement sans droit de priorité des actionnaires existants

A titre indicatif, l'incidence de l'émission des Actions Nouvelles issues des Augmentations de Capital, en prenant en compte la participation d'un actionnaire détenant 1 % du capital social de la Société (soit 646 938 actions, sur la base du nombre d'actions composant le capital social de la Société au 30 avril 2023) préalablement à ces émissions (calculs effectués sur la base du nombre d'actions composant le capital social de la Société au 30 avril 2023) en fonction de sa participation aux Augmentations de Capital est la suivante :

Quote-part du capital (en%)		
Pas d'exercice de ses DPS par l'actionnaire	Exercice de ses DPS dans l'Augmentation de Capital d'Apurement, et pas d'exercice de ses DPS dans l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS (pas de possibilité de souscrire à l'Augmentation de Capital du Groupement, en l'absence de droit de priorité dans ce scénario) :	Exercice de ses DPS dans l'Augmentation de Capital d'Apurement, et exercice de ses DPS dans l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS (pas de possibilité de souscrire à l'Augmentation de Capital du Groupement, en l'absence de droit de priorité dans ce scénario) :
	64 046 862 Actions Nouvelles souscrites au total, pour un prix de souscription total de 38 857 231 euros (à comparer à une participation actuelle valorisée à 1 446 553 euros sur la base du cours de clôture au 25 mai 2023)	78 655 134 Actions Nouvelles souscrites au total, pour un prix de souscription total de 40 807 435 euros (à comparer à une participation actuelle valorisée à 1 446 553 euros sur la base du cours de clôture au 25 mai 2023)
Avant émission des 15 854 476 443 Actions Nouvelles dans le cadre des	1,000%	1,000%
		1,000%

Augmentations de Capital			
Après émission des 6 404 691 249 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement	0,0100%	1,000%	1,000%
Après émission des 6 404 691 249 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement et des 6 517 306 456 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital du Groupement	0,0050%	0,4982%	0,4982%
Après émission des 6 404 691 249 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement, des 6 517 306 456 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital du Groupement et des 2 932 478 738 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS	0,0041%	0,4064%	0,4982%

4.2.2. En cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par au moins une des classes de parties affectées, autre que la classe des actionnaires, permettant la réalisation de l'Augmentation de Capital du Groupement sans droit de priorité des actionnaires existants

A titre indicatif, l'incidence de l'émission des Actions Nouvelles issues des Augmentations de Capital, en prenant en compte la participation d'un actionnaire détenant 1 % du capital social de la Société (soit 646 938 actions, sur la base du nombre d'actions composant le capital social de la Société au 30 avril 2023) préalablement à ces émissions (calculs effectués sur la base du nombre d'actions composant le capital social de la Société au 30 avril 2023) en fonction de sa participation aux Augmentations de Capital est la suivante :

Quote-part du capital (en%)		
Pas d'exercice de ses DPS par l'actionnaire	Exercice de ses DPS dans l'Augmentation de Capital d'Apurement, et pas d'exercice de ses DPS dans l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS (pas de possibilité de souscrire à l'Augmentation de Capital du Groupement, en l'absence de droit de priorité dans ce scénario) :	Exercice de ses DPS dans l'Augmentation de Capital d'Apurement, et exercice de ses DPS dans l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS (pas de possibilité de souscrire à l'Augmentation de Capital du Groupement, en l'absence de droit de priorité dans ce scénario) :

		646 291 062 Actions Nouvelles souscrites au total, pour un prix de souscription total de 38 842 093 euros (à comparer à une participation actuelle valorisée à 1 446 553 euros sur la base du cours de clôture au 25 mai 2023)	792 373 831 Actions Nouvelles souscrites au total, pour un prix de souscription total de 40 784 994 euros (à comparer à une participation actuelle valorisée à 1 446 553 euros sur la base du cours de clôture au 25 mai 2023)
Avant émission des 159 127 009 260 Actions Nouvelles dans le cadre des Augmentations de Capital	1,000%	1,000%	1,000%
Après émission des 64 629 157 149 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement	0,0010%	1,000%	1,000%
Après émission des 64 629 157 149 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement et des 65 173 064 696 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital du Groupement	0,0005%	0,4982%	0,4982%
Après émission des 64 629 157 149 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement, des 65 173 064 696 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital du Groupement et des 29 324 787 415 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS	0,0004%	0,4064%	0,4982%

4.2.3 En cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par la classe des actionnaires et mise en œuvre d'une application forcée interclasse à l'égard de la classe des actionnaires décidée par le Tribunal de commerce, impliquant un droit de priorité ouvert aux Actionnaires Existants lors de l'Augmentation de Capital du Groupement

A titre indicatif, l'incidence de l'émission des Actions Nouvelles issues des Augmentations de Capital, en prenant en compte la participation d'un actionnaire détenant 1 % du capital social de la Société (soit 646 938 actions, sur la base du nombre d'actions composant le capital social de la Société au 30 avril 2023) préalablement à ces émissions (calculs effectués sur la base du nombre d'actions composant le capital social de la Société au 30 avril 2023) en fonction de sa participation aux Augmentations de Capital est la suivante :

Quote-part du capital (en%)				
Pas d'exercice de ses DPS et de son droit de priorité par l'actionnaire		Exercice de ses DPS dans l'Augmentation de Capital d'Apurement, pas d'exercice de son droit de priorité dans l'Augmentation de Capital du Groupement et pas d'exercice de ses DPS dans l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS :	Exercice de ses DPS dans l'Augmentation de Capital d'Apurement, exercice de son droit de priorité dans l'Augmentation de Capital du Groupement et pas d'exercice de ses DPS dans l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS :	Exercice de ses DPS dans l'Augmentation de Capital d'Apurement, exercice de son droit de priorité dans l'Augmentation de Capital du Groupement et exercice de ses DPS dans l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS :
		646 291 062 Actions Nouvelles souscrites au total, pour un prix de souscription total de 38 842 093 euros (à comparer à une participation actuelle valorisée à 1 446 553 euros sur la base du cours de clôture au 25 mai 2023)	1 298 021 150 Actions Nouvelles souscrites au total, pour un prix de souscription total de 50 442 888 euros (à comparer à une participation actuelle valorisée à 1 446 553 euros sur la base du cours de clôture au 25 mai 2023)	1 591 268 776 Actions Nouvelles souscrites au total, pour un prix de souscription total de 54 343 082 euros (à comparer à une participation actuelle valorisée à 1 446 553 euros sur la base du cours de clôture au 25 mai 2023)
Avant émission des 159 127 009 260 Actions Nouvelles dans le cadre des Augmentations de Capital	1,000%	1,000%	1,000%	1,000%
Après émission des 64 629 157 149 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement	0,0010%	1,000%	1,000%	1,000%
Après émission des 64 629 157 149 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement et des 65 173 064 696 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital du Groupement	0,0005%	0,4982%	1,000%	1,000%
Après émission des	0,0004%	0,4064%	0,8158%	1,000%

64 629 157 149 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital d'Apurement, des 65 173 064 696 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital du Groupement et des 29 324 787 415 Actions Nouvelles dans le cadre de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS				
---	--	--	--	--

4.3 INCIDENCE THEORIQUE DE L'EMISSION DES ACTIONS NOUVELLES SUR LA REPARTITION DU CAPITAL ET DES DROITS DE VOTE DE LA SOCIETE

Au 30 avril 2023, le capital social de la Société s'élève à 80 867 313,75 euros, divisé en 64 693 851 actions ordinaires entièrement souscrites et libérées d'une valeur nominale de 1,25 euro. A cette date, sur la base des informations portées à la connaissance de la Société, la répartition du capital social et des droits de vote était la suivante :

Actionnaires	% du capital	% des droits de vote exerçables
Association des actionnaires minoritaires d'ORPEA (A.D.A.M.O.)⁹	5,52%	5,24%
Concert'O¹⁰ <i>(Mat Immo Beaune et Nextstone Capital)</i>	5,52%	5,24%
Peugeot Invest Assets	5,04%	9,57%
Autodétention	0,12%	-

⁹ Sur la base de la déclaration de franchissement de seuils d'A.D.A.M.O. à l'Autorité des marchés financiers en date du 18 avril 2023 (222C0583), dans laquelle A.D.A.M.O. a indiqué avoir franchi les seuils de 5% du capital et des droits de vote de la société ORPEA et détenir, par assimilation, 3 570 733 actions ORPEA représentant autant de droits de vote, soit 5,52% du capital et 5,23% des droits de vote de la Société, précisant que « ce franchissement de seuils résulte du fait qu'environ 500 actionnaires d'ORPEA ont consenti à A.D.A.M.O la possibilité d'exercer librement les droits de vote attachés aux actions qu'ils détiennent, et ce sans instruction spécifique (article L 233-9 I, 8° du code de commerce), suite à la collecte, par ladite association, auprès de ses adhérents et de certains actionnaires d'ORPEA, de pouvoirs aux fins (i) de solliciter en justice, conformément à l'article L. 225-103 du code de commerce, la désignation d'un mandataire qui aura pour mission de convoquer une assemblée générale d'ORPEA et (ii) d'assurer l'exercice des droits de vote desdits actionnaires lors de l'assemblée générale qui sera ainsi convoquée. »

¹⁰ Sur la base de la déclaration de franchissement de seuils de Concert'O à l'Autorité des marchés financiers en date du 27 octobre 2022 (222C2415), dans laquelle le concert composé des sociétés Nextstone Capital et Mat Immo Beaune a déclaré avoir franchi en hausse, le 26 octobre 2022, le seuil de 5% du capital de la société ORPEA et détenir 3 570 621 actions ORPEA représentant autant de droits de vote, soit 5,52% du capital et 4,60% (correspondant désormais à 5,24% des droits de vote, sur la base du nombre de droits de vote exerçables au 30 avril 2023) des droits de vote de la Société. Dans cette déclaration, le concert a par ailleurs précisé détenir « (i) 996 256 actions ORPEA (prises en compte dans la détention par assimilation visée ci-dessus) résultant de la détention de 6 contrats « accumulateur » à dénouement physique et portant sur autant d'actions ORPEA, exerçables entre le 8 décembre 2022 et le 15 mars 2024, à des prix unitaires par action compris entre 13,03 € et 18,61 € (sur la base d'un delta de 1) ; et (ii) 508 120 actions ORPEA (prises en compte dans la détention par assimilation visée ci-dessus) résultant de la détention d'une position vendeuse au titre de 8 contrats « put » à dénouement physique et portant sur autant d'actions ORPEA, exerçables entre le 18 août 2023 et le 13 septembre 2024, à des prix unitaires par action compris entre 12,82 € et 19 € (sur la base d'un delta de 1) ».

Flottant	83,80%	79,95%
Total	100,00%	100,00%

Après réalisation des Augmentations de Capital, la répartition du capital social et des droits de vote serait celle présentée ci-après (en supposant qu'aucun Actionnaire Existant ne participe aux Augmentations de Capital) :

1. Simulation de la répartition du capital et des droits de vote d'ORPEA en cas d'approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par chacune des classes de parties affectées

Actionnaires	% du capital	% des droits de vote
<i>À l'issue de l'Augmentation de Capital d'Apurement</i>		
Groupement	0,03%	0,03%
dont :		
<i>Groupe CDC</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>
<i>incluant :</i>		
<i>CDC</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>
<i>CNP</i>	<i>0,02%</i>	<i>0,02%</i>
<i>MAIF</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>
<i>MACSF</i>	<i>0,01%</i>	<i>0,01%</i>
Périmètre CDC Assimilé*	1,54%	1,54%
Créanciers Non Sécurisés convertis	97,46%	97,40%
Autodétention	0,001%	-
Flottant	0,97%	1,02%
Total	100,00%	100,00%

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

Actionnaires	% du capital	% des droits de vote
<i>À l'issue de l'Augmentation de Capital du Groupement</i>		
Groupement	50,20%	50,19%
dont :		
<i>Groupe CDC</i>	<i>27,97%</i>	<i>27,97%</i>
<i>incluant :</i>		
<i>CDC</i>	<i>22,41%</i>	<i>22,40%</i>
<i>CNP</i>	<i>5,57%</i>	<i>5,56%</i>

MAIF	14,81%	14,81%
MACSF	7,41%	7,41%
Périmètre CDC Assimilé*	0,77%	0,77%
Créanciers Non Sécurisés convertis	48,55%	48,54%
Autodétention	0,001%	-
Flottant	0,48%	0,51%
Total	100,00%	100,00%

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

Actionnaires	% du capital	% des droits de vote
À l'issue de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS		
Groupement	50,20%	50,19%
dont :		
Groupe CDC	27,97%	27,97%
incluant :		
<i>CDC</i>	22,41%	22,40%
<i>CNP</i>	5,56%	5,56%
MAIF	14,81%	14,81%
MACSF	7,41%	7,41%
Périmètre CDC Assimilé*	0,63%	0,63%
Créanciers Non Sécurisés convertis	39,61%	39,60%
Autodétention	0,0005%	-
Flottant ¹¹	9,57%	9,59%
Total	100,00%	100,00%

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

Il est précisé qu'il n'est pas tenu compte de l'exercice (i) des droits préférentiels de souscription des entités du Périmètre CDC Affilié lors de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS, ni (ii) de l'ensemble des BSA (BSA Groupement et BSA SteerCo) (dans la mesure où cela ne modifierait pas la détention totale du Groupement).

¹¹ Dont (i) 0,39% détenus par les Actionnaires Existants (à l'exception des actions de la Société détenues par CNP et MACSF) en supposant que ces derniers ne souscriront à aucune des trois augmentations de capital et (ii) 9,18% détenus par les Créanciers Non Sécurisés convertis qui auraient souscrit à l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS (i.e. les membres du SteerCo en cas de mise en œuvre totale de leur engagement de garantie décrit ci-dessus).

2. Simulation de la répartition du capital et des droits de vote d'ORPEA en cas de non-approbation du Plan de Sauvegarde Accélérée par au moins une des classes de parties affectées

Actionnaires	% du capital	% des droits de vote
<i>À l'issue de l'Augmentation de Capital d'Apurement</i>		
Groupement	0,00%	0,00%
dont :		
<i>Groupe CDC</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>
<i>incluant :</i>		
<i>CDC</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>
<i>CNP</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>
<i>MAIF</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>
<i>MACSF</i>	<i>0,00%</i>	<i>0,00%</i>
Périmètre CDC Assimilé*	1,56%	1,56%
Créanciers Non Sécurisés convertis	98,34%	98,34%
Autodétention	0,0001%	-
Flottant	0,10%	0,10%
Total	100,00%	100,00%

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

Actionnaires	% du capital	% des droits de vote
<i>À l'issue de l'Augmentation de Capital du Groupement</i>		
Groupement	50,19%	50,18%
dont :		
<i>Groupe CDC</i>	<i>27,96%</i>	<i>27,96%</i>
<i>incluant :</i>		
<i>CDC</i>	<i>22,41%</i>	<i>22,41%</i>
<i>CNP</i>	<i>5,56%</i>	<i>5,56%</i>
<i>MAIF</i>	<i>14,81%</i>	<i>14,81%</i>
<i>MACSF</i>	<i>7,41%</i>	<i>7,41%</i>
Périmètre CDC Assimilé*	0,78%	0,78%
Créanciers Non Sécurisés convertis	48,99%	48,99%

Autodétention	0,0001%	-
Flottant	0,05%	0,05%
Total	100,00%	100,00%

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

Actionnaires	% du capital	% des droits de vote
<i>À l'issue de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS</i>		
Groupement	50,19%	50,18%
dont :		
<i>Groupe CDC</i>		
<i>incluant :</i>	27,96%	27,96%
<i>CDC</i>	22,41%	22,41%
<i>CNP</i>	5,56%	5,56%
<i>MAIF</i>	14,81%	14,81%
<i>MACSF</i>	7,41%	7,41%
Périmètre CDC Assimilé*	0,63%	0,63%
Créanciers Non Sécurisés convertis	39,97%	39,96%
Autodétention	0,00005%	-
Flottant ¹²	9,22%	9,22%
Total	100,00%	100,00%

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

Il est précisé qu'il n'est pas tenu compte de l'exercice (i) des droits préférentiels de souscription des entités du Périmètre CDC Affilié lors de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS, ni (ii) de l'ensemble des BSA (BSA Groupement et BSA SteerCo) (dans la mesure où cela ne modifierait pas la détention totale du Groupement).

¹² Dont (i) 0,04% détenus par les Actionnaires Existants (à l'exception des actions de la Société détenues par CNP et MACSF) en supposant que ces derniers ne souscriront à aucune des trois augmentations de capital et (ii) 9,18% détenus par les Créanciers Non Sécurisés convertis qui auraient souscrit à l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS (i.e. les membres du SteerCo en cas de mise en œuvre totale de leur engagement de garantie décrit ci-dessus).

Annexe – Rapport de l'expert indépendant



ATTESTATION D'ÉQUITE POUR LES
ACTIONNAIRES ACTUELS
CONCERNANT LE PROJET DE
RESTRUCTURATION FINANCIÈRE DE
LA SOCIÉTÉ ORPEA

Paris, le 24 mai 2023

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

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 apparaît 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 MARCHÉ.....	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 sécurisés¹, 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 événements 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 événement a entraîné plusieurs difficultés pour ORPEA, notamment la chute drastique de son cours de bourse², 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 immobiliers³. 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 1^{er} trimestre 2023 (Source : présentation au marché du 15 novembre 2022, p.79)

- La fragilité financière du Groupe compromettrait 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 1^{er} 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 2023-2024 et 2025 exposés ci-dessus.

Ce niveau d'endettement constitue le facteur déclencheur de la crise de liquidité alors que la rentabilité opérationnelle demeurerait 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 compromettrait 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 engendrerait 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 de déficits fiscaux imputables suffisants⁶.

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 deux⁸ :

- **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 Société⁹ ;**
 - > 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 apparaît 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, apparaît 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 propres¹⁰ 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 milliards¹².

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 : $0,065 / 6,5 \text{ milliards} = 1\%$; $0,065 / 64,7 \text{ milliards} = 0,1\%$

¹³ $3,82 / 6,4 = 0,60 \text{ €}$; $3,82 / 64,6 = 0,059 \text{ €}$

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 $23 \times 0,034 = 0,8$ € 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	FL FINANCE / AWYS	SODICA
Nov-20	OPAS-RO	PARTICIPATIONS 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 capital¹⁵ ;
- 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 Allemagne¹⁷.

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 mois¹⁸.

Les maisons de retraite médicalisées représentent 61% du chiffre d'affaires 2022 d'ORPEA, soit 2,9 milliards d'euros¹⁹.

Sur ce métier, ORPEA est l'un des trois acteurs majeurs dans les principaux pays où le Groupe exerce son activité²⁰.

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 ans²¹.

Les cliniques SMR et les cliniques de santé mentale représentent 36% du chiffre d'affaires 2022 d'ORPEA, soit 1,7 milliard d'euros²².

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'euros²³.

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 suivante²⁴ :

- 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.

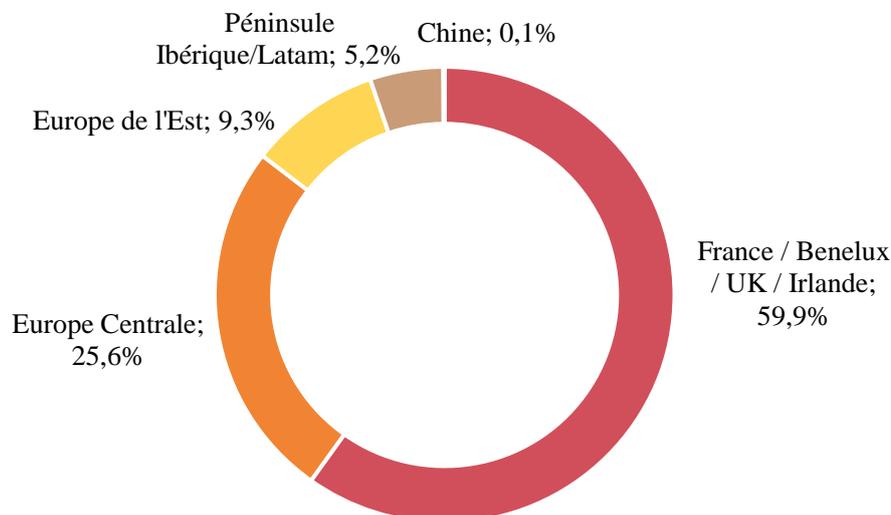
2.2 Exposition géographique

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'ORPEA²⁵ - 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 Slovaquie, 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 Chine²⁶.

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 Latine²⁷.

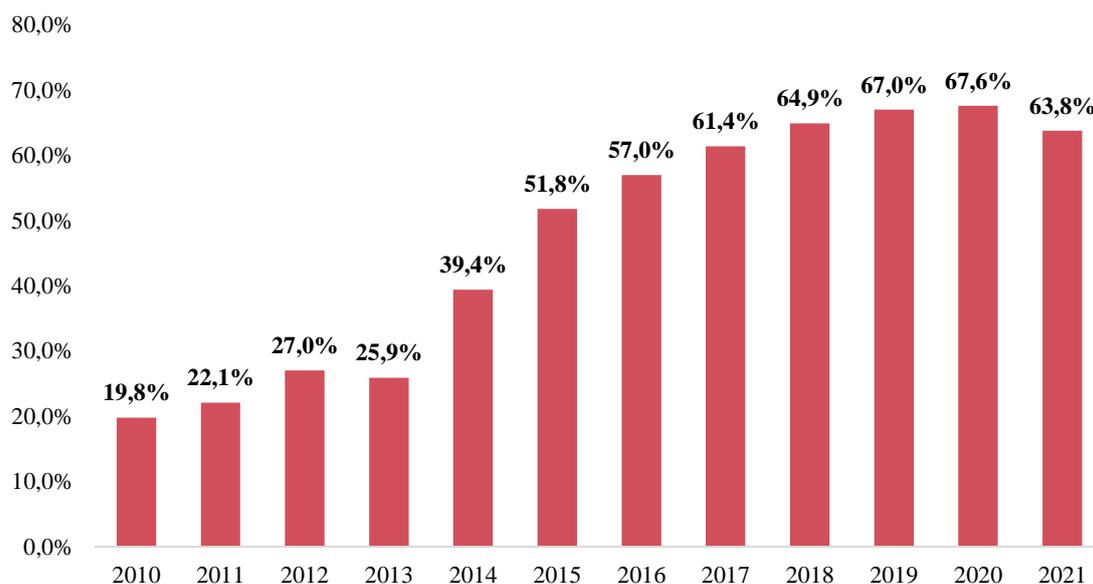
²⁵ Source : Comptes 2022

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

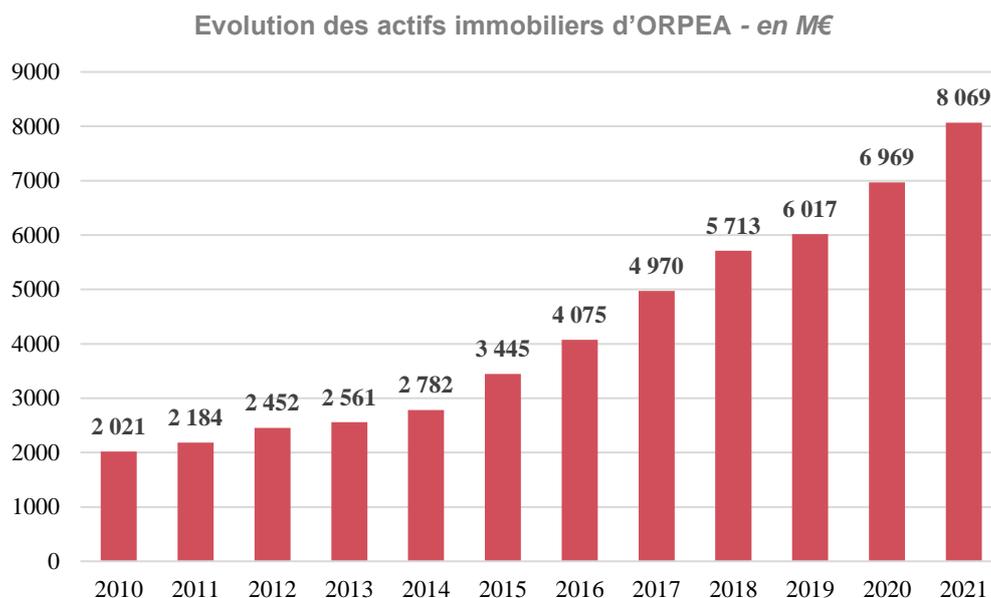
2.3 Stratégie immobilière

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'euros²⁸.

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



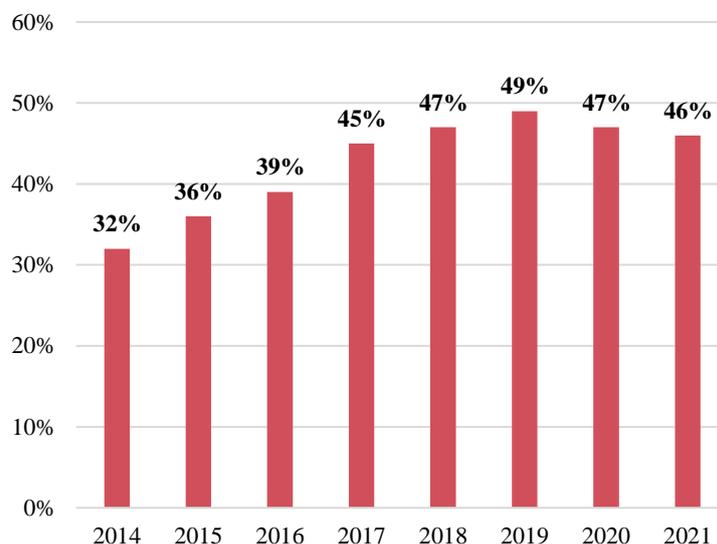
Source : Etude Xerfi – ORPEA, dynamique du groupe et de ses activités, environnement concurrentiel et perspectives stratégiques – août 2022 – p.25

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)

Evolution du taux de détention immobilier d'ORPEA - en %



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 suivants²⁹ :

- 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 attractives 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 lits³⁰ 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 Groupe³², la part du marché revenant aux acteurs privés à but lucratif varie entre 5% et 41% selon les pays et leur législation³³. L'Allemagne, la Belgique, l'Espagne et la France sont les pays où ces acteurs captent les parts de marché les plus significatives³⁴.

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 total³⁵. Cette part de marché dépasse les 60% en Allemagne³⁶

On dénombre près de 100 000 lits destinés à la **santé mentale** des patients en France³⁷. La part de marché³⁸ 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 médicaux⁴⁰.

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 lits⁴¹.

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 2021⁴³.

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 Korian⁴⁴.

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 lits⁴⁵.

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), Medioclin (8%) et Vamed (6%). La part de marché d'ORPEA sur ce segment est de 3%, correspondant à 3 000 lits⁴⁶.

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 lits⁴⁷.

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 2023⁴⁸, 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 commerciaux⁴⁹.

En ce qui concerne les **cliniques SMR**, leur chiffre d'affaires devrait augmenter de 2,5% en 2023⁵⁰. Cette dynamique positive s'explique par :

- des évolutions socio-démographiques (vieillesse 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 coûts⁵¹.

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 mentale⁵².

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 2030⁵³.

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 recrutement⁵⁴. 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'hébergement⁵⁵.

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 domicile⁵⁶. 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 établissement⁵⁷.

Enfin, la crise réputationnelle, affectant majoritairement les exploitants de maisons de retraite médicalisées⁵⁸, pourrait avoir des effets négatifs sur l'activité des exploitants à moyen terme⁵⁹.

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
<i>Croissance en %</i>	<i>n.a.</i>	9,4%	4,9%	9,6%	8,9%
EBITDAR	n.a.	983	963	1 070	780
<i>En % du CA</i>	<i>n.a.</i>	26,3%	24,6%	24,9%	16,7%
EBITDA	604	949	926	1 041	756
<i>En % du CA</i>	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)
<i>En % du CA</i>	12,5%	13,5%	10,8%	9,2%	(1,0%)
Résultat opérationnel	446	541	467	355	(4 272)
<i>En % du CA</i>	13,0%	14,5%	11,9%	8,3%	(91,3%)
Résultat financier	(136)	(215)	(257)	(249)	(319)
<i>En % du CA</i>	(4,0%)	(5,7%)	(6,5%)	(5,8%)	(6,8%)
Résultat avant impôt	309	326	210	106	(4 591)
<i>En % du CA</i>	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)
<i>En % du CA</i>	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).

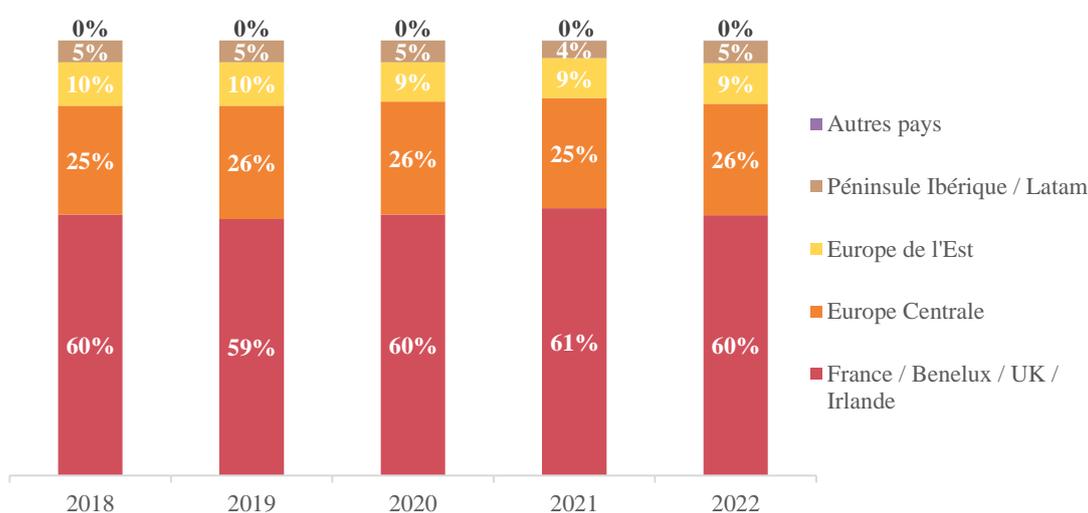
Le taux de croissance annuel du chiffre d'affaires consolidé d'ORPEA est relativement stable sur la période 2019-2022, à l'exception de l'exercice 2020, marqué par la crise de la Covid-19.

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
<i>dont dette financière</i>	8 862	9 615
<i>dont trésorerie et équivalents de trésorerie</i>	(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
<ul style="list-style-type: none">✓ ORPEA est un acteur majeur français et européen sur un secteur oligopolistique contenant de fortes barrières à l'entrée.✓ Le Groupe dispose d'un patrimoine immobilier important.	<ul style="list-style-type: none">✓ Le Groupe a enregistré une dégradation de ses marges en raison notamment du contexte inflationniste actuel.✓ Son image est affectée par la crise que le Groupe connaît depuis début 2022.✓ Le Groupe n'a pas retrouvé le niveau d'occupation pré-crise de ses maisons de retraite en France.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none">✓ Le vieillissement croissant de la population, en particulier en Europe, pourrait entraîner un accroissement de la demande pour l'ensemble des activités d'ORPEA.✓ L'exécution du Plan de refondation pourrait permettre une amélioration substantielle des résultats du Groupe.	<ul style="list-style-type: none">✓ Le modèle de l'EHPAD pourrait être en partie remis en cause avec l'évolution des attentes des patients (retour au vieillissement à domicile).✓ 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 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'affaires⁶⁵. 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'euros⁶⁶.

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 Capex⁶⁷.

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 compromettrait 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 Capex⁶⁸. 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 2025⁶⁹.

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 2025⁷⁰, 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 achats⁷¹.

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 développement⁷².

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'affaires⁷³.

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 activités⁷⁴, 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 :

$K_{FP} = R_f + \beta \times \text{prime de risque moyenne du marché action} + \text{prime de risque éventuelle}$

Avec :

K_{FP}	<i>Coût des fonds propres</i>
R_f	<i>Taux sans risque</i>
β	<i>Bêta des actions du Groupe (en l'absence d'endettement)</i>
Prime de risque moyenne du marché	<i>Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché actions dans son ensemble et le taux sans risque</i>
Prime de risque éventuelle	<i>Elle peut correspondre par exemple à une prime de taille et / ou à une prime de risque pays</i>

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 2023⁷⁶.

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 $3,3\% + 0,6 \times 5,75\% = 6,75\%$.

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
 (France)	<ul style="list-style-type: none"> 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. CA 2022 par segment : Soins de longue durée (65%), Santé (24%), Domiciles (11%) CA par géographie : France (46%), Allemagne (24%), Benelux (12%), Italie (12%), Pays-Bas (2%), Espagne (2%), Royaume-Uni (1%)
 (France)	<ul style="list-style-type: none"> Exploitant d'Ehpad et de structures de santé. CA 2022 par segment : exploitation d'établissements médico-sociaux et sanitaires (92%), promotion immobilière 8%. CA par géographie : France (95%), Belgique (5%), Autres (1%)
Attendo  (Suède)	<ul style="list-style-type: none"> 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). CA par géographie : Finlande (55%), Suède (46%)
 (Suède)	<ul style="list-style-type: none"> Entreprise de soins offrant des services d'hébergement spécialisés. 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 service⁸¹ 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 inférieure⁸².

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.

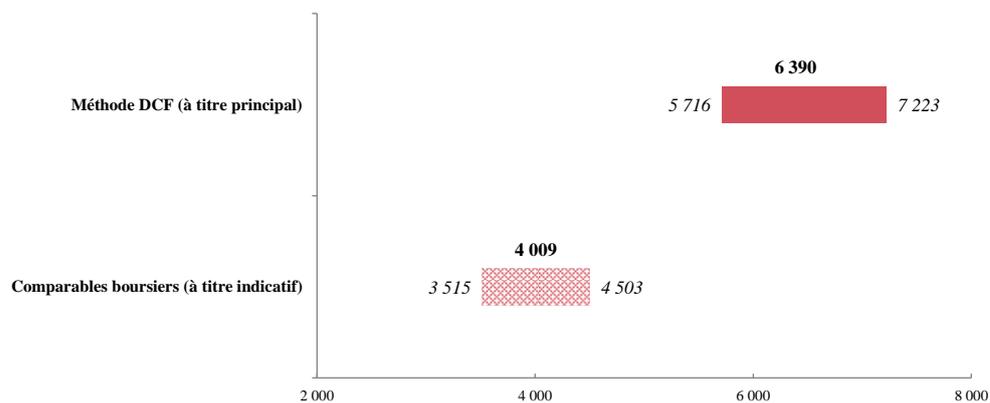
L'application des multiples de Korian aux agrégats du Groupe en 2023 et 2024 conduit à une Valeur d'Entreprise du Groupe comprise **entre 3 754 M€ et 4 411 M€**.

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
Dettes financières nettes	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 sécurisés, 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 (y.c. effet dilutif des BSA)	Vote favorable	16,1	16,1	16,1
	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.

Données en milliards d'euros (sauf mention contraire)	Vote favorable de l'ensemble des classes			Application forcée interclasse		
	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 $23 \times 0,06 = \sim 1,3$ € 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).

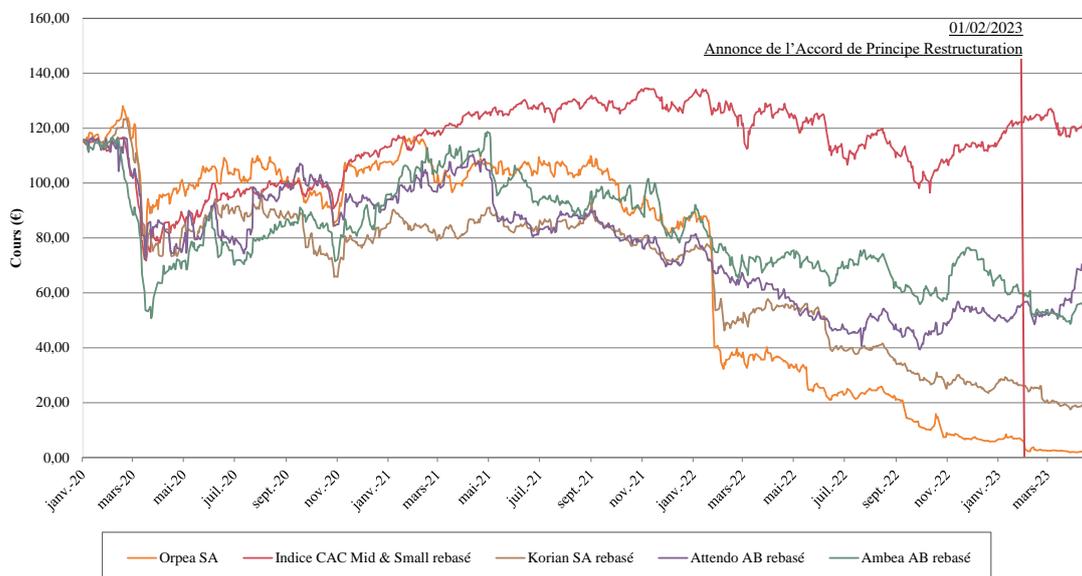
7. Analyse de certaines références de valeur

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 :

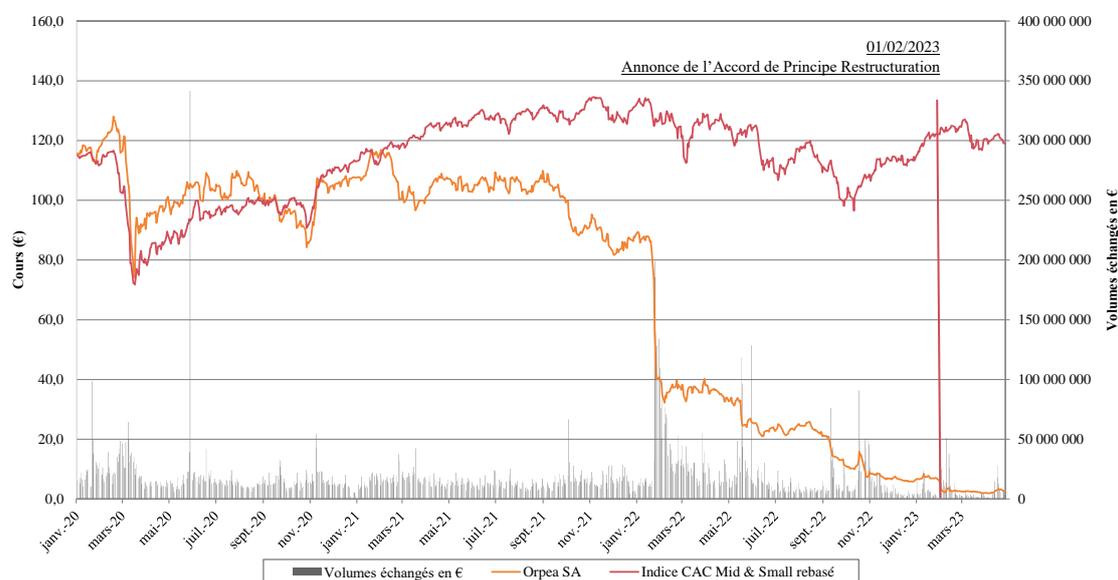
- nous constatons que la crise sanitaire de la Covid-19, qui a débuté en mars 2020, a impacté les cours de bourse de l'ensemble des acteurs du secteur. Ambea est le plus touché avec une diminution de son cours de -57% entre le 2 janvier et le 23 mars 2020. ORPEA a vu son cours baisser de -23% sur la 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 Fossoyeurs⁸³. 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 trimestre⁸⁴.

- 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 conciliation⁸⁵.
- 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 1^{er} 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 2023⁸⁷.

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 consolidés⁸⁸.

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 informations 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'accroître 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 accroître 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 sauvegarde⁸⁹;**
- **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 Bompont

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, Bloomberg, S&P Capital IQ
Informations financières des sociétés comparables	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



Monsieur Guillaume Pepy
Président du Conseil d'administration
ORPEA
12, rue Jean Jaurès
92813 Puteaux Cedex

Paris, le 8 mars 2023

Ref : 23/79/LMN/FMBD

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 1^{er} 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

de créanciers financiers non sécurisés, représentant ensemble environ 50% de la dette financière non sécurisée¹.

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 Société².

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 Évaluateurs).

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), agrégé 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 Evalueurs). 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 Evalueurs), 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 difficultés⁴.

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 1^{er} 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 1^{er} 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 financière⁵, l'approche générale consistera, en fonction des informations effectivement disponibles, à :

- Apprécier la valeur de l'action ORPEA en l'absence de mise en œuvre du plan de restructuration 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 différenciant 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 pourrions 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

À 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 événements les ayant affectés ces dernières années (crise Covid, inflation des coûts, 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

