



Ledouble

ORPEA

12, rue Jean Jaurès
92813 Puteaux Cedex

ORDONNANCE DU 22 MAI 2023 DU JUGE
AU TRIBUNAL DE COMMERCE DE NANTERRE,
JUGE COMMISSAIRE À LA SAUVEGARDE ACCÉLÉRÉE

RAPPORT DE VALORISATION DÉFINITIF
CONTINUITÉ D'EXPLOITATION

JUIN 2023

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail info@ledouble.fr

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes

Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris

Société par actions simplifiée au capital de 438 360 €

RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



| | | |
|-----------|--|-----------|
| 1. | <u>INTRODUCTION</u> | 7 |
| 1.1. | Rappel du contexte | 7 |
| 1.2. | Cadre de l'intervention de Ledouble | 11 |
| 1.3. | Indépendance de Ledouble | 13 |
| 1.4. | Diligences effectuées | 14 |
| 1.5. | Affirmations obtenues et limites de la Mission | 15 |
| 1.6. | Plan du rapport | 15 |
| 1.7. | Conventions de présentation | 16 |
| 2. | <u>CONTEXTE DE LA RESTRUCTURATION</u> | 17 |
| 2.1. | Capital social de la Société | 17 |
| 2.2. | Actionnariat de la Société | 17 |
| 2.3. | Instruments donnant accès au capital | 18 |
| 2.4. | Structure d'endettement du Groupe | 19 |
| 2.5. | Covenants bancaires | 19 |
| 2.6. | Revue des difficultés financières actuelles du Groupe | 20 |
| 2.7. | Analyse de la Restructuration dans le cadre de la Mission | 27 |
| 3. | <u>ACTIVITÉS, ENVIRONNEMENT ET PERFORMANCES D'ORPEA</u> | 28 |
| 3.1. | Caractéristiques sectorielles | 28 |
| 3.2. | Positionnement d'Orpea | 29 |
| 3.3. | Principaux faits marquants survenus en France depuis début 2022 | 31 |
| 3.4. | Analyse historique des performances d'Orpea | 34 |
| 3.5. | Analyse des prévisions d'Orpea | 45 |
| 4. | <u>ÉVALUATION MULTICRITÈRE DANS UNE PERSPECTIVE DE CONTINUITÉ D'EXPLOITATION</u> | 53 |
| 4.1. | Caractéristiques comptables et financières | 53 |
| 4.2. | Méthodes d'évaluation écartées | 54 |
| 4.3. | Références boursières | 55 |
| 4.4. | Valorisation du Groupe en continuité d'exploitation à périmètre constant | 63 |
| 4.5. | Valorisation du Groupe en continuité d'exploitation avec une évolution du périmètre actuel | 74 |
| 4.6. | Valorisation du Périmètre Sûreté G6 | 80 |
| 4.7. | Valorisation du Groupe induite par la valeur de marché des titres Orpea | 83 |
| 4.8. | Actif Net Comptable Corrigé | 84 |
| 5. | <u>SYNTHÈSE DES VALEURS D'ORPEA EN CONTINUITÉ D'EXPLOITATION</u> | 86 |
| 5.1. | Contexte de notre intervention | 86 |
| 5.2. | Hypothèses retenues | 86 |
| 5.3. | Synthèse des valeurs | 87 |
| | <u>ANNEXES</u> | 90 |

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

| | |
|------------------------------------|--|
| Accord de Lock-Up | Accord conclu le 14 février 2023 entre la Société, le Groupement et le SteerCo |
| Accord de Principe | Accord de principe conclu le 12 mai 2022 entre Orpea et ses principaux partenaires bancaires |
| Accord de Principe Restructuration | Accord de principe conclu le 3 février 2023 entre Orpea, le Groupement et le SteerCo |
| Accord d'Étape | Accord de principe convenu le 8 mars 2023 entre Orpea, Niort 94, Niort 95 et le G6 et conclu le 16 mars 2023 |
| Action(s) | Action(s) d'Orpea SA |
| Administrateurs judiciaires | SELARL FHB, prise en la personne de Maître Hélène Bourbouloux et AJ RS prise en la personne de Maître Thibaut Martinat |
| Ajustements Comptables | Ajustements comptables sur la Valeur d'Entreprise du Groupe |
| ANC | Actif net comptable |
| ANCC | Actif net comptable corrigé |
| ANR NDV | Actif net réévalué de liquidation (<i>Net Disposal Value</i>) |
| Asset heavy | Stratégie de détention en propre des actifs immobiliers |
| Asset light | Stratégie de cession des actifs immobiliers suivie de leur location |
| Activités non françaises Clinéa | Filiales étrangères de Clinéa |
| Autres Activités Françaises | Activités françaises du Groupe hors Clinéa et Orpea France |
| Autres Filiales | Filiales étrangères de CEECSH |
| Bp | Point(s) de base |
| BFR | Besoin en fonds de roulement |
| BSA | Bons de souscription d'actions |
| CA | Chiffre d'affaires |
| Capex | <i>Capital expenditures</i> |
| Clinéa | Activités françaises de l'entité juridique Clinéa SAS |
| CDC | Caisse des Dépôts et Consignations |
| CNSA | Caisse nationale de solidarité pour l'autonomie |
| Comparables Boursiers | Panel de sociétés constitué pour l'évaluation analogique du Groupe par les multiples boursiers |
| Conciliateur | SELARL FHB, prise en la personne de Maître Hélène Bourbouloux |
| Conseil d'Administration | Conseil d'administration d'Orpea |
| Conseils | Conseils juridiques et financiers d'Orpea |
| Conseils financiers | Advancy, Eight Advisory, Grant Thornton, Perella Weinberg Partners, Rothschild & Co |
| Conseils juridiques | Bredin Prat, White & Case LLP |

| | |
|-------------------------|---|
| CMPV | Cours moyen(s) pondéré(s) par les volumes |
| CVAE | Cotisation sur la valeur ajoutée |
| D&A | <i>Depreciation and amortization</i> |
| DCF | <i>Discounted Cash Flow</i> |
| DDR | Document de référence |
| DEU | Document d'enregistrement universel |
| Direction | Management de la Société |
| EBIT | <i>Earnings Before Interests and Taxes</i> |
| EBITDA | <i>Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization</i> |
| EBITDAR | <i>Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation, Amortization and Rents</i> |
| EHPAD | Établissement(s) d'hébergement pour personnes âgées dépendantes |
| Établissements de soins | Maisons de retraite et cliniques |
| Évaluation Multicritère | Évaluation multicritère du Groupe |
| Experts Immobiliers | JLL, Cushman & Wakefield, CBRE |
| Extrapolation | Extension du Plan d'Affaires sur la Période d'Extrapolation |
| g | Taux de croissance perpétuelle |
| G6 | BNP Paribas, Groupe BPCE, Groupe Crédit Agricole, Groupe Crédit Mutuel Alliance Fédérale, La Banque Postale, Société Générale |
| Groupe | Périmètre consolidé d'Orpea |
| Groupement | CDC, CNP Assurances, MAIF et MACSF |
| IAS | <i>International Accounting Standards</i> |
| IDA | Impôt différé actif |
| IDP | Impôt différé passif |
| IFRS | <i>International Financial Reporting Standards</i> |
| IGAS | Inspection générale des affaires sociales |
| IGF | Inspection générale des finances |
| IT | <i>Information Technology</i> |
| Latam | <i>Latin America</i> |
| Ledouble | Ledouble SAS |
| MEE | Sociétés mises en équivalence |
| Mission | Expertise financière indépendante de Ledouble |
| n.d. | Non déterminé |
| OAT | Obligation(s) Assimilable(s) du Trésor |
| OCEANE | Obligation(s) à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes |
| OpCo | Activités opérationnelles |

| | |
|--|--|
| ORNANE | Obligations remboursables en numéraire et en actions nouvelles et existantes |
| Orpea France | Activités françaises de l'entité Orpea SA |
| Parties Affectées | Créanciers et détenteurs de capital de la Société en application de l'article L. 626-30 I du Code de commerce |
| Périmètre Cédé | Pays concernés par une restructuration ou susceptibles d'être cédés |
| Périmètre en Développement | Périmètre du Groupe correspondant aux projets d'ouvertures d'établissements |
| Périmètre Existant | Périmètre du Groupe dans sa configuration actuelle |
| Périmètre France | Activités françaises du Groupe |
| Périmètre Stratégique | Pays dans lesquels le Groupe souhaite maintenir sa présence |
| Périmètre Sûreté G6 | Périmètre des sûretés liées au financement de juin 2022 |
| Période d'Extrapolation | Période d'extension des prévisions du Plan d'Affaires et du Plan d'Affaires Actualisé (2026-2028) |
| Période Explicite | Période explicite des prévisions du Plan d'Affaires et du Plan d'Affaires Actualisé (2022-2025) |
| Plan d'Affaires | Plan d'affaires établi en novembre 2022 sur le périmètre du Groupe |
| Plan d'Affaires Actualisé | Plan d'affaires actualisé établi en mai 2023 sur le périmètre du Groupe |
| Plan d'Affaires Actualisé après Cessions | Plan d'Affaires Actualisé après prise en compte du programme de cessions immobilières |
| Plan d'Affaires Actualisé avant Cessions | Plan d'Affaires Actualisé avant prise en compte du programme de cessions immobilières |
| Plan de la Refondation | Plan de transformation présenté dans le communiqué de presse du 15 novembre 2022 |
| Prêteurs | Membres du G6 |
| PropCo | Activités immobilières |
| Protocole | Protocole de conciliation du 3 juin 2022 |
| Rapport Décembre | Rapport d'expertise financière indépendante établi par Ledouble le 22 décembre 2022 |
| Rapport Complémentaire | Rapport d'expertise financière indépendante établi par Ledouble le 17 janvier 2023 |
| Rapport Définitif Analyse du Plan de Restructuration | Rapport d'expertise financière indépendante portant sur l'analyse du plan de restructuration établi par Ledouble le 22 juin 2023 |
| Rapport Définitif Continuité d'Exploitation | Rapport d'expertise financière indépendante relatif à la valorisation en continuité d'exploitation établi par Ledouble le 22 juin 2023 |
| Rapport Définitif Situation Liquidative | Rapport d'expertise financière indépendante relatif à la valorisation en situation liquidative établi par Ledouble le 22 juin 2023 |

| | |
|---|--|
| Rapports Définitifs | Rapports d'expertise financière indépendante établis par Ledouble le 22 juin 2023 |
| Rapport Mars Analyse du Plan de Restructuration | Rapport d'expertise financière indépendante portant sur l'analyse du plan de restructuration établi par Ledouble le 9 mars 2023 |
| Rapport Mars Continuité d'Exploitation | Rapport d'expertise financière indépendante relatif à la valorisation en continuité d'exploitation établi par Ledouble le 9 mars 2023 |
| Rapport Mars Situation Liquidative | Rapport d'expertise financière indépendante relatif à la valorisation en situation liquidative établi par Ledouble le 9 mars 2023 |
| Rapports Mars | Rapports d'expertise financière indépendante établis par Ledouble le 9 mars 2023 |
| Restructuration | Restructuration financière d'Orpea |
| RFS | Rapport financier semestriel |
| S1 / S2 | Premier semestre / Deuxième semestre |
| Schuldschein | <i>Schuldscheindarlehen (SSD) et Namensschuldverschreibung (NSV)</i> |
| SMR | Soins médicaux et de réadaptation |
| Société | Orpea SA / Orpea |
| SOTP | <i>Sum of the parts</i> |
| SSR | Soins de suite et de réadaptation |
| SteerCo | Anchorage Capital Group, Boussard & Gavaudan Investment Management, Carmignac Gestion, Carmignac Gestion Luxembourg, Eiffel Investment Group et Schelcher Prince Gestion |
| Transactions Comparables | Panel d'opérations constitué pour l'évaluation analogique du Groupe par les multiples transactionnels |
| UGT | Unité(s) génératrice(s) de trésorerie |
| VE | Valeur d'Entreprise |

1. Introduction

1.1. Rappel du contexte

Confrontée à des besoins de financement, la société Orpea SA (la « **Société** » ou « **Orpea** »), holding opérationnelle du groupe Orpea (le « **Groupe** »), a engagé plusieurs démarches auprès du Tribunal de commerce de Nanterre :

- Le **12 mai 2022**, un accord de principe a été signé avec ses principaux partenaires bancaires¹ (le « **G6** » ou les « **Prêteurs** ») pour assurer le financement du Groupe au moyen d'un crédit syndiqué à hauteur de 1.729 M€ (l' « **Accord de Principe** »).
- Par jugement du **10 juin 2022**, le Tribunal de commerce de Nanterre a homologué le protocole de conciliation pour mettre en œuvre les financements bancaires entérinant l'Accord de Principe susmentionné (le « **Protocole**² »).
- Le **25 octobre 2022**, aux termes d'une ordonnance rendue par Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Nanterre, telle qu'annoncée par un communiqué de presse du 26 octobre 2022³, la Société a été autorisée à ouvrir une procédure de conciliation d'une durée de quatre mois, au titre de laquelle a été désignée, en qualité de conciliateur, la SELARL FHB, prise en la personne de Maître Hélène Bourbouloux, domiciliée 176, avenue Charles de Gaulle, à Neuilly-sur-Seine (92200) (le « **Conciliateur** »), avec pour mission d'assister la Société :
 - « dans ses discussions avec ses principaux partenaires et créanciers financiers, notamment les principaux groupes bancaires concernés ;
 - dans ses discussions et négociations avec ses principaux actionnaires aux fins de renforcer ses fonds propres ;
 - dans la rédaction d'un ou plusieurs protocoles d'accord et des actes qui consacreront les solutions adoptées ; et
 - plus généralement, dans la recherche de toute solution et la conclusion de tout accord avec ses actionnaires, ses créanciers, ses cocontractants et tout tiers intéressé, de nature à assurer la pérennité de son activité et le maintien de l'emploi. »

Cette procédure de conciliation visait uniquement la restructuration de la dette financière de l'entité juridique Orpea, ainsi que ses éventuelles créances publiques et/ou sociales, de sorte que les créanciers opérationnels de la Société, tels que ses fournisseurs et prestataires divers, n'étaient pas concernés par les négociations des opérations de restructuration menées sous l'égide du Conciliateur.

¹ BNP Paribas, Groupe BPCE, Groupe Crédit Agricole, Groupe Crédit Mutuel Alliance Fédérale, La Banque Postale et Société Générale.

² Protocole d'accord conclu entre Orpea, CEECSH, Luxco et Clinéa et les membres du G6.

³ « Ouverture d'une procédure amiable de conciliation au bénéfice d'ORPEA S.A. visant à la renégociation de sa dette avec ses créanciers financiers », [26 octobre 2022](#).

- Le **15 novembre 2022**, la Société a annoncé, par un communiqué de presse⁴, un plan de transformation (le « **Plan de la Refondation** ») sur son périmètre consolidé, faisant état, face à un risque de manque de liquidité et conformément aux annonces faites dans le communiqué de presse du 26 octobre 2022⁵, de l'engagement du Groupe « à lancer une restructuration financière drastique pour atteindre une structure financière soutenable », au moyen notamment :
- d'une conversion en capital de la dette non sécurisée (*unsecured*) au niveau de la Société, d'un montant de 3,8 Md€ (§ 2.6.2), via une augmentation de capital offerte en priorité aux actionnaires existants et garantie par les créanciers non sécurisés d'Orpea ;
 - d'apports de nouveaux fonds à hauteur de **1,9 Md€ à 2,1 Md€** (*new money*), sous la forme :
 - de nouvelles dettes sécurisées (*secured debt*) sur des actifs du Groupe libres, à date, de toute sûreté⁶, pour un montant cible de **600 M€**, afin de couvrir les besoins de financement du Groupe jusqu'au début de l'été 2023⁷ ; et
 - d'une seconde augmentation de capital à hauteur de **1,3 Md€ à 1,5 Md€**, d'abord offerte aux créanciers chirographaires et aux actionnaires ayant participé à la première augmentation de capital⁸, puis à des investisseurs tiers, et dont les caractéristiques n'étaient pas encore déterminées⁹ ;
 - de la renégociation des termes du crédit syndiqué et sécurisé qui a été octroyé par le G6 aux termes du Protocole avec un tirage de la Tranche A4¹⁰, un allongement de maturité et un remboursement *in fine* pour les crédits A, B et C tels que présentés *infra* (§ 2.6.1.1 ii) avec une date d'échéance à juin 2028, la réduction de la marge à 175 bp et la suppression des clauses de remboursement anticipé obligatoires liées aux cessions d'actifs ;
 - de l'ajustement, le cas échéant, des covenants bancaires (ratios financiers « R1 » et « R2 ») contenus dans des accords de financement de la Société et au niveau des filiales de la Société non affectés par la restructuration de la dette financière d'Orpea ;
 - plus largement, d'amendements techniques des contrats de financements existants, en soutien de la mise en œuvre des opérations de restructuration susmentionnées.

À cet égard, la Société a précisé que ce dispositif entraînerait une dilution massive pour les actionnaires existants qui ne participeraient pas aux augmentations de capital susmentionnées.

⁴ « Orpea change ! Avec vous et pour vous » Le Plan de la Refondation », [15 novembre 2022](#).

⁵ Le communiqué de presse du [26 octobre 2022](#) faisait part de l'engagement du Groupe « de parvenir à une structure financière soutenable en réduisant son endettement et en sécurisant les liquidités nécessaires à la poursuite de son activité ».

⁶ *A priori*, ce nouveau financement bénéficierait d'un nantissement sur les titres de deux sociétés immobilières.

⁷ Réception des offres fermes à horizon mi-janvier 2023, avec un objectif de financement en février 2023.

⁸ Créanciers devenus actionnaires suite à la première augmentation de capital par conversion de la dette en capital et actionnaires existants.

⁹ Réception des offres fermes à horizon mi-janvier 2023, avec une réalisation en juin 2023.

¹⁰ Sous réserve d'une renonciation à l'une des conditions du tirage par les Prêteurs.

- > Le **1^{er} février 2023**, la Société a annoncé, par communiqué de presse¹¹, un accord de principe sur un plan de restructuration financière (l'« **Accord de Principe Restructuration** ») entre la Société, un groupement d'investisseurs français mené par la Caisse des Dépôts et Consignations (« **CDC** »), accompagnée de CNP Assurances, MAIF et MACSF (ensemble le « **Groupement** »), et les cinq principales institutions (le « **SteerCo** »)¹² coordonnant un groupe élargi de créanciers financiers non sécurisés d'Orpea SA.

L'Accord de Principe Restructuration répond aux objectifs d'Orpea d'atteindre une structure financière soutenable et de financer son Plan de Refondation avec :

- la conversion en capital de l'intégralité des dettes financières non sécurisées au niveau d'Orpea d'un montant d'environ 3,8 Md€ par une première augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires existants et garantie par les créanciers financiers non sécurisés d'Orpea souscrivant, le cas échéant, par voie de compensation avec leurs créances existantes ;
- l'apport de fonds propres en numéraire (*new money equity*) à hauteur de 1,55 Md€, via :
 - une deuxième augmentation de capital de la Société en numéraire avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, souscrite par le Groupement à hauteur de 1,16 Md€. À l'issue de cette augmentation de capital, le Groupement détiendra environ 50,2% du capital et des droits de vote de la Société¹³ ;
 - une troisième augmentation de capital de la Société en numéraire avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires existants¹⁴ d'un montant de près de 0,39 Md€ souscrite par le Groupement (0,2 Md€) en contrepartie de l'attribution de bons de souscription d'actions (« **BSA** ») en exerçant leurs droits préférentiels de souscription, et par le SteerCo (0,2 Md€) en contrepartie de l'attribution de BSA.

En contrepartie de leur engagement le Groupement et le SteerCo se verront attribuer des bons de souscription d'actions¹⁵, à hauteur de 10% de leur engagement, donnant droit à 1,45% du capital du Groupe sur une base entièrement diluée.

La Société a de nouveau mentionné que la mise en œuvre de la restructuration financière envisagée entraînerait une dilution massive pour les actionnaires existants.

- > Le **14 février 2023**, la Société a annoncé, par communiqué de presse¹⁶, un accord de *lock-up* (l'« **Accord de Lock-up** ») entre la Société, le Groupement et le SteerCo. Cet accord précise les opérations et la possibilité de transfert de la dette non sécurisée non convertie à un véhicule *ad hoc*. À cette occasion, le soutien à la Direction et au Plan de Refondation du Groupe a été réaffirmé par les parties prenantes à la restructuration financière envisagée.

¹¹ Communiqué de presse du [1^{er} février 2023](#).

¹² Anchorage Capital Group, Boussard & Gavaudan Investment Management, Carmignac Gestion, Eiffel Investment Group et Schelcher Prince Gestion.

¹³ Sur une base entièrement diluée.

¹⁴ Les actionnaires actuels de la Société, les créanciers financiers non sécurisés, devenus actionnaires de la Société suite à la première augmentation de capital, et les membres du Groupement devenus actionnaires de la Société à la suite de la seconde augmentation de capital du Groupement.

¹⁵ *Penny Warrant* avec un prix d'exercice de 0,01 € par action.

¹⁶ Communiqué de presse du [14 février 2023](#).

- Le **23 février 2023**, la Société a annoncé¹⁷ la prolongation de la procédure de conciliation jusqu'au 25 mars 2023 afin de lui permettre notamment d'élargir le soutien des créanciers financiers non sécurisés qui n'ont pas encore pu y adhérer.
- Le **6 mars 2023**, Orpea a annoncé¹⁸ la poursuite de sa restructuration financière ainsi que la convergence de ses principaux partenaires bancaires sur les principes de l'accord concernant la mise en place d'un financement complémentaire et l'aménagement de la documentation de financement de juin 2022.
- Le **8 mars 2023**, dans la perspective de l'ouverture d'une procédure de sauvegarde accélérée, Orpea a annoncé¹⁹ un accord de principe avec le G6 relatif à la mise en place d'un financement complémentaire et l'aménagement de la documentation de financement de juin 2022 (l'« **Accord d'Étape** ») qui prévoit :
 - un financement complémentaire de **600 M€** via un crédit syndiqué sécurisé, destiné aux sociétés Niort 94 et Niort 95 et à Orpea s'agissant du crédit D1B, du crédit D2 et du crédit D3, qui détiendront une partie des actifs immobiliers du Groupe (*new money super senior*), afin de permettre au Groupe de couvrir ses besoins de liquidité jusqu'à la réalisation des augmentations de capital. Ce financement se compose de trois lignes :
 - une facilité de crédit renouvelable, d'un montant de **400 M€** (crédit D1) qui se répartit comme suit : un crédit D1A de **200 M€** et un crédit D1B de **200 M€** ; et
 - deux facilités de crédit pour un montant total de **200 M€** (crédit D2 et crédit D3) ;
 - des aménagements de la documentation du financement du Protocole, dont :
 - une marge annuelle réduite à 2% ;
 - une extension de la date d'échéance finale au 31 décembre 2027 ;
 - une modification des amortissements contractuels ;
 - un engagement de cession d'actifs immobiliers d'un montant de 1,25 Md€ d'ici fin 2025 dont 75% des produits nets de cession d'actifs sera affecté au remboursement anticipé obligatoire, déduction faite des amortissements, sous réserve du maintien d'une liquidité minimale de 300 M€.
- Le **13 mars 2023**, Orpea a annoncé²⁰ l'adhésion à l'Accord de Lock-up de la majorité des créanciers financiers non sécurisés de la Société²¹ qui détiennent un encours de dette non sécurisée d'environ 1,9 Md€.
- Le **20 mars 2023**, Orpea a confirmé²² la signature de l'Accord d'Étape, qui formalise les engagements des parties et détaille les termes et conditions du financement.
- Le **24 mars 2023**, la Société a annoncé²³ l'ouverture de la procédure de sauvegarde accélérée par le Tribunal de commerce spécialisé de Nanterre qui a désigné la SELARL FHB, en la personne de Maître Hélène Bourbouloux, en qualité d'administrateur judiciaire et la SELARL AJ RS, en la personne de Maître Thibaut Martinat, en qualité de co-administrateur judiciaire (les « **Administrateurs Judiciaires** »).

¹⁷ Communiqué de presse du [23 février 2023](#).

¹⁸ Communiqué de presse du [6 mars 2023](#).

¹⁹ Communiqué de presse du [8 mars 2023](#).

²⁰ Communiqué de presse du [13 mars 2023](#).

²¹ En ce compris les membres du SteerCo, signataires initiaux de l'Accord de Lock-Up.

²² Communiqué de presse du [20 mars 2023](#).

²³ Communiqué de presse du [24 mars 2023](#).

1.2. Cadre de l'intervention de Ledouble

Dans la perspective de la mise en œuvre de cette restructuration financière envisagée (la « **Restructuration** ») qui requiert une évaluation de la Société, Ledouble a été désigné par une première ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Nanterre en date du 15 novembre 2022 en qualité d'expert financier indépendant, avec pour mission d'établir un rapport de valorisation de la Société sur son périmètre consolidé (le « **Rapport Décembre** ») en application notamment des articles [L. 626-31](#) et [L. 626-32](#) du Code de commerce.

Conformément à l'article [L. 626-30](#) du Code de commerce, les parties affectées (les « **Parties Affectées** ») sont :

- les créanciers dont les droits sont directement affectés par la Restructuration ; et
- les détenteurs de capital de la Société dont les droits, participation au capital et statuts sont modifiés ou directement affectés par la Restructuration.

Parmi différents critères d'arrêté du plan mettant en œuvre les opérations prévues pour la Restructuration, la valorisation de la Société est prévue dans un certain nombre de cas :

- Article L. 626-31 du Code de commerce : « Lorsque le projet de plan a été adopté par chacune des classes conformément aux dispositions de l'article [L. 626-30-2](#), le tribunal statue sur celui-ci selon les modalités prévues à la section 2 du présent chapitre et vérifie que les conditions suivantes sont réunies : [...]

4° Lorsque des parties affectées ont voté contre le projet de plan, aucune de ces parties affectées ne se trouve dans une situation moins favorable, du fait du plan, que celle qu'elle connaîtrait s'il était fait application soit de l'ordre de priorité pour la répartition des actifs en liquidation judiciaire ou du prix de cession de l'entreprise en application de l'article [L. 642-1](#), soit d'une meilleure solution alternative si le plan n'était pas validé ; [...]. »

- Article L. 626-32 du Code de commerce : « I.- Lorsque le plan n'est pas approuvé conformément aux dispositions de l'article L. 626-30-2, il peut être arrêté par le tribunal sur demande du débiteur ou de l'administrateur judiciaire avec l'accord du débiteur et être imposé aux classes qui ont voté contre le projet de plan, lorsque ce plan remplit les conditions suivantes : [...]

2° Le plan a été approuvé par :

a) Une majorité de classes de parties affectées autorisées à voter, à condition qu'au moins une de ces classes soit une classe de créanciers titulaires de sûretés réelles ou ait un rang supérieur à celui de la classe des créanciers chirographaires ;

b) À défaut, par au moins une des classes de parties affectées autorisée à voter, autre qu'une classe de détenteurs de capital ou toute autre classe dont on peut raisonnablement supposer, après détermination de la valeur du débiteur en tant qu'entreprise en activité, qu'elle n'aurait droit à aucun paiement, si l'ordre de priorité des créanciers pour la répartition des actifs en liquidation judiciaire ou du prix de cession de l'entreprise en application de l'article L. 642-1 était appliqué ; [...]

5° Lorsqu'une ou plusieurs classes de détenteurs de capital ont été constituées et n'ont pas approuvé le plan : [...]

b) On peut raisonnablement supposer, après détermination de la valeur du débiteur en tant qu'entreprise en activité, que les détenteurs de capital de la ou des classes dissidentes n'auraient droit à aucun paiement ou à ne conserver aucun intéressement si l'ordre de priorité des créanciers pour la répartition des actifs en liquidation judiciaire ou du prix de cession de l'entreprise en application de l'article L. 642-1 était appliqué ; [...]. »

Dans le Rapport Décembre, émis le 22 décembre 2022, nous avons :

- > valorisé la Société en situation liquidative, avec un scénario de réalisation des actifs pris isolément et un scénario de cession de l'ensemble des actifs à un repreneur ;
- > valorisé la Société en continuité d'exploitation, conformément aux articles L. 626-31 et L. 626-32 du Code de commerce, aux fins d'estimer l'équité de la Restructuration dans le cadre de la conciliation en cours ; et
- > dans chacune de ces hypothèses, analysé les produits susceptibles de revenir aux différentes parties prenantes à la Restructuration.

Une deuxième ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Nanterre en date du 30 décembre 2022 a prévu une extension de la mission de Ledouble, ayant pour objet d'établir un rapport au regard des évolutions significatives constatées entre les plans d'affaires du Groupe et les plans de cessions immobilières venant à l'appui du Protocole, d'une part, et ceux communiqués lors de la Procédure de Conciliation et présentés dans le cadre du Plan de la Refondation, d'autre part ; cette ordonnance a donné lieu à une analyse comparative des plans d'affaires susmentionnés et des principaux écarts constatés dans un rapport que nous avons émis le 17 janvier 2023 (le « **Rapport Complémentaire** »).

Une troisième ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Nanterre en date du 13 février 2023 a prévu d'étendre notre mission à l'établissement de trois rapports distincts fondés sur les comptes provisoires du Groupe au 31 décembre 2022 (ensemble les « **Rapports Mars** ») :

- > une valorisation de la Société en continuité d'exploitation (le « **Rapport Mars Continuité d'Exploitation** ») ;
- > une valorisation de la Société en situation liquidative (le « **Rapport Mars Situation Liquidative** ») ;
- > une analyse du plan de restructuration financière de l'Accord de Principe et des produits susceptibles de revenir aux différentes parties prenantes de la restructuration envisagée dans le cadre de la procédure de conciliation (le « **Rapport Mars Analyse du Plan de Restructuration** »).

Les Rapports Mars ont été transmis à Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Nanterre, à Madame le Conciliateur, aux juges commissaires²⁴, aux Administrateurs Judiciaires, à la Société, et à l'expert indépendant désigné en application de l'article 261-3²⁵ du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF)²⁶.

Avec la mise à disposition des comptes du Groupe au titre de l'exercice 2022, une quatrième ordonnance du Juge au Tribunal de commerce de Nanterre, Juge commissaire à la sauvegarde accélérée de la société Orpea, en date du 22 mai 2023 (**Annexe 1**), prévoit d'établir trois rapports distincts (ensemble les « **Rapports Définitifs** ») :

- une valorisation de la Société en continuité d'exploitation (le « **Rapport Définitif Continuité d'Exploitation** ») ;
- une valorisation de la Société en situation liquidative comprenant un scénario de réalisation des actifs pris isolément et un scénario de cession de l'ensemble des actifs de la Société à un repreneur (le « **Rapport Définitif Situation Liquidative** ») ;
- une répartition entre les classes de parties affectées constituées de la valeur de la Société en situation liquidative (le « **Rapport Définitif Analyse du Plan de Restructuration** »).

Le présent rapport rend compte de la valorisation de la Société en continuité d'exploitation ; sa valorisation en situation liquidative ainsi que l'analyse du plan de restructuration financière font l'objet de rapports distincts.

Nos travaux n'impliquant pas de procédure contradictoire, nos interlocuteurs²⁷ ont été les représentants de la Société et ses Conseils (§ 1.3), sous l'égide des Administrateurs Judiciaires ; nous n'avons pas eu de contacts avec les créanciers et les détenteurs de capital de la Société.

1.3. Indépendance de Ledouble

Ledouble est indépendant de la Société et de ses conseils juridiques²⁸ et financiers²⁹ (les « **Conseils** »).

Nous avons été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance, et confirmons en particulier :

- l'absence de tout conflit d'intérêts et de toute situation susceptible de remettre en cause notre impartialité ;
- n'avoir préalablement réalisé aucune mission pour le compte de la Société ou d'une filiale du Groupe.

Nous nous référons au Code de déontologie de notre profession, et veillons, au-delà des dispositions prévues en matière d'expertise indépendante et d'expertise judiciaire, à ne dépendre en fait ou en apparence d'aucun prescripteur.

²⁴ Mme Françoise Larget et M. Jean-Didier Dujardin.

²⁵ L'article 261-3 du Règlement général de l'AMF prévoit que : « *Tout émetteur [...] peut désigner un expert indépendant qui applique les dispositions du présent titre.* »

²⁶ Sorgem Evaluation, représenté par M. Maurice Nussenbaum.

²⁷ La liste des principaux interlocuteurs rencontrés et/ou contactés durant la Mission figure en **Annexe 2**.

²⁸ Bredin Prat et White & Case LLP.

²⁹ Advancy, Eight Advisory, Grant Thornton, Perella Weinberg Partners, Rothschild & Co.

Cette déclaration d'indépendance s'applique à tous les membres de l'équipe qui a été affectée à la réalisation de la Mission dans le cadre des quatre ordonnances précitées de Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Nanterre et de Madame le Juge au Tribunal de commerce de Nanterre, Juge commissaire à la sauvegarde accélérée.

1.4. Diligences effectuées

Nos diligences ont impliqué notamment :

- des contacts et réunions avec les personnes en charge de la Restructuration au sein du Groupe ainsi qu'avec les Conseils ;
- l'examen de l'ensemble des travaux réalisés par les Conseils pour les besoins de la Restructuration ;
- l'exploitation des informations juridiques, comptables et financières de la Société et du Groupe communiquées dans le cadre du Protocole, au titre des derniers exercices clos le 31 décembre 2021 et le 31 décembre 2022 ;
- la recherche d'informations concernant le secteur sur lequel opère le Groupe ;
- l'examen de la situation concurrentielle et des performances opérationnelles du Groupe, historiques et actuelles ;
- le suivi du parcours boursier de l'action Orpea et des obligations cotées émises par Orpea, ainsi que la lecture des notes d'analystes concernant le Groupe ;
- l'étude détaillée et contradictoire du plan d'affaires (le « **Plan d'Affaires** ») sur la période explicite 2022-2025 (la « **Période Explicite** ») dont les principaux objectifs financiers sont présentés dans le communiqué de presse du 15 novembre 2022³⁰, ainsi que des hypothèses sous-tendant son extrapolation au-delà de la Période Explicite sur la période 2026-2028 (la « **Période d'Extrapolation** »), en relation avec nos interlocuteurs et en comparaison des informations sectorielles ;
- l'analyse de l'actualisation du Plan d'Affaires (le « **Plan d'Affaires Actualisé** ») présentée dans le communiqué de presse du 12 mai 2023³¹, ainsi que des hypothèses sous-tendant son extrapolation au-delà de la Période Explicite sur la Période d'Extrapolation, en relation avec nos interlocuteurs et en comparaison des informations sectorielles ;
- l'examen de l'évolution de la structure financière du Groupe dans un scénario de continuité d'exploitation, sous condition du refinancement du Groupe tel qu'envisagé dans la Restructuration ;
- l'analyse de l'impact des cessions d'actifs sur les hypothèses du Plan d'Affaires et du Plan d'Affaires Actualisé ;
- l'exploitation des expertises immobilières dans une hypothèse de cession suivie d'une location du parc immobilier ;

³⁰ « Orpea change ! Avec vous et pour vous » Le Plan de la Refondation », [15 novembre 2022](#), p. 5 et suivantes.

³¹ Communiqué de presse du [12 mai 2023](#).

- l'évaluation multicritère du Groupe dans un scénario de continuité d'exploitation, par référence au Plan d'Affaires sur la Période Explicite et la Période d'Extrapolation (l'« **Évaluation Multicritère** ») incluant :
 - une évaluation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie fondée sur la capacité financière du Groupe à réaliser ses prévisions, globalement et par pays où il est présent ;
 - une évaluation patrimoniale à partir de l'actif net comptable corrigé consistant à déterminer la juste valeur des différents actifs et engagements du Groupe ;
 - une évaluation analogique à partir de multiples de rentabilité de sociétés cotées réputées comparables en termes d'activité et de modèle économique et, de multiples issus de transactions intervenues dans le secteur d'activité du Groupe ;
- l'établissement du présent rapport.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **Annexe 3**.

1.5. Affirmations obtenues et limites de la Mission

Nous avons obtenu auprès de la Direction confirmation des éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission pour l'établissement du présent rapport.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, notamment par Orpea et les Conseils, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. À cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs était fiable et transmis de bonne foi.

La Mission ne relève ni d'un audit ni d'un examen limité ; elle n'a pour objectif, ni de nous permettre de formuler une opinion sur les comptes que nous avons exploités, ni de procéder à des vérifications spécifiques concernant notamment le respect du droit des sociétés, et ne saurait être assimilée à une mission de « due diligence » effectuée par un prêteur ou un acquéreur, dans la mesure où elle ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention.

1.6. Plan du rapport

Nous présentons successivement :

- le contexte de la Restructuration (§ 2) ;
- les activités, l'environnement et les performances d'Orpea (§ 3) ;
- l'évaluation Multicritère dans une perspective de continuité d'exploitation (§ 4) ;
- la synthèse des valeurs d'Orpea en continuité d'exploitation (§ 5).

1.7. Conventions de présentation

Les montants présentés dans le présent rapport sont exprimés en :

- > euros (€) ;
- > milliers d'euros (K€) ;
- > millions d'euros (M€) ;
- > milliards d'euros (Md€).

Les renvois entre parties et chapitres du rapport sont matérialisés entre parenthèses par le signe § ; les sources d'information sont rappelées en notes de bas de page.

Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens [hypertexte](#) peuvent être activés dans la version électronique de ce document.

2. Contexte de la Restructuration

2.1. Capital social de la Société

Orpea SA est une société anonyme au capital de 80.867.313,75 € divisé en 64.693.851 actions ordinaires d'une valeur nominale unitaire de 1,25 €³², sise 12, rue Jean Jaurès, à Puteaux (92813 Cedex).

Elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 401 251 566 et clôture son exercice social à la fin de l'année civile.

Les actions composant le capital de la Société sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris³³.

2.2. Actionnariat de la Société

Au 31 décembre 2022, les actions formant le capital de la Société étaient détenues principalement par le public³⁴, et minoritairement par le fonds de pension canadien CPPIB (*Canada Pension Plan Investment Board*) et Peugeot Invest Assets, la Société détenant par ailleurs elle-même une fraction de ses titres.

Répartition du capital et des droits de vote au 31.12.2022

| Actionnaires | Nombre d'Actions | % Capital | Droits de vote exerçables | % Droits de vote exerçables |
|-------------------------------|-------------------|---------------|---------------------------|-----------------------------|
| CPPIB | 9 374 188 | 14,5% | 18 748 374 | 24,2% |
| Peugeot Invest Assets | 3 261 353 | 5,0% | 6 522 706 | 8,4% |
| Auto-détention | 74 563 | 0,1% | - | - |
| Public | 51 983 747 | 80,4% | 52 331 934 | 67,5% |
| Nombre total d'Actions | 64 693 851 | 100,0% | 77 603 014 | 100,0% |

Source : Société

Le 9 février 2023, Orpea a annoncé³⁵ que CPPIB a franchi à la baisse le seuil de 5% du capital d'Orpea avec la cession de 7.424.188 actions (§ 3.3) ; CPPIB ne détient plus aucune action de la Société.

³² Par référence aux statuts mis à jour au 1^{er} septembre 2022.

³³ Code ISIN : FR0000184798 ; mnémonique : ORP.

Orpea est également membre des indices SBF 120, STOXX 600 Europe, MSCI Small Cap Europe et CAC Mid 60.

³⁴ Le 26 octobre 2022, les sociétés Nextstone Capital et Mat Immo Beaune ont déclaré avoir franchi en hausse et de concert le seuil de 5% du capital d'Orpea (§ 3.3).

³⁵ Communiqué de presse du [9 février 2023](#).

La répartition du capital et des droits de vote au 28 avril 2023 est la suivante :

Répartition du capital et des droits de vote au 28.04.2023

| Actionnaires | Nombre d'Actions | % Capital | Droits de vote exerçables | % Droits de vote exerçables |
|-------------------------------|-------------------|---------------|---------------------------|-----------------------------|
| A.D.A.M.O | 3 570 733 | 5,5% | 3 570 733 | 5,2% |
| Concert'O | 3 570 621 | 5,5% | 3 570 621 | 5,2% |
| Peugeot Invest Assets | 3 261 353 | 5,0% | 6 522 706 | 9,6% |
| Auto-détention | 74 563 | 0,1% | - | - |
| Public | 54 216 581 | 83,8% | 54 525 450 | 80,0% |
| Nombre total d'Actions | 64 693 851 | 100,0% | 68 189 510 | 100,0% |

Source : Société

Conformément aux statuts³⁶, un droit de vote double est attribué à toutes les actions entièrement libérées et justifiant d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom d'un même actionnaire.

2.3. Instruments donnant accès au capital

Les instruments dilutifs sont constitués d'OCEANE (§ 2.3.1) et de plans d'attribution gratuite d'actions (§ 2.3.2).

2.3.1. OCEANE

En date du 17 mai 2019, la Société a procédé, dans le cadre d'un placement privé auprès d'investisseurs institutionnels, à l'émission au prix unitaire de 146,50 € de 3.412.969 obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (les « OCEANE ») pour un montant de 500 M€, à échéance huit ans (mai 2027³⁷), avec un coupon annuel fixe de 0,375 %.

Les OCEANE sont négociables sur Euronext Access³⁸; elles donnent droit à l'attribution d'actions nouvelles et/ou existantes de la Société, à raison de 1,020 Action pour 1 OCEANE³⁹.

Le nombre d'actions potentielles issues de la conversion des OCEANE s'élève à 3.481.228 Actions au 31 décembre 2022 (si seules des actions nouvelles étaient attribuées et non une combinaison d'actions nouvelles et d'actions existantes)⁴⁰.

2.3.2. Plans d'attribution gratuite d'actions

Le Conseil d'Administration a approuvé la mise en place de plans d'attribution gratuite d'actions au profit de mandataires sociaux et de certains salariés de la Société ou de sociétés qui lui sont liées.

Les actions gratuites attribuées non encore acquises sont au nombre de 264.831 actions au 31 décembre 2022⁴¹.

³⁶ DEU 2022, p. 428.

³⁷ Les OCEANE peuvent faire l'objet d'un remboursement anticipé au gré de la Société, sous certaines conditions ; à moins qu'elles n'aient été converties, échangées, remboursées ou rachetées et annulées, elles seront remboursées au pair le 17 mai 2027. DEU 2022, p. 421.

³⁸ Marché libre d'Euronext à Paris ; code ISIN : FR0013418795.

³⁹ Conformément au dernier ajustement du ratio d'attribution, effectué en date du 9 juillet 2021. DEU 2022, p. 421.

⁴⁰ Montant inchangé par rapport au 31 décembre 2021. DEU 2022 p. 421.

⁴¹ Plan n°12 : 4.324 + Plan n°13 : 56.276 + Plan n°16 : 176.555 + Plan n°17 : 27.676.

2.4. Structure d'endettement du Groupe⁴²

La dette brute du Groupe se compose :

- de financements *Schuldscheindarlehen (SSD)* et *Namensschuldverschreibung (NSV)* correspondant à des instruments de crédit de droit allemand (les « *Schuldschein* ») ;
- d'obligations publiques (dont une émission d'obligations à option de conversion et/ou d'échange en actions nouvelles ou existantes (OCEANE) cotées et deux émissions d'obligations non convertibles cotées) ;
- d'obligations privées (Euro PP) dont le produit est globalement alloué aux investissements immobiliers ;
- de crédits-baux et prêts hypothécaires amortissables sur des durées de 12 à 15 ans finançant ou refinançant des opérations immobilières dédiées ;
- de prêts relais immobiliers constitués de lignes de financement affectées à un projet, ainsi que de lignes globales préfinançant des ensembles immobiliers récemment acquis ou en cours de restructuration ou de construction en attente de refinancement ;
- de prêts bancaires bilatéraux amortissables sur 5, 6 ou 7 ans alloués notamment aux acquisitions d'établissements en exploitation, d'autorisations d'exploiter, ou de parts de sociétés d'exploitation ;
- de dettes d'affacturage.

2.5. Covenants bancaires⁴³

Certains emprunts bilatéraux et hypothécaires ainsi que les *Schuldschein* (§ 2.4) sont assortis de covenants :

- R1 :
$$\frac{\text{dette financière nette}^{44} \text{ consolidée [hors dette immobilière]}}{\text{EBITDA}^{45} \text{ hors IFRS 16 consolidé} - 6\% \times \text{dette nette immobilière}}$$
- R2 :
$$\frac{\text{dette financière nette consolidée}}{\text{fonds propres} + \text{quasi-fonds propres}^{46}}$$

Les limites contractuelles applicables sont de 5,5 pour le ratio R1 et de 2,0 pour le ratio R2. Au 31 décembre 2022, ces covenants ne sont pas respectés.

Cette situation de fait n'a pas d'incidence sur les dettes concernées portées par Orpea, les procédures de conciliation, puis de sauvegarde accélérée conduisant à une mise en suspens des dispositions contractuelles relatives à ces covenants.

S'agissant des autres dettes concernées qui sont portées par les filiales du Groupe, la Société a obtenu, de la part des créanciers correspondants, un « waiver » portant sur une modification de ces covenants, et sur leur non-application au 31 décembre 2022.

Les dettes concernées par ces covenants s'élèvent au total à près de 2,3 Md€. Elles ont été reclassées en dettes courantes au 31 décembre 2022.

⁴² Communiqué de presse du [15 novembre 2022](#), p. 13-14 ; DEU 2022, p. 323.

⁴³ DEU 2022, p 326.

⁴⁴ Dette financière à long terme et à court terme - Trésorerie et valeurs mobilières de placement.

⁴⁵ Résultat, opérationnel courant avant dotations nettes aux amortissements, inclus les provisions rattachées aux postes « charges externes » et « charges de personnel ». DEU 2022, p. 333.

⁴⁶ Impôts différés passifs (IDP) liés à la valorisation des incorporels d'exploitation en IFRS.

2.6. Revue des difficultés financières actuelles du Groupe

La difficulté anticipée de la mise en œuvre des cessions d'actifs opérationnels et d'actifs immobiliers, sur lesquelles reposait le protocole conclu le 3 juin 2022 (§ 2.6.1.1), a notamment rendu nécessaire l'ouverture d'une procédure de conciliation en date du 25 octobre 2022 (§ 2.6.1.2), suivie de l'annonce du Plan de la Refondation le 15 novembre 2022 (§ 2.6.1.3).

Suite aux négociations intervenues dans le contexte de la procédure de conciliation, un accord a été signé le 1^{er} février 2023, entre la Société, le Groupement et le SteerCo afin de permettre l'atteinte d'une structure financière soutenable permettant également de financer son Plan de Refondation.

Dans la perspective de l'ouverture d'une procédure de sauvegarde accélérée, la Société a signé un accord le 20 mars 2023 avec le G6 lui octroyant un financement complémentaire et entraînant des modifications dans la documentation du financement.

2.6.1. Évolution de l'endettement

2.6.1.1. Au stade du protocole de conciliation du 3 juin 2022

La Société a conclu le 3 juin 2022 un protocole de conciliation pour mettre en œuvre les financements bancaires entérinant un accord de principe en date du 12 mai 2022⁴⁷.

Par jugement en date du 10 juin 2022, le Tribunal de commerce de Nanterre a homologué le Protocole et a mis fin à la procédure de conciliation ouverte au profit d'Orpea le 20 avril 2022.

Les principaux engagements d'Orpea et des Prêteurs au titre du Protocole et de la documentation de financement et de sûretés sont décrits dans le communiqué de presse du 13 juin 2022⁴⁸.

(i) Engagements de la Société

La Société s'est notamment engagée à :

- mettre en œuvre un programme de cessions d'actifs opérationnels, dont 1,2 Md€ alloués en partie au remboursement des Prêteurs, et réaliser des cessions d'actifs immobiliers pour un montant cumulé en valeur brute de 2 Md€ d'ici fin 2025, dont au moins 1 Md€ (hors droits)⁴⁹ d'ici fin 2023 ;
- affecter certains produits nets de cession et de souscription au remboursement anticipé obligatoire des financements octroyés par le G6 dans des cas limitativement énumérés⁵⁰ ;

⁴⁷ « Résultats annuels 2021 et chiffre d'affaires du premier trimestre 2022, Signature d'un accord de principe entre Orpea et ses principaux partenaires bancaires assurant le financement du Groupe », [13 mai 2022](#), p. 7-8.

⁴⁸ « Orpea annonce la conclusion d'un protocole de conciliation avec ses principaux partenaires bancaires et son homologation par le Tribunal de commerce de Nanterre », [13 juin 2022](#).

⁴⁹ Cessions pour un montant cumulé en valeur brute (*gross asset value*) (hors droits) de 1 Md€ au 31 décembre 2023, augmenté à 1,5 Md€ au 31 décembre 2024, et augmenté à 2 Md€ au 31 décembre 2025. Pour mémoire, une première transaction sur des actifs aux Pays-Bas a été annoncée en 2021 pour un montant de 125 M€ (avec un encaissement de 94 M€ en septembre 2022) : « Orpea annonce une cession immobilière de trente-deux maisons de retraite aux Pays-Bas à Syntrus Achmea Real Estate & Finance », [28 juillet 2022](#).

⁵⁰ Dont notamment :

- des produits nets de cession en cas d'ouverture du capital de la filiale Niort 94 ;
- des produits nets de souscription en cas de nouvelles émissions de dette sur les marchés de capitaux ; et
- des produits nets en cas d'obtention de certains financements de l'État ou de Bpifrance.

- accorder un certain nombre de sûretés en contrepartie des financements consentis par les Prêteurs, ainsi que des nantissements sur les filiales ORESC 25 S.à.r.l (ORESC)⁵¹ et Central & Eastern Care Services Holding S.à.r.l. (CEECSH) et une cession *Dailly* de prêts intragroupe financés par les tirages sur le crédit syndiqué ; et
- maintenir un niveau de trésorerie consolidée du Groupe d'un montant minimum de 300 M€ testé trimestriellement⁵² à compter du 30 juin 2023.

(ii) Engagements des Prêteurs

Les Prêteurs se sont engagés à financer les besoins de trésorerie du Groupe par la mise à disposition d'un crédit syndiqué d'un montant total maximum de 3.229 M€, dont 1.500 M€ à titre optionnel, réparti en plusieurs tranches :

- crédit A1 : 700.000.000 € (échéance 31 décembre 2023)⁵³ ;
- crédits A2/A3 : 600.000.000 € (échéance 31 décembre 2025) ;
- crédit A4 : 200.000.000 € (échéance 30 juin 2023)⁵⁴ ;
- crédit B : 229.389.198,48 € (échéance 31 décembre 2025) ;
- crédit C1/C2 : 1.500.000.000 € au maximum correspondant à une ligne de refinancement optionnel (échéance 31 décembre 2026)⁵⁵.

La Société a annoncé un premier tirage de 250 M€ et un deuxième tirage de 650 M€, respectivement le 15 juin 2022⁵⁶ et le 4 juillet 2022⁵⁷, soit au total 900 M€.

Au 31 décembre 2022, le montant des tirages sur l'ensemble du crédit syndiqué s'élevait à la quasi-totalité, soit 3.227 M€, sur une dette brute du Groupe d'un montant total de **9.615 M€** (§ 3.4.2.6).

⁵¹ ORESC détient la totalité du capital de la société Clinéa.

⁵² Le dernier jour de chaque trimestre civil.

⁵³ Ou 30 juin 2024 en cas d'obtention d'une ou de plusieurs offres indicatives pour des cessions d'actifs opérationnels pour un produit de cession net cumulé de 1 Md€. RFS 2022, p. 38.

⁵⁴ Ou 31 décembre 2023 dans certaines conditions.

⁵⁵ Nouvelles lignes de financement ayant vocation à refinancer des dettes bancaires existantes non garanties (i.e hors dettes obligataires, Euro PP et *Schuldschein*).

⁵⁶ « Orpea annonce le premier tirage de 250 millions d'euros au titre de l'accord de financement avec ses partenaires bancaires », [15 juin 2022](#).

⁵⁷ « Orpea annonce le deuxième tirage de 650 millions d'euros au titre de l'accord de financement avec ses partenaires bancaires », [4 juillet 2022](#).

(iii) Rémunération des crédits et nantisements

Le taux d'intérêt moyen de l'ensemble des crédits, hors crédit C1/C2, qui représentent une enveloppe de financement de 1.729 M€, ressort à Euribor + marge de 3,9%⁵⁸ :

- crédit A1 : marge annuelle de 4,0% augmentée de 2,0% à compter du 1^{er} janvier 2024 ;
- crédits A2/A3 : marge annuelle de 4,0% ;
- crédit A4 : marge annuelle de 3,5% augmentée de 1,0% à compter du 1^{er} juillet 2023 ;
- crédit B : marge annuelle de 4,0% ;
- crédit C1/C2 : marge annuelle de 5,0%.

Ces financements bénéficient de nantisements sur les actions des filiales ORESC et CEECSH⁵⁹, étant précisé que le crédit C2 bénéficie de nantisements de second rang. À terme, ces nantisements ont vocation à porter sur Clinéa France et l'activité du Groupe en Allemagne⁶⁰.

2.6.1.2. Au stade de la procédure de conciliation du 25 octobre 2022

Aux termes du communiqué de presse du 26 octobre 2022⁶¹, actant la nécessité pour la Société de renégocier sa dette financière, en ce compris, si cela s'avérait nécessaire, les covenants bancaires susceptibles de ne pas être respectés à fin 2022 (§ 2.5 et § 2.6), la procédure de conciliation (§ 1.1) a eu pour objectif de permettre à la Société « d'engager avec ses créanciers financiers des discussions relatives à la restructuration financière, à l'obtention de nouveaux moyens financiers et à l'ajustement de ses covenants, dans un cadre stable et juridiquement sécurisé ».

Le communiqué de presse du 26 octobre 2022, au sujet de la nécessité d'amender les covenants bancaires « R1 » et « R2 » (§ 2.5), anticipait, en ce qui concerne le ratio R2, des dépréciations significatives de certains actifs, avec une baisse comprise :

- entre **0,8 Md€** et **1,0 Md€** avant impôt de la valeur réévaluée du patrimoine immobilier, estimée au 31 décembre 2021 à 5,8 Md€ pour la partie évaluée à dire d'experts, sur un total de 8,1 Md€ à cette même date (§ 3.4.2.2) ;
- entre **1,3 Md€** et **1,5 Md€** avant impôt de la valeur des actifs incorporels (*goodwill* et autorisations d'exploitation), représentant 4,7 Md€⁶² au 31 décembre 2021 (§ 3.4.2.1).

En outre, ce même communiqué de presse n'excluait pas d'autres dépréciations complémentaires sur la valorisation des actifs immobiliers et incorporels, ainsi que sur des créances financières.

⁵⁸ $[(700 \text{ M€} \times 4,00\%) + (600 \text{ M€} \times 4,00\%) + (200 \text{ M€} \times 3,50\%) + (229 \text{ M€} \times 4,00\%)] / 1.729 \text{ M€}$. RFS 2022, p. 38.

⁵⁹ Représentant respectivement 24,5% et 32,5% du chiffre d'affaires du Groupe en 2022. DEU 2022, p. 339.

⁶⁰ Représentant respectivement 23,5% et 16% du chiffre d'affaires consolidé 2022. DEU 2022, p. 339.

⁶¹ « Ouverture d'une procédure amiable de conciliation au bénéfice d'ORPEA S.A. visant à la renégociation de sa dette avec ses créanciers financiers », [26 octobre 2022](#).

⁶² Écarts d'acquisition : 1,7 Md€ + Immobilisations incorporelles : 3,0 Md€.

Orpea se référait à la structure de la dette brute du Groupe au 30 septembre 2022, soit un montant de 9.527 M€ dont :

- dette garantie (*secured*) : 4.477 M€ ;
- dette non garantie (*unsecured*) : 5.050 M€.

Au 27 septembre 2022⁶³, la situation des tirages sur le crédit syndiqué ressortait à 2.251 M€⁶⁴, le solde non tiré s'établissant à 978 M€⁶⁵ ; elle n'évoluait qu'à la marge au 8 novembre 2022⁶⁶, avec un total tiré de 2.291 M€⁶⁷ et un solde non tiré de 938 M€⁶⁸.

2.6.1.3. Au stade de la présentation du Plan de la Refondation

Au 30 novembre 2022, la dette financière du Groupe⁶⁹, qui intégrait le crédit syndiqué à concurrence de 3.028 M€ au titre du financement en plusieurs tranches opéré en juin 2022, s'établissait à un montant brut de **9.547 M€**, réparti entre :

- 7.202 M€ sur la Société et 2.345 M€ sur les filiales ;
- 5.173 M€ en dette garantie (*secured*) et 4.374 M€ en dette non garantie (*unsecured*).

Le profil de maturité de la dette financière du Groupe à l'horizon 2027 s'alourdissait à compter du second semestre 2023.

En excluant tout nouveau financement et le tirage de 200 M€ sur la Tranche A4 du crédit syndiqué de juin 2022 (§ 2.6.1.1 ii et § 2.6.2), et à partir d'une position de trésorerie estimée à 0,8 Md€ au 2 novembre 2022, le Groupe était exposé à un risque de défaut de liquidité au cours du premier trimestre 2023.

2.6.2. Volet financier du Plan de la Refondation

Le Plan de la Refondation présenté dans le communiqué de presse du 15 novembre 2022 faisait état de la structure de la dette financière au 30 novembre 2022⁷⁰ en mentionnant le tirage complet des tranches du crédit syndiqué, à l'exception du crédit A4 de 200 M€ non encore tiré⁷¹, en attente de l'accord des banques du G6.

⁶³ Par référence au communiqué de presse « Chiffre d'affaires T3 2022 en croissance de +6,4% à 1.181 M€ », [8 novembre 2022](#), p. 3.

⁶⁴ 700 M€ pour le crédit A1 + 600 M€ pour le crédit A2/A3 + 155 M€ pour le crédit B + 796 M€ pour le crédit C1/C2.

⁶⁵ 200 M€ pour le crédit A4 + 74 M€ pour le crédit B + 704 M€ pour le crédit C1/C2.

⁶⁶ Par référence au communiqué de presse susmentionné du [8 novembre 2022](#), p. 3.

⁶⁷ 700 M€ pour le crédit A1 + 600 M€ pour le crédit A2/A3 + 195 M€ pour le crédit B + 796 M€ pour le crédit C1/C2.

⁶⁸ 200 M€ pour le crédit A4 + 34 M€ pour le crédit B + 704 M€ pour le crédit C1/C2.

⁶⁹ Hors IFRS 16 (engagements locatifs) et avec les prêts relais. Communiqué de presse du [15 novembre 2022](#), p. 13.

⁷⁰ Pro-forma du tirage des crédits B et C déjà convenu, sous réserve de la finalisation de la documentation.

⁷¹ Le tirage du crédit A4 est conditionné notamment à la remise d'un *Memorandum of Understanding* relatif à la cession d'actifs immobiliers pour un montant de 200 M€. RFS 2022, p. 39.

Il était ainsi envisagé :

- le tirage résiduel au titre de la Tranche A4 du crédit syndiqué (200 M€), sous réserve de l'obtention d'un accord avec les banques du G6 concernant les conditions de tirage⁷² ;
- la conversion en capital de la totalité de la dette non sécurisée aux bornes de la Société (3,8 Md€) et l'apport de nouvelles dettes garanties sur les actifs du Groupe à hauteur de 600 M€ (§ 1.1) ;
- l'apport de nouveaux fonds propres dans le cadre de la deuxième augmentation de capital de 1,3 Md€ à 1,5 Md€ (§ 1.1), dont la réalisation n'interviendrait qu'en juin 2023.

Après prise en compte de la génération de trésorerie ainsi que de l'amortissement des emprunts et du paiement des intérêts, le ratio de levier net⁷³, de 25x à fin 2022 (§ 2.6.1.3), devait diminuer significativement jusqu'à atteindre 6,5x⁷⁴ à fin 2025⁷⁵.

2.6.3. Volet financier de l'Accord de Principe Restructuration

L'Accord de Principe Restructuration signé le 14 février 2023 entre la Société, le Groupement et le SteerCo table sur :

- la conversion en capital de l'intégralité des dettes financières non sécurisées portées par Orpea d'un montant de 3,8 Md€ ;
- l'apport de 1,55 Md€ de fonds propres en numéraire (*new money equity*) via des augmentations de capital :
 - souscrites par le Groupement à hauteur de 1.355 M€,
 - garanties par le SteerCo pour le solde de 195 M€ (§ 1.1).

À l'issue des opérations envisagées dans l'Accord de Principe Restructuration, la répartition du capital de la Société devrait être réparti approximativement comme suit :

- le Groupement : 50,2% ;
- les créanciers financiers non sécurisés : 49,4% ; et
- les actionnaires existants : 0,4%⁷⁶.

⁷² Fin décembre 2022, Orpea a annoncé le dernier tirage de la Tranche A4 du crédit syndiqué prévu dans le Protocole à hauteur de 200 M€, minoré des frais liés au tirage, soit une incidence nette de 199 M€. Communiqué de presse en date du [2 janvier 2023](#).

⁷³ Dette financière nette / EBITDA Pre IFRS 16.

⁷⁴ (Dette brute : 5,5 Md€ - Trésorerie : 0,6 M€ = 4,9 Md€) / EBITDA estimé pour 2025 : 745 M€.

⁷⁵ Communiqué de presse du [15 novembre 2022](#), p. 16.

⁷⁶ Selon l'hypothèse que les actionnaires existants ne participent pas aux augmentations de capital qui leur sont ouvertes.

2.6.4. Volet financier de l'Accord d'Étape

L'Accord d'Étape conclu entre la Société et le G6⁷⁷ prévoit des crédits syndiqués sécurisés complémentaires de 600 M€ destinés au financement des besoins généraux des sociétés Niort 94 et Niort 95.

Il se compose de trois lignes de crédit :

- une ligne de crédit renouvelable de 400 M€⁷⁸ à échéance 30 juin 2026 ;
- deux facilités de crédit renouvelable⁷⁹ d'un montant maximum de 100 M€ chacune arrivant à échéance à la date la plus proche entre le 31 décembre 2023 et 5 jours ouvrés suivant la réalisation de l'augmentation de capital souscrite par le Groupement ;
- les trois lignes de crédit portant intérêt à un taux égal à EURIBOR augmenté d'une marge de 2%.

Ce financement complémentaire a été mis en place le 29 mai 2023 avec Orpea SA comme co-emprunteur des crédits D1B, D2 et D3. Il est assorti de sûretés, de garantie et d'engagement d'apport de fonds propres :

- un nantissement de premier rang consenti par ORESC 27, société dont le capital est entièrement détenu par Orpea, qui porte la totalité des titres composant le capital d'ORESC 26, qui elle-même détient directement la totalité du capital et des droits de vote des sociétés Niort 94 et Niort 95, entités du Groupe qui détiennent des actifs immobiliers ;
- dans le cadre du plan de sauvegarde, un nantissement de créances sur l'ensemble des créances qu'Orpea détient ou détiendrait sur les sociétés Niort 94 et Niort 95 ainsi que leurs filiales respectives au titre de prêts intragroupe/avances accordés par Orpea à ces entités⁸⁰ ;
- une garantie autonome en application de l'article 2321 du Code civil au titre du crédit D1A devant être consentie dans le cadre de l'approbation du plan de sauvegarde accéléré ;
- un privilège de *post money* en application de l'article L. 626-10 du Code de commerce au titre du crédit D1B, du crédit D2 et du crédit D3 accordé par le Tribunal de Commerce spécialisé de Nanterre ;
- un engagement d'Orpea d'apport en fonds propres conforme à l'article 2322 du Code civil souscrit au profit des sociétés Niort 94 et Niort 95, afin de maintenir une position nette positive de leur bilan et de couvrir tout besoin de liquidités⁸¹ ;
- 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 toutes filiales (directe ou indirecte) au titre de prêts intragroupe/avances⁸² accordés par Niort 94 et Niort 95 à leurs filiales.

⁷⁷ Communiqués de presse du [20 mars 2023](#) et du [24 mars 2023](#).

⁷⁸ Réparti en un crédit D1A d'un montant de 200 M€ et un crédit D1B d'un montant de 200 M€.

⁷⁹ Respectivement le crédit D2 et le crédit D3.

⁸⁰ Autres qu'au titre de *cash-pooling* ou déjà cédées en garantie des crédits de juin 2022.

⁸¹ En lien avec le service de la dette au titre des crédits et les coûts de structure et frais généraux supportés par ces entités.

⁸² Autres qu'au titre de *cash pooling*

Niort 94 et Niort 95 consentent à l'affectation au remboursement anticipé de ces trois lignes de crédits de tout ou partie des produits nets perçus :

- de tout endettement financier contracté dans le cadre de financements externes de Niort 94 et Niort 95 ;
- de l'augmentation de capital d'Orpea souscrite par le Groupement et prévue par le plan de sauvegarde ;
- de cession d'actifs immobiliers par Orpea.

En outre, Orpea et ORESC 27 se sont engagées à maintenir un ratio LTV⁸³ Niort 94 / Niort 95 inférieur à 55% au 31 décembre 2023 et à 50% au 31 décembre de chaque année suivante, où :

$$\text{Ratio LTV Niort 94 / Niort 95} = \frac{\text{Dette consolidée Niort 94 / Niort 95}^{84}}{\text{Valeur brute des actifs Niort 94 / Niort 95}^{85}}$$

2.6.5. Aménagement de la documentation financière du Protocole

Dans son communiqué de presse du 20 mars 2023⁸⁶, Orpea a également indiqué les principales modifications devant être apportées au contrat du crédit syndiqué du Protocole (§ 2.6.1.1 (ii)).

Les principaux termes sont les suivants :

- une marge annuelle des crédits A1, A2/A3, B et C1/C2 ramenée à 2% ;
- une date d'échéance décalée au 31 décembre 2027 pour l'ensemble des crédits, à l'exception du crédit A4 (échéance 31 décembre 2023) ;
- un nouvel échéancier contractuel des amortissements⁸⁷ ;
- des remboursements anticipés obligatoires⁸⁸ le 30 juin de chaque année à compter du 30 juin 2025 au titre des crédits A1, A2/A3 et B d'un montant égal :
 - à 75% des produits nets de cession d'actifs opérationnels et immobiliers perçus par des entités du Groupe depuis la date d'entrée en vigueur et jusqu'à la clôture de l'exercice précédent, diminués du montant total des amortissements, des

⁸³ *Loan to value*.

⁸⁴ Montant total de l'encours principal au titre de l'endettement financier externe de Niort 94, Niort 95 et de leurs filiales, en ce compris les trois lignes de crédits de l'Accord d'Étape et les contrats de location-financement, et à l'exclusion des avances en compte courant, des prêts intragroupe et de l'endettement financier contracté au titre de tout accord de *cash pooling* au niveau du Groupe.

⁸⁵ Valeur brute totale des actifs détenus par Niort 94, Niort 95 et leurs filiales (à l'exception des LMP et des minoritaires si aucune évaluation tierce n'est disponible), évaluée par des évaluateurs indépendants.

⁸⁶ Communiqué de presse du [20 mars 2023](#).

⁸⁷ Pour le Crédit A1 : échéance de 200 M€ au 31 octobre 2024, échéance de 200 M€ (augmentée du montant du produit net de toute cession d'actifs jusqu'à 100 M€) au 31 octobre 2025 et échéance de 200 M€ au 31 octobre 2026. Pour le Crédit A4 : échéance de 200 M€ au 31 décembre 2023. Pour les Crédits A2/A3, B et C1/C2 : à maturité.

⁸⁸ Ce remboursement anticipé sera appliqué dans l'ordre chronologique des amortissements prévus au titre des Crédits A1, A2/A3 et B (*pari passu* et sur une base prorata pour les amortissements tombant à la même date).

remboursements anticipés volontaires et des remboursements anticipés sur la même période, et sous réserve de maintenir la liquidité du Groupe⁸⁹ à 300 M€⁹⁰ ;

- à une partie des produits nets des souscriptions en cas d'émissions de nouvelle dette sur les marchés de capitaux⁹¹.

2.7. Analyse de la Restructuration dans le cadre de la Mission

Ledouble a été désigné en tant qu'expert financier indépendant, avec pour mission d'établir, sur la base des dernières informations, notamment financières, pouvant être fournies par Orpea, une évaluation du Groupe selon un scénario de continuité d'exploitation sous condition de refinancement.

Au cours des travaux que nous avons réalisés dans le cadre de la première et de la troisième ordonnance du Tribunal de commerce de Nanterre :

- nous avons été confrontés à des limitations techniques liées à des données non disponibles, et à un accès à des informations seulement provisoires ou en cours de finalisation, de sorte que nous avons retenu un certain nombre d'hypothèses ;
- en l'absence de plan de restructuration financière finalisé, nous n'avons pas été en mesure d'apprécier son impact sur le patrimoine des différentes parties prenantes, ni par conséquent l'équité du schéma de la restructuration dont les principes sont décrits dans le communiqué de presse de la Société du 15 novembre 2022.

À ce jour :

- les comptes consolidés et les comptes annuels du dernier exercice clos le 31 décembre 2022 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes ;
- l'Accord de Principe Restructuration communiqué par la Société le 1^{er} février 2023 et l'Accord de Lock-Up signé le 14 février 2023 engagent les créanciers signataires à soutenir la Restructuration ;
- une majorité des créanciers financiers non sécurisés adhèrent au plan de restructuration financière de la Société conclu le 14 février 2023 avec le Groupement et le SteerCo ;
- la conclusion de nouveaux accords de financement avec le G6 s'inscrit dans la mise en oeuvre de la restructuration financière du Groupe avec l'ouverture de la procédure de sauvegarde accélérée par le Tribunal de commerce spécialisé de Nanterre en date du 24 mars 2023.

⁸⁹ Liquidité du Groupe se définit comme la somme entre (i) 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 et (ii) la trésorerie et équivalents en trésorerie du Groupe.

⁹⁰ Conformément au Protocole, 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) 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 M€ ; et
- il s'appliquera pour la première fois le dernier jour du premier trimestre calendaire se terminant après la date d'entrée en vigueur.

⁹¹ Sous réserve que ce remboursement anticipé soit affecté au paiement des amortissements par ordre chronologique au titre des Crédits A1, A2/A3 et B (*pari-passu* et au prorata des amortissements intervenant à la même date).

3. Activités, environnement et performances d'Orpea

3.1. Caractéristiques sectorielles⁹²

Le secteur de la prise en charge, au sein d'établissements spécialisés, des personnes fragilisées se caractérise par un environnement réglementé, requérant dans bon nombre de pays des autorisations administratives de la part des autorités de tutelle (régionales ou nationales) pour l'exploitation et les ouvertures d'établissements, et le respect de nombreuses normes de fonctionnement, sous le contrôle des autorités de tutelle.

La tarification de la prise en charge de la dépendance est non seulement complexe, mais également encadrée dans l'ensemble des pays européens, dans une logique de contrôle des dépenses publiques de santé ; le prix de journée se subdivise schématiquement en deux parties :

- > l'une correspondant aux soins et aux dépenses médicales, généralement financée par les pouvoirs publics ;
- > l'autre correspondant à l'hébergement, la restauration, l'animation, le confort hôtelier, généralement financée par le résident/patient ou/et les assurances privées.

Le cœur de métier des groupes français intégrés et pour la plupart à rayonnement européen, au premier rang desquels se positionnent Korian et Orpea, est constitué des maisons de retraite médicalisées et des cliniques de soins médicaux et de réadaptation (SMR ex-SSR) ; les acteurs majeurs sur ces deux créneaux sont les suivants :

| Maisons de retraite médicalisées | | SMR-SSR | |
|---|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| Principaux acteurs | CA consolidé (Md€) | Principaux acteurs | CA consolidé (Md€) |
| Korian | 4,3 | Korian | 4,3 |
| Orpea | 4,3 | Orpea | 4,3 |
| DomusVi | 1,6 | Ramsay Santé | 4,0 |
| Colisée | 1,2 | Elsan | 2,2 |
| LNA Santé | 0,7 | Colisée | 1,2 |
| | | Vivalto Santé | 0,8 |
| | | LNA Santé | 0,7 |

Source : Xerfi

Les accords du Ségur de la Santé, qui s'est déroulé au sortir de la période de confinement consécutive à la survenance de la pandémie de Covid-19 en mars 2020, ont été signés le 13 juillet 2020 par le gouvernement et les organisations syndicales, à la suite de l'engagement du gouvernement de revaloriser le statut des professionnels et des cadres des établissements de santé et des EHPAD face à la crise sanitaire, en ce qui concerne les carrières, les métiers et les rémunérations ; au total, une enveloppe de 7,6 Md€⁹³ par an leur a été allouée. L'application des revalorisations salariales actées par le Ségur de la Santé a par voie de conséquence alourdi la masse salariale des EHPAD et cliniques privées depuis 2020⁹⁴.

Les crédits du Ségur de la Santé ont également été attribués dans le cadre d'un plan d'investissement dans le secteur médico-social, avec des opérations de création, rénovation, réhabilitation ou reconstruction d'EHPAD en 2021.

⁹² Source : Documentation sectorielle recensée en **Annexe 3**.

⁹³ Enveloppe consacrée à la revalorisation de l'ensemble des métiers non médicaux dans les établissements de santé et médico-sociaux, y compris les EHPAD, publics ou privés.

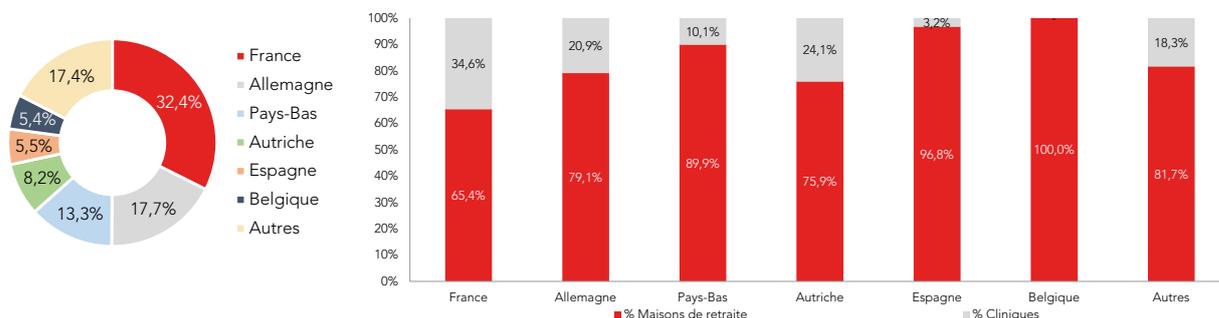
⁹⁴ Xerfi (2022) « Les maisons de retraite médicalisées », octobre, p. 59 ; « Les cliniques de soins médicaux et de réadaptation (SMR) », octobre, p. 70.

3.2. Positionnement d'Orpea

En misant sur l'extension de son parc d'établissements en gestion pour accroître ses revenus, le Groupe, dans le cadre de sa stratégie immobilière, a développé au cours de la dernière décennie la construction de nouveaux sites, tout en faisant l'acquisition de structures existantes⁹⁵ ; début 2021, le Groupe a toutefois confirmé le recentrage de sa stratégie sur la création de nouveaux établissements dans les grandes villes d'Europe et d'Amérique latine⁹⁶.

À titre indicatif, sur la Période Explicite du Plan d'Affaires, la part relative des pays appréciée en nombre d'établissements, et la répartition entre les maisons de retraite et les cliniques, sont les suivantes :

Part relative des pays en nombre et type d'établissements 2022-2025



Source : Plan d'Affaires

3.2.1. Activités opérationnelles

Depuis sa création en 1989, le Groupe a accéléré son internationalisation dans les années 2010, et développé à l'échelle mondiale une offre globale de soins et de services complémentaires, répondant à la prise en charge globale de la dépendance et structurée autour de son cœur de métier :

- maisons de retraite médicalisées ;
- cliniques de soins de suite et de réadaptation (SMR ex-SSR)⁹⁷ en hospitalisation complète et en ambulatoire (hôpital de jour et de nuit) ; et
- cliniques de santé mentale⁹⁸ (cliniques psychiatriques)⁹⁹.

⁹⁵ À titre d'exemples, acquisition de TLC Group et Brindley Healthcare en Irlande, partenariat d'investissement immobilier avec la foncière Icade Santé en Allemagne, prises de participations dans Brazil Senior Living au Brésil et Senior Suites au Chili.

⁹⁶ Communiqué de presse du [9 février 2021](#).

⁹⁷ Réhabilitation gériatrique, réhabilitation neurologique, réhabilitation pour les maladies chroniques et du métabolisme, traitement des addictions, réhabilitation orthopédique, réhabilitation cardiologique et respiratoire, soins de suite en cancérologie.

⁹⁸ Spécialités psychiatriques (troubles de l'humeur, troubles anxieux, addictions, troubles du comportement alimentaire, troubles du sommeil, troubles de stress post-traumatique, *burn-out*) et unités spécialisées (prise en charge d'adolescents et de jeunes adultes, rééducation psychiatrique mère-enfant, géronto-psychiatrie, psychiatrie de longue durée, psychiatrie périnatale).

⁹⁹ Clinéa, filiale d'Orpea, est en particulier dédiée au sein du Groupe à la gestion des cliniques de soins de suite et des cliniques psychiatriques en hospitalisation à temps complet ou partiel (hospitalisation de jour).

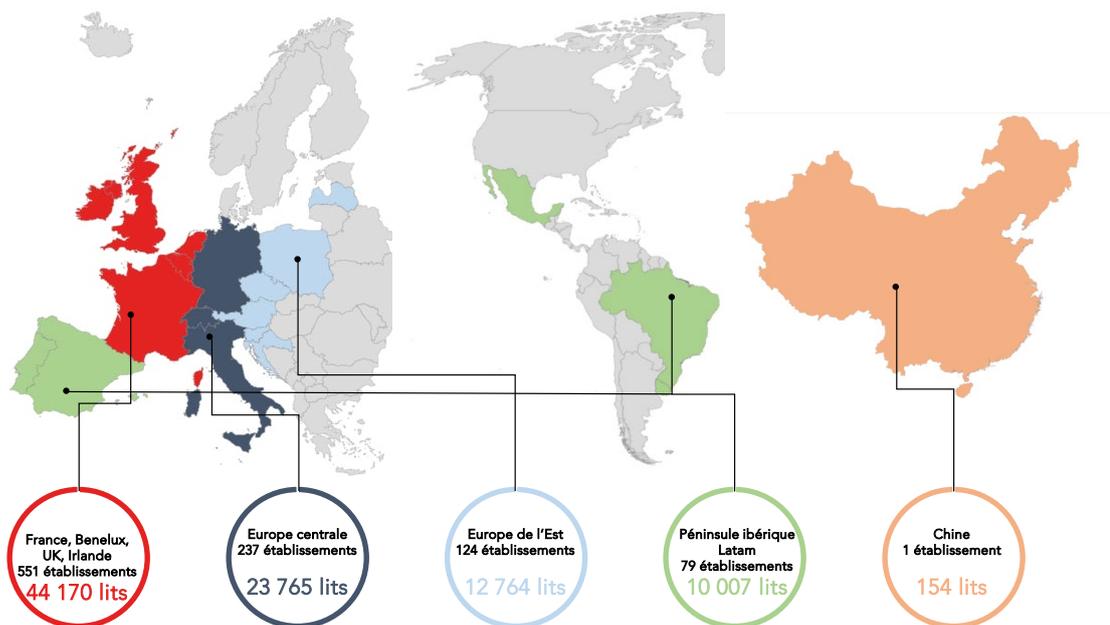
Le Groupe exerce deux autres activités corollaires :

- services et soins à domicile pour personnes âgées indépendantes ou personnes en perte d'autonomie dont la mobilité se trouve provisoirement ou définitivement réduite ; et
- résidences services pour seniors autonomes ou semi-valides souhaitant préserver leur indépendance.

Il dispose désormais d'un réseau mondial de près de 91.000 lits en exploitation, répartis sur près d'un millier d'établissements¹⁰⁰ et une vingtaine de pays couvrant principalement quatre zones géographiques à dominante européenne¹⁰¹ :

- France, Benelux (Belgique, Luxembourg, Pays-Bas), Royaume-Uni (UK), Irlande : 44.170 lits (48,6%) ;
- Europe Centrale (Allemagne, Italie, Suisse) : 23.765 lits (26,2%) ;
- Europe de l'Est (Autriche, Croatie, Lettonie, Pologne, République tchèque, Slovaquie) : 12.764 lits (14,1%) ;
- Péninsule Ibérique (Espagne, Portugal) et Amérique latine (Brésil, Mexique, Uruguay) : 10.007 lits (11,1%).

Répartition géographique et part relative des activités du Groupe en 2022



Source : Société, DEU 2022, p. 33.

Compte tenu de la fragmentation du secteur privé commercial à l'échelle européenne, la part de marché qu'y occupe Orpea est inférieure à 5% dans tous les pays ; cette situation augure d'un phénomène de concentration dans les années à venir¹⁰².

¹⁰⁰ 90.860 lits en exploitation, dont 64% au sein du réseau international, sur 992 établissements ouverts au 31 décembre 2022. DEU 2022, p. 33.

¹⁰¹ Outre les pays susmentionnés, le Groupe est présent en Chine, avec une capacité de 154 lits (0,2%). DEU 2022, p.33.

¹⁰² DEU 2022, p. 33.

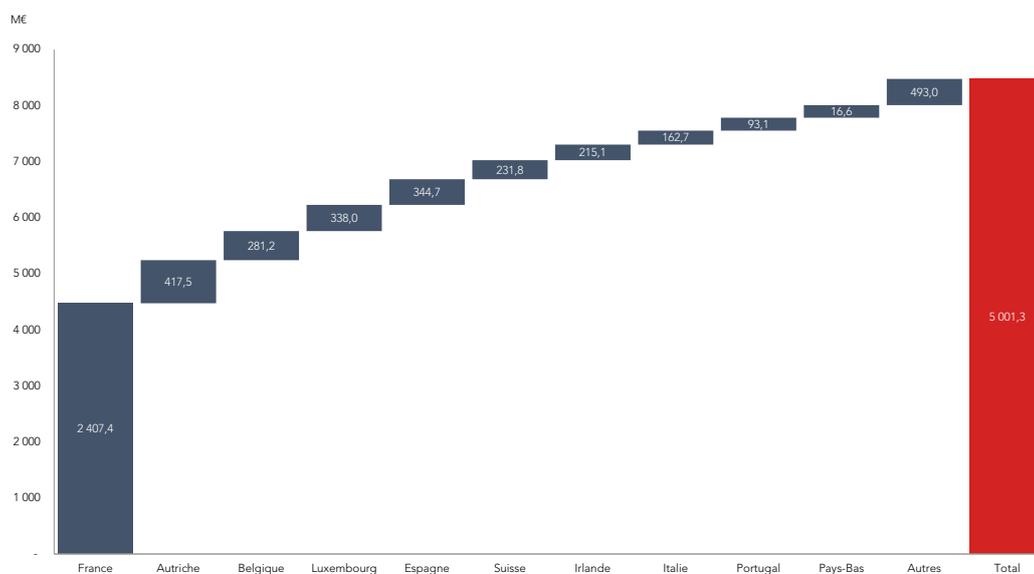
3.2.2. Stratégie immobilière

En matière immobilière, la stratégie du Groupe reposait sur la propriété d'une partie importante de son parc. Dans le cadre du Plan de la Refondation, Orpea adapte sa politique de détention des actifs dont l'objectif est un taux de détention de l'ordre de 20-25%¹⁰³ du portefeuille immobilier et la création d'une foncière dédiée dont Orpea resterait l'actionnaire principal et l'opérateur.

Au 31 décembre 2022, l'actif immobilier représente, avec les actifs en cours de construction, un patrimoine valorisé dans les comptes consolidés à 5,0 Md€ (§ 3.4.2.2).

L'exercice 2022 est marqué par un changement de méthode comptable appliquée aux ensembles immobiliers comptabilisés selon IAS 16 avec effet rétroactif, qui conduit à l'annulation rétroactive de la survalue constatée au bilan depuis le début de la mise en œuvre de cette norme, d'une part, et à la réintégration dans les tests de dépréciation des actifs selon IAS 36 de la valeur nette comptable de chacun des actifs immobiliers détenus, d'autre part. L'ensemble des actifs immobiliers détenus et exploités ne sont dès lors plus valorisés à la juste valeur.

Les principaux pays portant les immobilisations corporelles détenues en propre sont les suivants¹⁰⁴ :



3.3. Principaux faits marquants survenus en France depuis début 2022

À la suite de la publication, le 26 janvier 2022, d'un livre contenant des allégations de dysfonctionnements au sein des EHPAD français du Groupe¹⁰⁵ :

- le Conseil d'Administration a mandaté les cabinets Grant Thornton et Alvarez & Marsal pour mener une évaluation indépendante ; le ministère de la Santé et des Solidarités a parallèlement diligenté une double enquête, via l'Inspection générale des affaires sociales (IGAS) et l'Inspection générale des finances (IGF) ;

¹⁰³ Pour mémoire, le taux de détention s'établissait à 46% à fin 2021.

¹⁰⁴ Pour mémoire, les actifs immobiliers de l'Allemagne sont portés par le Luxembourg.

¹⁰⁵ Victor Castanet, « Les fossoyeurs », éditions Fayard.

- le 30 janvier 2022, le Conseil d'Administration a mis fin aux fonctions de Directeur Général de Monsieur Yves Le Masne, et nommé Monsieur Philippe Charrier en qualité de Président et Directeur Général ;
- le 26 mars 2022¹⁰⁶, Orpea a fait part au marché des éléments ressortant des rapports de l'inspection conjointe IGAS-IGF¹⁰⁷ ;
- le 26 avril 2022, la Société a publié le rapport d'étape en date du 16 avril 2022¹⁰⁸ des cabinets Grant Thornton et Alvarez & Marsal, préalablement présenté au Conseil d'Administration, confirmant les conclusions de la mission IGAS-IGF ; les rapports finaux sur les différents volets de l'évaluation indépendante ont été remis subséquemment au Conseil d'Administration et les principales constatations des cabinets Grant Thornton et Alvarez & Marsal rendues publiques¹⁰⁹ ;
- le 2 mai 2022¹¹⁰, Orpea a déposé plainte auprès du Procureur de la République pour des faits et opérations passés, sans aucun lien avec les conditions d'accueil et de soin des résidents, susceptibles de poser question au regard de l'intérêt social et découverts à la suite d'investigations internes qui ont révélé des fraudes dont la Société et ses filiales ont pu être victimes ; le Conseil d'Administration a par ailleurs nommé Monsieur Laurent Guillot Directeur Général avec effet au 1^{er} juillet 2022 ;
- le 3 juin 2022, Orpea et certaines de ses filiales ont conclu un Protocole avec les banques du G6 aux termes duquel ces dernières ont consenti à la Société un crédit syndiqué d'un montant total maximum de 3.229 M€ (§ 2.6.1.1) ;
- le 28 juillet 2022¹¹¹, l'Assemblée Générale Mixte d'Orpea a approuvé le profond renouvellement de la composition du Conseil d'Administration, avec la nomination de nouveaux administrateurs indépendants, dont Monsieur Guillaume Pepy également nommé en qualité de Président du Conseil d'Administration ;
- le 29 juillet 2022, la Caisse nationale de solidarité pour l'autonomie (CNSA) a adressé à la Société une mise en demeure de restitution de financements reçus par Orpea¹¹² ;
- le 26 octobre 2022, Orpea a annoncé par voie de communiqué de presse l'ouverture d'une procédure de conciliation ainsi que l'anticipation de dépréciations d'actifs majeurs au 31 décembre 2022, liés à la revue stratégique en cours (§ 2.6.1.2) ;

¹⁰⁶ « Réaction d'Orpea suite au rapport final de la mission d'inspection conjointe IGAS-IGF », [26 mars 2022](#).

¹⁰⁷ Les risques à ce titre sont provisionnés au 31 décembre 2022 à hauteur de 86 M€ (§ 3.4.2.12).

¹⁰⁸ « Point d'étape de la mission d'évaluation indépendante portant sur les allégations formulées dans l'ouvrage « Les Fossoyeurs » réalisée par les cabinets Grant Thornton et Alvarez & Marsal », [26 avril 2022](#).

¹⁰⁹ « Orpea publie la synthèse du rapport de la mission d'évaluation externe sur les usages de fonds publics et les relations commerciales avec des tiers », [8 juin 2022](#) ; « Orpea publie la synthèse du rapport de la mission d'évaluation externe sur la prise en charge des résidents des EHPAD en France et le volet social », [29 juin 2022](#).

¹¹⁰ « M. Laurent Guillot nommé directeur général d'Orpea », [2 mai 2022](#).

¹¹¹ Assemblée générale 2022, [28 juillet 2022](#).

¹¹² À concurrence de 55,8 M€ ; dans sa réponse du 29 août 2022 relayée dans un communiqué de presse du [30 août 2022](#), Orpea s'est engagé à procéder au remboursement d'une somme de 25,7 M€, provisionnée au 30 juin 2022 (§ 3.4.2.12), et le 22 novembre 2022 a finalement accepté de payer la totalité dans le cadre du Plan de la Refondation : « Dans le cadre de son projet de refondation, Orpea décide de rembourser l'intégralité du montant dû à la Caisse de Solidarité pour l'Autonomie (CNSA) et propose des solutions pour répondre à la problématique des « faisant fonction », [22 novembre 2022](#).

- le 26 octobre 2022, les sociétés Nextstone Capital et Mat Immo Beaune ont franchi en hausse et de concert le seuil de 5% du capital d'Orpea¹¹³ ;
- le 10 novembre 2022, Orpea a répondu, préalablement à la présentation du Plan de la Refondation, à une lettre ouverte adressée par Nextstone Capital et Mat Immo Beaune¹¹⁴ ;
- en marge de son volet financier (§ 2.6.1.3), le Plan de la Refondation présenté le 15 novembre 2022¹¹⁵, à l'issue d'un diagnostic portant sur des malversations financières des anciens dirigeants, des pratiques de gestion dysfonctionnelles¹¹⁶, et un développement international excessif et non maîtrisé, répond par le plan d'action engagé depuis le mois de juillet 2022, autour de trois objectifs clés de remédiation¹¹⁷, d'organisation¹¹⁸ et de remobilisation¹¹⁹ ;
- le 21 décembre 2022, Orpea a, d'une part, déposé plainte à l'encontre de l'ancien Directeur Général du Groupe visant des faits susceptibles de caractériser des infractions d'abus des biens ou du crédit de la Société, d'abus de confiance, de complicité, recel ou blanchiment¹²⁰ et, d'autre part, fourni des informations additionnelles pour l'exercice 2022 concernant le montant anticipé des dépréciations d'actifs et la valeur du patrimoine immobilier au 31 décembre 2022¹²¹ (§ 3.5) ;
- le 2 janvier 2023, Orpea a annoncé les derniers tirages effectués au titre de l'accord de financement, à hauteur de 205 M€, correspondant à l'utilisation intégrale du crédit A4 et au solde du crédit B¹²² (§ 2.6.1.1 ii) ;
- le 11, le 19 et le 30 janvier 2023, sont annoncés successivement la poursuite des discussions avec les créanciers financiers et des investisseurs tiers dans le cadre de la procédure de conciliation¹²³, l'arrêt des discussions entre le consortium d'investisseurs français mené par la CDC et les créanciers financiers du Groupe (§ 1.1)¹²⁴, puis la reprise de ces discussions ainsi que la demande de suspension de la cotation des actions et des titres obligataires¹²⁵ ;

¹¹³ Déclaration de franchissement de seuil et déclaration d'action de concert, référence AMF : 222C2415 ; « Orpea a pris connaissance du franchissement de seuil dans le cadre d'une action de concert du Groupe familial Mat Immo Beaune et Nextstone », [27 octobre 2022](#).

¹¹⁴ « Réponse à la lettre ouverte de Nextstone Capital et Mat Immo Beaune », [10 novembre 2022](#).

¹¹⁵ « Orpea change ! Avec vous et pour vous », [15 novembre 2022](#).

¹¹⁶ Organisation incomplète ; Manque d'attention portée aux collaborateurs ; Absence de dialogue social ; Reporting financier opaque ; Contrôle de gestion embryonnaire ; Absence de base de données immobilière.

¹¹⁷ Tolérance zéro contre les pratiques non éthiques ; Mise en place d'un examen sincère et transparent quand un établissement a été mis en cause ; Révision de la politique de signalement ; Accélération du recrutement pour donner les moyens aux collaborateurs de travailler ; Revue des fonctions support Groupe et France.

¹¹⁸ Structuration d'une politique Ressources Humaines et sociale ; Création en France d'un conseil d'orientation éthique, Soins et Bienveillance ; Structuration et réorganisation des fonctions support ; Refonte du projet restauration (France).

¹¹⁹ Initiation du dialogue avec les parties prenantes pour les rendre partenaires de la transformation ; Mise en place d'un projet de changement collaboratif avec les collaborateurs ; Lancement de la réflexion sur les prises en charge et services de demain ; Développement de synergies entre les métiers.

¹²⁰ « Orpea a déposé plainte à l'encontre d'Yves Le Masne, ancien Directeur Général du Groupe », [21 décembre 2022](#).

¹²¹ « Informations additionnelles pour l'exercice 2022 », [21 décembre 2022](#).

¹²² « Orpea annonce les derniers tirages, à hauteur de 205 millions d'euros, au titre de l'accord de financement de 3,2 milliards d'euros conclu avec ses principaux partenaires bancaires en juin 2022 », [2 janvier 2023](#).

¹²³ « Poursuite des discussions avec les créanciers financiers », [11 janvier 2023](#).

¹²⁴ « Arrêt des discussions entre le consortium d'investisseurs français mené par la Caisse des Dépôts et Consignations et les créanciers financiers du Groupe », [19 janvier 2023](#).

¹²⁵ « Reprise des discussions entre la Société, le Groupement d'investisseurs français mené par la Caisse des Dépôts et Consignations et un groupe de créanciers financiers. Suspension de la cotation des actions et des titres obligataires », [30 janvier 2023](#).

- le 1er février 2023, l'Accord de Principe Restructuration est officialisé (§ 1.1) ;
- le 9 février 2023, CPPIB a notifié à la Société son franchissement de seuil à la baisse suite à la cession de 7.424.188 actions Orpea entre le 2 et le 7 février 2023¹²⁶ (§ 2.2) ; au 14 février 2023, CPPIB ne détenait plus aucune action de la société ;
- le 14 février 2023 est annoncée la signature de l'Accord de Lock-Up (§ 1.1) ;
- le 23 février 2023, Orpea a fait état publiquement de la prolongation jusqu'au 25 mars 2023, sur requête du Conciliateur et sans nouvelle prolongation ultérieure possible, de la procédure de conciliation ouverte le 25 octobre 2022, préalable à la fixation de la date butoir d'adhésion à l'Accord de Lock-Up au 10 mars 2023 pour permettre notamment à la Société d'élargir le soutien des créanciers financiers non sécurisés qui n'ont pas encore pu y adhérer (§ 1.1) ;
- le 13 mars 2023, Orpea annonce qu'une majorité des créanciers financiers non sécurisés du Groupe a adhéré à l'Accord de Lock-Up (§ 1.1) ;
- le 20 mars 2023, Orpea annonce la signature de l'Accord d'Étape avec les principaux partenaires bancaires du Groupe ainsi que l'aménagement de la documentation de financement de juin 2022 (§ 1.1) ;
- le 24 mars 2023, Orpea annonce l'ouverture de la procédure de sauvegarde accélérée (§ 1.1).

3.4. Analyse historique des performances d'Orpea

Les performances du Groupe de 2018 à 2022, en termes d'activité et de rentabilité (§ 3.4.1), ainsi que sa structure bilancielle à fin 2022 (§ 3.4.2) et l'historique de ses flux de trésorerie (§ 3.4.3) sont présentés ci-après.

Ces données sont issues des comptes consolidés du Groupe établis en conformité avec le référentiel comptable international IFRS, la date de clôture annuelle des comptes étant le 31 décembre ; pour mémoire :

- le Groupe a appliqué à compter du 1^{er} janvier 2019 la norme IFRS 16 « Contrats de location », qui a modifié le profil de l'EBITDA et de l'endettement. La norme IFRS 16 implique en effet de reconnaître au bilan les « droits d'utilisation » afférents à l'ensemble des biens loués et d'inscrire en contrepartie un montant de dettes locatives traduisant les engagements de paiement des loyers ; en contrepartie se substituent à la charge de loyers des dotations aux amortissements et charges financières ;
- le Groupe utilise par ailleurs divers instruments financiers pour gérer son exposition aux risques de taux et de change¹²⁷ :
 - les dérivés de taux sont comptabilisés au bilan en « Autres actifs et passifs courants » et en « Autres passifs non courants » en fonction de leur maturité, et évalués à la juste valeur dès la date de transaction ;
 - les dérivés de change sont comptabilisés au bilan en « Autres actifs et passifs courants », et évalués à la juste valeur dès la date de transaction.

Au 31 décembre 2022, le Groupe a changé de méthode d'évaluation des ensembles immobiliers utilisés pour l'exploitation et comptabilisés selon IAS 16 § 31 à 42 au titre des ensembles immobiliers exploités. Cette décision est un changement de méthode comptable avec effet rétroactif au sens d'IAS 8 (§ 3.2.2).

¹²⁶ « Franchissement de seuils à la baisse par CPPIB », [9 février 2023](#).

¹²⁷ DEU 2022, p. 331-332.

3.4.1. Analyse de l'activité et de la rentabilité

L'activité et la rentabilité du Groupe ont connu l'évolution suivante au cours des derniers exercices clos :

Compte de résultat

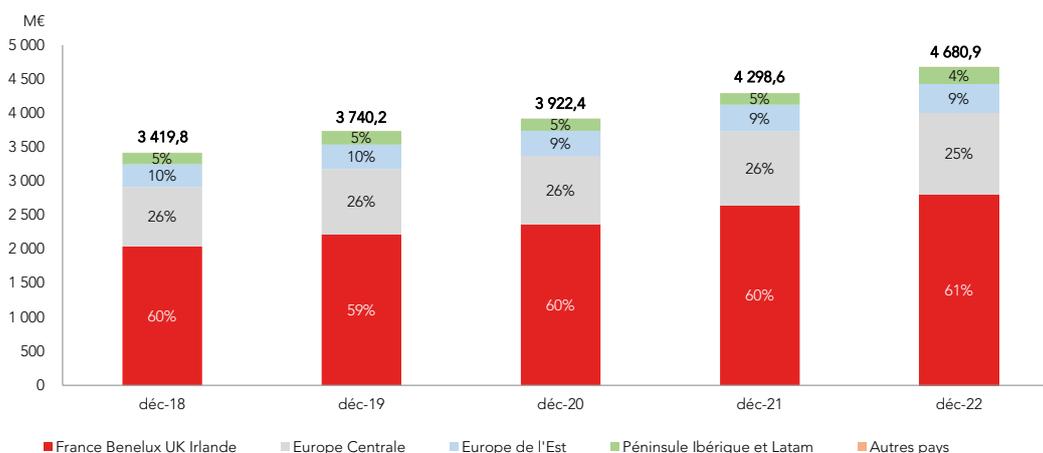
| M€ | déc.-18 | déc.-19 | déc.-20 | déc.-21 | déc.-22 |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|
| Chiffre d'affaires | 3 419,8 | 3 740,2 | 3 922,4 | 4 298,6 | 4 680,9 |
| <i>% croissance</i> | <i>9,0%</i> | <i>9,4%</i> | <i>4,9%</i> | <i>9,6%</i> | <i>8,9%</i> |
| EBITDAR | 911,8 | 982,8 | 963,0 | 1 070,2 | 779,7 |
| <i>% du chiffre d'affaires</i> | <i>26,7%</i> | <i>26,3%</i> | <i>24,6%</i> | <i>24,9%</i> | <i>16,7%</i> |
| EBITDA | 603,7 | 949,5 | 926,5 | 1 040,7 | 756,0 |
| <i>% du chiffre d'affaires</i> | <i>17,7%</i> | <i>25,4%</i> | <i>23,6%</i> | <i>24,2%</i> | <i>16,2%</i> |
| EBITDA hors IFRS 16 | 603,7 | 651,2 | 661,3 | 746,4 | 342,1 |
| <i>% du chiffre d'affaires</i> | <i>17,7%</i> | <i>17,4%</i> | <i>16,9%</i> | <i>17,4%</i> | <i>7,3%</i> |
| Dotations aux amortissements et provisions | (175,9) | (445,7) | (503,6) | (645,0) | (805,1) |
| Résultat opérationnel courant | 427,7 | 503,8 | 422,9 | 395,7 | (49,1) |
| <i>% du chiffre d'affaires</i> | <i>12,5%</i> | <i>13,5%</i> | <i>10,8%</i> | <i>9,2%</i> | <i>(1,0%)</i> |
| Produits et charges non courants (net) | 17,9 | 37,0 | 44,1 | (41,1) | (4 223,0) |
| Résultat opérationnel | 445,6 | 540,8 | 467,0 | 354,7 | (4 272,2) |
| <i>% du chiffre d'affaires</i> | <i>13,0%</i> | <i>14,5%</i> | <i>11,9%</i> | <i>8,3%</i> | <i>(91,3%)</i> |
| Résultat financier | (136,2) | (215,0) | (256,7) | (248,9) | (318,6) |
| Résultat avant impôt | 309,4 | 325,8 | 210,4 | 105,8 | (4 590,8) |
| Impôt | (95,3) | (98,6) | (52,6) | (37,5) | 596,5 |
| Quote-part du résultat MEE | 7,0 | 5,5 | 1,6 | (1,4) | (33,3) |
| Intérêts minoritaires | (0,7) | 1,2 | 0,7 | (1,7) | (0,5) |
| Résultat net part du Groupe | 220,4 | 234,0 | 160,0 | 65,2 | (4 027,0) |
| <i>% du chiffre d'affaires</i> | <i>6,4%</i> | <i>6,3%</i> | <i>4,1%</i> | <i>1,5%</i> | <i>(86,0%)</i> |

Source : Société

3.4.1.1. Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires se répartit comme suit par zone d'implantation du Groupe :

Répartition du chiffre d'affaires par zone géographique



Source : Société

L'évolution pluriannuelle du chiffre d'affaires du Groupe¹²⁸ met en évidence le déploiement de son réseau d'établissements à l'échelle internationale, avec :

- > en **2018**¹²⁹, un positionnement qualitatif de son offre en Allemagne (segment « premium »), et une hausse du chiffre d'affaires (+ 9,0%), soutenue par la croissance organique (+5,0%) et la contribution, sur tout ou partie de l'année, de nouvelles acquisitions en Allemagne (Inoges, leader du SSR ambulatoire) et aux Pays-Bas (Woonzorgnet, expert de la psychiatrie, et Dagelijks Leven, l'un des principaux acteurs des maisons de retraite) ;
- > en **2019**¹³⁰, une hausse du chiffre d'affaires (+ 9,4%), soutenue par la croissance organique (+4,7%) et l'effet en année pleine de nouvelles acquisitions en Allemagne (Axion, dans le secteur des maisons de retraite premium) et aux Pays-Bas (September et Allertzog, dans les secteurs respectivement des maisons de retraite et des soins à domicile) ;
- > en **2020**¹³¹, une hausse du chiffre d'affaires inférieure à celle des années précédentes dans le contexte pandémique (+4,9%), néanmoins soutenue par la croissance organique, ainsi que la croissance externe, avec l'effet, sur tout ou partie de l'année, de nouvelles acquisitions en Irlande (TLC Group, acteur majeur dans les maisons de retraite) et en France (établissements de Clinipsy et groupe Sinoué, dans le secteur des cliniques psychiatriques premium) ;
- > en **2021**¹³², une hausse du chiffre d'affaires (+9,6%), soutenue par la croissance organique (+5,5%), ainsi que l'ouverture d'établissements, de nouvelles acquisitions en cours d'année en Irlande (FirstCare, Belmont House, Brindley Healthcare, dans le secteur des maisons de retraite) et en Suisse (Sensato, groupe privé regroupant des maisons de retraite et des résidences services) et la remontée progressive du niveau d'activité par rapport au « creux » de l'année 2020 ;
- > en **2022**¹³³, une hausse du chiffre d'affaires (+8,9%) soutenue par la croissance organique (+5,5%). La France (+2,1%) reste pénalisée par le contexte de crise affectant les maisons de retraite du Groupe alors que les autres zones géographiques enregistrent des taux de croissance élevés grâce au redressement de l'activité lié à la sortie progressive de la crise sanitaire, à la montée en puissance d'établissements nouvellement ouverts et à des revalorisations tarifaires intervenues dans certains pays (notamment en Allemagne et en Belgique).

¹²⁸ Par référence aux DDR (2017 à 2019), DEU (2020 à 2022), et communiqués de presse (datés ci-après).

¹²⁹ Communiqués de presse du [7 novembre 2017](#) ; [2 mai 2018](#).

¹³⁰ Communiqués de presse du [5 novembre 2018](#) ; [25 septembre 2018](#).

¹³¹ Communiqués de presse du [17 mars 2020](#) ; [21 juillet 2020](#) ; [24 septembre 2019](#).

¹³² Communiqué de presse du [29 juin 2021](#).

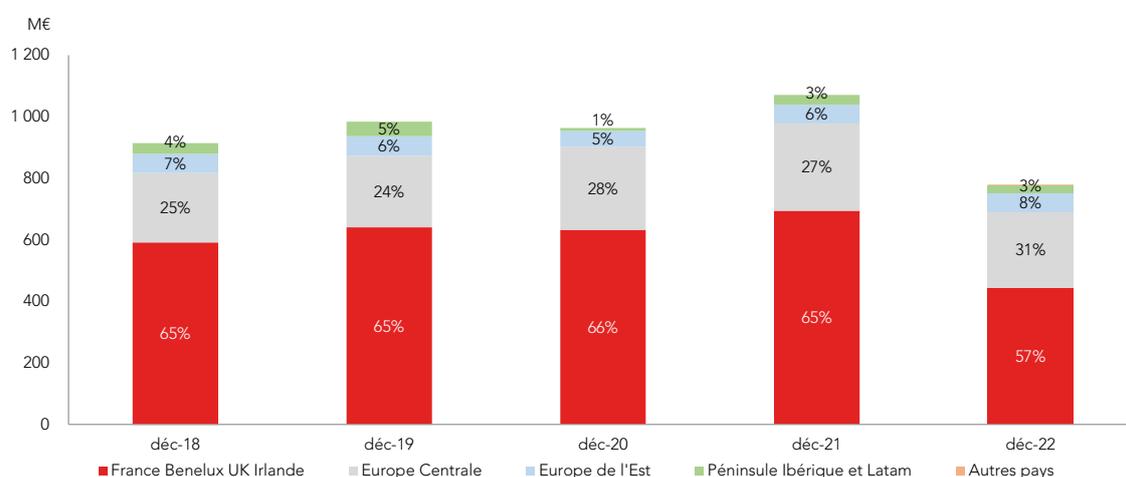
¹³³ Communiqué de presse du [13 février 2023](#).

3.4.1.2. Rentabilité opérationnelle¹³⁴

(i) EBITDAR

L'EBITDAR se ventile comme suit par zone d'implantation du Groupe :

Répartition de l'EBITDAR par zone géographique



Source : Société

Jusqu'à la survenance de la pandémie début 2020, la marge d'EBITDAR ressort à un niveau relativement stable, entre 26% et 27% :

- en excluant les principales acquisitions consolidées en 2017 (§ 3.4.1.1), la marge d'EBITDAR au titre de cet exercice ressortait en hausse de 40 bp par rapport à 2016 à 27,5% versus 27,0% hors retraitement ;
- l'EBITDAR a enregistré en 2018 les effets du déploiement du Groupe à l'international (§ 3.4.1.1), d'où une progression de 7,8% en valeur par rapport à 2017 et un taux de marge d'EBITDAR de 26,7% ;
- dans le prolongement de l'internationalisation des activités du Groupe (§ 3.4.1.1), la progression de l'EBITDAR en 2019 est équivalente à celle observée en 2018 (+7,8%), le taux de marge d'EBITDAR ressortant à 26,3% ;
- avec la survenance de la pandémie de Covid-19, le premier semestre de l'année 2020 a pesé sur la rentabilité par les surcoûts qu'elle a engendrés (perte d'activité, équipements de protection individuelle, primes au personnel) nonobstant les compensations reçues par le Groupe ; la rentabilité s'est redressée sur le second semestre dans les cliniques et certaines zones (Europe Centrale et Europe de l'Est). En année pleine, l'EBITDAR a accusé un repli de 2% par rapport à 2019 et a dégagé une marge de 24,6% ;

¹³⁴ L'EBITDA correspond au résultat opérationnel courant avant dotations nettes aux amortissements, inclus les provisions rattachées aux postes « charges externes » et « charges de personnel » ; corrélativement, l'EBITDAR correspond à l'EBITDA avant loyers, inclus les provisions rattachées aux postes « charges externes » et « charges de personnel ». DEU 2022, p. 274.

- > la progression de l'EBITDAR en 2021 (+11,1%) et la stabilisation de la marge d'EBITDAR à 24,9% sont à relier notamment à l'atténuation de l'impact de la pandémie ; les transformations liées au Ségur de la Santé (§ 3.1) se sont par ailleurs traduites par un effet dilutif de la marge sur la zone France Benelux UK Irlande (-100 bp) et à l'échelle du Groupe (-60 bp) ;
- > l'érosion de la marge d'EBITDAR constatée en 2022 (-27,1%), tant en valeur (779,7 M€ versus 1.070,2 M€) qu'en proportion du chiffre d'affaires (16,7% versus 24,9%) s'explique principalement par l'effet cumulé de la progression des charges de personnel (+24,7%) et des effets inflationnistes observés sur les achats (énergie, denrées alimentaires) ainsi que de la réduction ou la suppression des compensations relatives au Covid-19 reçues dans les différents pays, la remontée des taux d'occupation du Groupe n'ayant pas suffi à les compenser.

(ii) EBITDA

La progression significative du taux de marge d'EBITDA en 2019 par rapport aux exercices précédents (25,4% versus 17,7% en 2018 et 17,5% en 2017) est imputable à l'entrée en vigueur de la norme IFRS 16 (§ 3.4) ; retraité de cette norme au titre d'une charge locative de 298,3 M€ (§ 3.4.3), l'EBITDA ressort à 651,2 M€¹³⁵ en 2019 versus 603,7 M€ en 2018, soit une progression de +7,8% en ligne avec celle de l'EBITDAR (cf. *supra* i) et un taux de marge d'EBITDA de 17,4%¹³⁶.

La dégradation de la marge d'EBITDA en 2020 (-1,8%¹³⁷) est corrélée à celle de la marge d'EBITDAR (-1,7%¹³⁸). Le redressement de la marge d'EBITDA en 2021 (24,2%) est également lié à celui de la marge d'EBITDAR (24,9%) (cf. *supra* i).

Les facteurs explicatifs de la dégradation de la marge d'EBITDA en 2022 (16,2% versus 24,2% en 2021) sont similaires à ceux énoncés pour la marge d'EBITDAR (cf. *supra* i).

(iii) Rentabilité opérationnelle

Sur la période analysée, la rentabilité opérationnelle, qui a fortement chuté pour s'établir à (91,3%) en 2022 s'explique par la baisse de la rentabilité d'exploitation et l'augmentation des amortissements liées aux ouvertures de nouveaux établissements.

Les produits et charges non courants, qui se soldent par une charge nette élevée de 4.223 M€ à fin 2022¹³⁹, prennent en compte l'impact conjugué de plusieurs natures de dotations aux provisions pour dépréciation d'actifs et de charges afférentes à la gestion de la crise pour un montant total de 3.550 M€ dont principalement des dépréciations d'unités génératrices de trésorerie (« UGT »)¹⁴⁰.

¹³⁵ EBITDA 2019 : 949,5 M€ - charge locative IFRS 16 : 298,3 M€.

¹³⁶ EBITDA hors IFRS 16 : 651,2 M€ / chiffre d'affaires 2019 : 3.740,2 M€.

¹³⁷ 23,6% en 2020 versus 25,4% en 2019.

¹³⁸ 24,6% en 2020 versus 26,3% en 2019.

¹³⁹ DEU 2022, p. 336.

¹⁴⁰ Le solde se répartit entre des dépréciations immobilières constatées sur des actifs en cours de construction, des dépréciations de créances financières relatives à des partenariats et des charges liées à la gestion de la crise .

3.4.1.3. Imposition

Le taux effectif d'imposition dans les comptes consolidés du Groupe ressort au 31 décembre 2022 à 13% appliqué à un résultat avant impôt négatif à concurrence de (4.590,8 M€) versus un taux théorique d'imposition renseigné à 25,83%¹⁴¹; la différence entre la charge d'impôt attendue et la charge effective d'impôt aux bornes du Groupe s'explique principalement par la non reconnaissance des déficits fiscaux¹⁴², d'une part, et par les différences permanentes et la dépréciation des impôts différés actifs suite à l'analyse des plans d'affaires, d'autre part.

3.4.2. Structure bilancielle

La structure bilancielle considérée dans ses grandes masses extériorise le poids :

- des immobilisations incorporelles et corporelles, en ce compris les droits d'utilisation des actifs découlant de l'application de la norme IFRS 16 (§ 3.4), qui reflète notamment la stratégie immobilière du Groupe et la prédominance de la composante immobilière de son activité (§ 3.2.2) ;
- de la dette financière nette, problématique à laquelle le Groupe est confronté et recherche une issue depuis la conclusion du Protocole en date du 3 juin 2022 (§ 2.6.1.à § 2.6.5).

| Bilan simplifié | |
|---|------------------|
| M€ | déc.-22 |
| Goodwills | 1 362,5 |
| Immobilisations incorporelles | 1 592,2 |
| Immobilisations corporelles et en cours de construction | 5 001,3 |
| BFR | (349,0) |
| Impôts différés nets | (232,4) |
| Actif économique | 7 374,6 |
| Emprunts et dettes financières non courants | (1 378,3) |
| Emprunts et dettes financières courants | (8 236,5) |
| Trésorerie et équivalents trésorerie | 856,4 |
| Endettement net comptable | (8 758,4) |
| Autres passifs financiers courants et non courants | (183,7) |
| Actifs financiers non courants | 181,0 |
| Actifs détenus en vue de la vente | 353,2 |
| Mises en équivalence | 7,9 |
| Comptes courants | 101,6 |
| Créances liées au développement | 71,9 |
| Dettes liées au développement | (19,4) |
| Provisions | (362,4) |
| Intérêts minoritaires | 0,7 |
| Ajustement de l'endettement net comptable | 150,7 |
| Droits d'utilisation | 3 500,0 |
| Dette de loyers | (3 768,5) |
| Impact de la norme IFRS 16 | (268,5) |
| Actif net - part du Groupe | (1 501,5) |

Source : Société

¹⁴¹ DEU 2022, p. 338.

¹⁴² En application de la norme IAS 12 « Impôts sur le résultat », la charge d'impôt inclut la CVAE ; pour mémoire, la cotisation foncière des entreprises (CFE) est comptabilisée en charge opérationnelle courante.

3.4.2.1. *Goodwill et immobilisations incorporelles*¹⁴³

Les écarts d'acquisition (*goodwill*), d'un montant net de 1.362,5 M€ au 31 décembre 2022, sont à considérer conjointement avec les immobilisations incorporelles, d'un montant net de 1.592,2 M€ en lien essentiellement avec les autorisations d'exploitation :

- en fonction du niveau de régulation ainsi que de la constatation de marchés actifs dans les zones d'implantation du Groupe, les autorisations d'exploitation qui lui sont accordées sont comptabilisées :
 - soit en *goodwill* si elles ne peuvent être affectées,
 - soit directement en immobilisations incorporelles en application de la norme IAS 38 « Immobilisations incorporelles » ;
- la durée d'utilité des autorisations est considérée comme indéfinie ; leur coût d'acquisition correspond soit au prix effectivement payé lorsqu'elles sont acquises séparément, soit à leur juste valeur en cas d'acquisition dans le cadre de regroupement d'entreprises ;
- les *goodwill* et immobilisations incorporelles font l'objet d'un test de dépréciation en cas d'identification d'indices de perte de valeur et à chaque clôture annuelle ; les pertes de valeur sont comptabilisées au compte de résultat en « Autres charges opérationnelles courantes » ;
- pour mémoire, chaque site exploitant une maison de retraite ou une clinique constitue une unité génératrice de trésorerie (UGT), les principaux actifs rattachés à une UGT étant le *goodwill* lorsqu'il est suivi au niveau de l'UGT ou les droits d'exploitation en immobilisations incorporelles ;
- dans le cadre des tests de dépréciations d'actifs au sens de la norme IAS 36, le Groupe a comptabilisé une dépréciation du *goodwill* (366 M€) et des actifs incorporels (1 436 M€) portant sur les autorisations d'exploitation.

3.4.2.2. *Immobilisations corporelles et en cours de construction*¹⁴⁴

Le total de ce poste ressort à 5.001,3 M€ au 31 décembre 2022 :

- les immobilisations corporelles, d'un montant net de 4.374,7 M€, sont constituées essentiellement de terrains, constructions et aménagements dont les ensembles immobiliers (4.137,0 M€), ainsi que de matériel et installations techniques :
 - les ensembles immobiliers en exploitation, en détention directe ou en crédit-bail et exploités par le Groupe, sont comptabilisées à leur coût d'acquisition ou de production initial, diminué du cumul des amortissements et, éventuellement du cumul des pertes de valeur ;
 - un test de dépréciation est réalisé en cas d'identification d'un indice de perte de valeur ;
 - les actifs corporels sont amortis linéairement sur leur durée d'utilité, entre 12 et 60 ans pour les constructions et aménagements, et entre 3 et 10 ans pour les autres immobilisations ;

¹⁴³ DEU 2022, p. 307-310.

¹⁴⁴ DEU 2022, p. 310-312.

- le Groupe assure en outre lui-même la maîtrise d'œuvre d'une grande partie des ensembles immobiliers en construction (ou en restructuration), qu'il les conserve ou qu'il les cède à des investisseurs en les reprenant en location par des contrats de *Sale & Leaseback* ; le montant des immobilisations en cours de construction s'établit à 626,6 M€¹⁴⁵ au 31 décembre 2022.

Au 31 décembre 2022, le Groupe a changé de méthode d'évaluation des ensembles immobiliers utilisés pour l'exploitation et comptabilisés selon IAS 16 § 31 à 42 au titre des ensembles immobiliers exploités¹⁴⁶.

Orpea a décidé d'abandonner la méthode optionnelle de la réévaluation proposée par la norme IAS 16 conduisant à la réévaluation annuelle de la valeur bilancielle des actifs immobiliers par contrepartie des capitaux propres pour appliquer une méthode de comptabilisation au coût. Cette décision est un changement de méthode comptable avec effet rétroactif au sens d'IAS 8 qui :

- conduit à une annulation rétrospective de la réévaluation constatée au bilan depuis le début de la mise en œuvre de cette option, soit un impact de 1,1 Md€ net d'impôts différés au 1^{er} janvier 2021 ;
- a comme impact la réintégration dans les tests de dépréciation selon IAS 36 de la valeur nette comptable de chacun des actifs immobiliers détenus ;
- permet au Groupe d'être comparable aux autres acteurs du secteur.

Une valorisation à la valeur de marché des actifs immobiliers sera néanmoins réalisée annuellement par des évaluateurs externes.

Au terme de la revue annuelle réalisée par les Experts Immobiliers sur une partie des actifs immobiliers, le Groupe a constaté des dépréciations.

Avant l'impact du retraitement des actifs destinés à être cédés, la variation de la valeur inscrite au bilan des actifs corporels (5,1 Md€ en 2022 versus 8,4 Md€¹⁴⁷ en 2021) résulte, avant effets d'impôts différés, pour l'essentiel :

- du changement de méthode comptable appliquée aux ensembles immobiliers comptabilisés selon IAS 16. Ce changement de méthode comptable conduit à une annulation rétrospective de la réévaluation constatée au bilan depuis le début de la mise en œuvre de cette option, soit un impact de 1,6 Md€ au 1^{er} janvier 2021 ;
- de l'impact des tests de dépréciation des actifs à hauteur de 1,6 Md€ sur les actifs immobiliers qui se décomposent comme suit :
 - 1,3 Md€ au titre des actifs immobiliers exploités (1,0 Md€) et les autres actifs corporels (0,2 Md€) ;
 - 0,3 Md€ sur les actifs immobiliers en cours de construction.

¹⁴⁵ DEU 2022, p. 293.

¹⁴⁶ DEU 2022, p. 298.

¹⁴⁷ Retraité de la sortie de l'option de réévaluation en IAS 16.

3.4.2.3. Droits d'utilisation des actifs et engagements locatifs¹⁴⁸

Les droits d'utilisation des actifs, évalués en application de la norme IFRS 16 (§ 3.4) à 3.500,0 M€ au 31 décembre 2022, sont à mettre en regard des engagements locatifs correspondant à la dette de loyer, d'un montant de 3.768,5 M€ au 31 décembre 2022.

3.4.2.4. Besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement (BFR), qui ressort à (349,0) M€ au 31 décembre 2022, s'analyse comme suit :

| BFR | |
|--------------------------------|----------------|
| M€ | déc.-22 |
| Stocks | 16,1 |
| Clients et autres débiteurs | 567,4 |
| Créances de TVA | 118,6 |
| Fournisseurs et autres dettes | (938,6) |
| Dettes d'impôts exigibles | (112,5) |
| BFR | (349,0) |
| % du chiffre d'affaires | (7,5%) |

Source : Analyses Ledouble

3.4.2.5. Impôts différés nets et autres passifs non courants¹⁴⁹

D'un montant net passif de 232,4 M€ au 31 décembre 2022, ce poste se subdivise comme suit :

- passifs d'impôts différés et autres passifs non courants, d'un montant de 814,0 M€ au 31 décembre 2022, comprenant principalement les impôts différés ;
- actifs d'impôts différés, d'un montant de 581,6 M€ au 31 décembre 2022, à relier à l'incidence fiscale de la norme IFRS 16 et des reports déficitaires.

3.4.2.6. Endettement net comptable¹⁵⁰

L'endettement net comptable, en tenant compte du volant de trésorerie, ressort à 8.758,4 M€¹⁵¹ au 31 décembre 2022.

3.4.2.7. Autres passifs financiers courants et non courants¹⁵²

D'un montant de 183,7 M€ au 31 décembre 2022, ce poste regroupe les instruments dérivés de taux, les dépôts de garantie versés par les résidents en début de séjour, les comptes courants vis-à-vis des associés et parties liées et les engagements de travaux sur les immeubles cédés.

¹⁴⁸ DEU 2022, p. 312-313.

¹⁴⁹ DEU 2022, p. 337-338.

¹⁵⁰ DEU 2022, p. 323-329.

¹⁵¹ Dette brute : 9.614,8 M€ (§ 2.6.1.1 ii) - Trésorerie et équivalents trésorerie : 856,4 M€ (§ 3.4.2).

¹⁵² DEU 2022, p. 333.

3.4.2.8. Actifs financiers non courants¹⁵³

Les actifs financiers non courants, d'un montant de 181,0 M€ au 31 décembre 2022, regroupent principalement des instruments financiers dérivés, des dépôts et cautionnements ainsi que des prêts au titre de l'effort construction sur le périmètre français du Groupe¹⁵⁴.

3.4.2.9. Actifs détenus en vue de la vente¹⁵⁵

Conformément à la norme IFRS 5 « Actifs non courants détenus en vue de la vente et activités abandonnées », les actifs détenus en vue de la vente, d'un montant de 353,2 M€ au 31 décembre 2022, correspondent aux ensembles immobiliers ou établissements dont le Groupe projette la cession dans un délai de douze mois.

3.4.2.10. Mises en équivalence et comptes courants¹⁵⁶

L'ensemble des participations dans les entreprises associés et coentreprises sont évaluées, en quotes-parts de détention, à 7,9 M€ au 31 décembre 2022 ; la plupart d'entre elles sont des sociétés immobilières dont l'activité est la location, auxquelles s'ajoutent des maisons de retraite et des cliniques.

Les avances accordées à ces entités mises en équivalence s'élèvent à 101,6 M€ au 31 décembre 2022.

3.4.2.11. Créances et dettes liées au développement¹⁵⁷

Les créances liées au développement, d'un montant de 71,9 M€ au 31 décembre 2022, se rattachent à des avances versées dans le cadre d'acquisitions futures de sociétés exploitantes et d'ensembles immobiliers ; une part importante des créances relatives à des partenaires a été dépréciée.

Les dettes liées au développement, d'un montant de 19,4 M€ au 31 décembre 2022, comprennent entre autres le prix d'exercice d'un *put* sur intérêts minoritaires et des compléments de prix de parts de sociétés (*earn-out*).

3.4.2.12. Provisions

L'ensemble des provisions s'élèvent à 362,4 M€ au 31 décembre 2022 :

- les provisions pour risques¹⁵⁸, d'un montant de 242,9 M€, se rapportent notamment :
 - aux sommes reconnues comme étant dues suite au rapport de mission de contrôle conjointe de l'IGAS et de l'IGF en mars 2022 (§ 3.3) ; les excédents perçus entre 2017 et 2022 sur la partie non consommée des dotations publiques pour les activités liées aux soins et à la prise en charge de la dépendance s'élèvent à 86 M€¹⁵⁹ ;
 - à des sociétés mises en équivalence pour 46 M€ ;
 - à des litiges sociaux pour 43 M€ ;

¹⁵³ DEU 2022, p. 315-316.

¹⁵⁴ Dans le cadre principalement d'un contrat de financement et de garanties au titre des loyers et de l'affacturage.

¹⁵⁵ DEU 2022, p. 317.

¹⁵⁶ DEU 2022, p. 314-315.

¹⁵⁷ DEU 2022, p. 317 et p. 333.

¹⁵⁸ DEU 2022, p. 321-323.

¹⁵⁹ En ce qui concerne les redevances sur prestations pour les contrats fournisseurs du périmètre soins-dépendance, le Groupe ayant pris l'engagement de régler la totalité des sommes réclamées, la provision a été intégralement reprise (55,8 M€) et reclassée en charge à payer.

- les provisions pour restructuration, d'un montant de 53,3 M€, correspondent à des risques identifiés lors d'entrées de périmètres à la suite d'acquisition de sociétés (*purchase price allocation*).
- les provisions pour retraite, d'un montant de 66,2 M€ au 31 décembre 2022, couvrent les engagements :
 - en France, conformément aux dispositions de la convention collective nationale de l'hospitalisation privée (FHP) pour 38,3 M€ ;
 - à l'international, selon les dispositions propres à chaque pays, et là où existent des engagements de retraite à prestations définies (Suisse et Autriche, et pour certains établissements en Allemagne et en Italie) pour 27,9 M€.

3.4.2.13. Actif net comptable

Après prise en compte des intérêts minoritaires, d'un montant de 0,7 M€ au 31 décembre 2022, l'actif net part du Groupe ressort à (1.501,5) M€ au 31 décembre 2022.

3.4.3. Flux de trésorerie¹⁶⁰

Le cumul des flux de trésorerie depuis 2018 illustre la part importante des investissements immobiliers et des opérations de financement par voie d'emprunt.

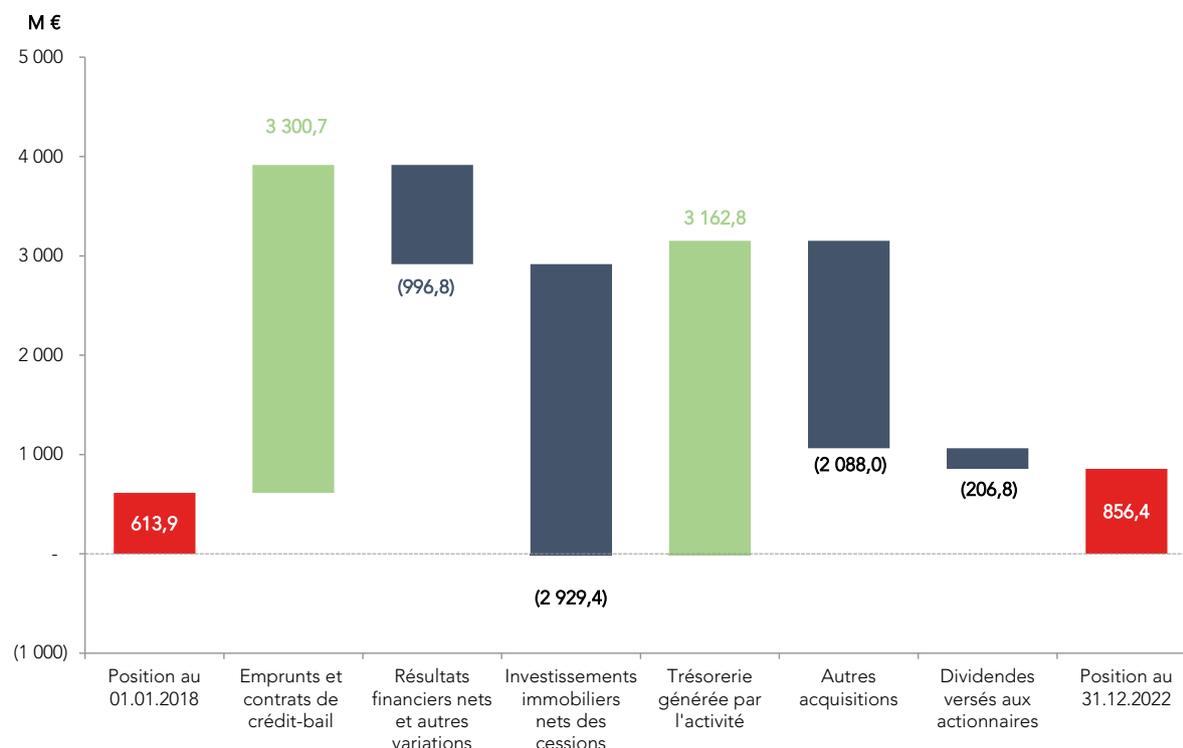
Flux de trésorerie 1^{er} janvier 2018 - 31 décembre 2022

| M€ | déc.-18 | déc.-19 | déc.-20 | déc.-21 | déc.-22 | Total 2018-22 |
|--|----------------|----------------|------------------|------------------|----------------|------------------|
| Résultat net de l'ensemble consolidé | 220,4 | 234,0 | 160,0 | 65,2 | (4 027,6) | (3 348,0) |
| Élimination des charges et produits sans incidence sur la trésorerie liée à l'activité | 120,6 | 132,1 | 118,6 | 286,7 | 3 907,1 | 4 565,1 |
| Charge locative IFRS 16 | - | 298,3 | 265,2 | 294,3 | 350,5 | 1 208,3 |
| Résultat financier hors charge financière sur engagements locatifs | 136,2 | 147,9 | 184,0 | 168,7 | 182,1 | 818,9 |
| Charge financière sur engagement locatif | - | 67,1 | 72,6 | 80,2 | 97,9 | 317,8 |
| Plus-values de cession non liées à l'activité nettes d'impôt | (22,1) | (5,8) | (19,8) | - | - | (47,7) |
| Marge brute d'autofinancement des sociétés intégrées | 455,1 | 873,5 | 780,6 | 895,1 | 510,1 | 3 514,4 |
| Variation du BFR lié à l'activité | (40,0) | (67,0) | (2,9) | (141,4) | (100,3) | (351,6) |
| Stocks | (1,0) | (2,8) | (7,3) | 4,1 | 0,2 | (0,4) |
| Créances clients | (23,8) | (32,6) | 30,3 | (198,4) | (7,1) | (6,2) |
| Autres créances | (23,1) | (1,6) | (89,2) | (8,0) | 29,0 | (3,9) |
| Dettes fiscales et sociales | 31,0 | 21,6 | 46,5 | 51,4 | 124,5 | 7,6 |
| Fournisseurs | 34,2 | (8,7) | 57,1 | 25,4 | 37,2 | 36,8 |
| Autres dettes | (57,3) | (42,9) | (40,3) | (15,8) | (284,1) | (20,4) |
| Flux nets de trésorerie générés par l'activité | 415,1 | 806,5 | 777,7 | 753,8 | 409,7 | 3 162,8 |
| Investissements immobiliers | (718,7) | (718,1) | (750,7) | (1 270,7) | (158,7) | (3 616,9) |
| Cessions immobilières | 23,3 | 16,0 | 231,7 | 284,1 | 132,5 | 687,6 |
| Autres acquisitions et variations | (264,3) | (276,2) | (494,4) | (421,9) | (631,3) | (2 088,0) |
| Flux nets de trésorerie liés aux opérations d'investissement | (959,7) | (978,2) | (1 013,4) | (1 408,5) | (657,5) | (5 017,4) |
| Dividendes versés aux actionnaires de la société mère | (71,0) | (77,5) | - | (58,2) | - | (206,8) |
| Encaissements nets (décaissements nets) liés aux prêts relais et découverts bancaires | 57,3 | 27,8 | 87,6 | 53,6 | - | 226,2 |
| Encaissements liés aux nouveaux contrats de crédit-bail | 189,9 | 97,2 | 133,4 | 152,2 | - | 572,7 |
| Encaissements liés aux autres emprunts | 1 612,4 | 1 642,9 | 1 657,0 | 2 265,7 | 3 368,5 | 10 546,4 |
| Remboursements des passifs de locations | - | (298,3) | (265,2) | (294,3) | (415,9) | (1 273,6) |
| Remboursements liés aux autres emprunts | (788,7) | (720,5) | (933,5) | (991,9) | (2 470,1) | (5 904,7) |
| Remboursements liés aux contrats de crédit-bail | (165,0) | (214,1) | (178,7) | (159,9) | (148,6) | (866,3) |
| Résultat financier net et autres variations | (136,2) | (215,0) | (214,7) | (248,9) | (182,1) | (996,8) |
| Flux nets de trésorerie liés aux opérations de financement | 698,7 | 242,5 | 285,8 | 718,3 | 151,8 | 2 097,1 |
| Variation de trésorerie | 154,1 | 70,8 | 50,1 | 63,5 | (96,0) | 242,5 |

Source : Société, analyses Ledouble

¹⁶⁰ DEU 2022, p. 294 pour les exercices 2021 et 2022.

L'analyse des mouvements de la trésorerie entre le 1^{er} janvier 2018 (613,9 M€) et le 31 décembre 2022 (856,4M€) (§ 3.4.2.6), qui s'élèvent à 242,5 M€, se résume graphiquement comme suit :



3.5. Analyse des prévisions d'Orpea

3.5.1. Plan d'Affaires

Nous avons analysé le plan d'affaires décliné par pays établi par la Direction, approuvé par le Conseil d'Administration le 14 novembre 2022. Les données prévisionnelles préparées au cours de l'été 2022, puis ajustées en octobre 2022, couvrent la Période Explicite de 2022 à 2025 ; ces trajectoires ont été établies selon une approche « *bottom-up* » par établissement et par pays en distinguant le périmètre dans sa configuration actuelle (le « **Périmètre Existant** ») et le périmètre correspondant aux projets d'ouvertures d'établissements (le « **Périmètre en Développement** »).

À l'issue de nos entretiens avec la Direction, il nous a également été transmis une extrapolation traduisant une approche « *top-down* » des trajectoires du Plan d'Affaires sur la Période d'Extrapolation de 2026 à 2028.

La Direction nous a confirmé que le Plan d'Affaires, qui s'inscrit dans le cadre du Plan de la Refondation présenté le 15 novembre 2022, est utilisé dans le cadre des tests de dépréciation des actifs incorporels et corporels aux bornes du Groupe au 31 décembre 2022.

3.5.1.1. Période Explicite

Les données prévisionnelles du Plan d'Affaires sur la Période Explicite reposent sur les hypothèses suivantes :

- une croissance moyenne annuelle du chiffre d'affaires du Groupe comprise entre 6,4% et 13,6% qui se décompose entre :
 - une augmentation moyenne annuelle du chiffre d'affaires de 9% pour les maisons de retraite et de l'ordre de 4% pour les cliniques, justifiée par l'amélioration des taux d'occupation, la segmentation des hébergements et la premiumisation de l'offre, avec notamment de nouveaux services proposés aux résidents/patients ;
 - une expansion du nombre d'établissements par ouverture de nouveaux établissements et restructuration des établissements existants ;
- un niveau d'EBITDA hors IFRS 16, tant en valeur qu'en proportion du chiffre d'affaires, en progression sur l'ensemble de la Période Explicite, atteignant 12,2% en 2025, du fait de la croissance du chiffre d'affaires, d'une meilleure absorption de la structure des coûts (dépenses de personnel, d'énergie...) et d'une rationalisation des frais de siège. Ce taux d'EBITDA hors IFRS 16 de 12,2% est en retrait notable par rapport à l'historique ; il en est de même du taux d'EBITDA post IFRS 16 de 19,0% à l'horizon 2025 (§ 3.4.1) ;
- un renforcement des investissements (« Capex ») afin d'accompagner la mise en œuvre du Plan de la Refondation pour un montant total de 1,7 Md€. Après un volet soutenu en 2022, les efforts d'investissements se poursuivent en 2023 (près de 16% du chiffre d'affaires¹⁶¹) et couvrent essentiellement :
 - d'une part, les projets liés à la rénovation et à l'extension du parc existant, et ceux liés à la construction de nouveaux établissements ; et
 - d'autre part, les dépenses de maintenance et d'informatique pour un montant cumulé de l'ordre de 700 M€.

3.5.1.2. Période d'Extrapolation

Les flux de la Période Explicite intègrent un montant significatif d'investissements pour le développement de nouveaux projets dont le niveau de maturité ne sera pas atteint en 2025. D'après la Direction, la montée en puissance des établissements diffère selon les pays et le type d'hébergement, et peut s'étendre, par exemple, entre 12 mois pour les cliniques et 36 mois pour les maisons de retraite.

Les hypothèses sous-jacentes à la Période d'Extrapolation, qui sous-tendent notre modèle DCF, sont les suivantes :

- une convergence du taux d'occupation, tous établissements confondus, à près de 93%¹⁶², associée à un taux d'inflation correspondant au taux de croissance perpétuelle (§ 4.4.1.4) ;
- un taux de marge d'EBITDAR, avant prise en compte des frais de siège, pour les nouveaux projets en retrait de deux points par rapport à celui des projets existants en 2028 (24,8% versus 26,7%), du fait de la localisation des nouveaux projets dans des zones géographiques moins matures et où Orpea n'a pas de position de *leader* ;

¹⁶¹ À titre indicatif, les investissements représentent 6,6% du chiffre d'affaires en 2025.

¹⁶² Pour mémoire, le taux d'occupation s'élevait en 2019 à 90% au niveau du Groupe et à 93% en France.

- un taux de marge d'EBITDA Pre IFRS 16 et Post IFRS 16 progressant jusqu'à respectivement 12,7% et 19,4% en 2028, en deçà du niveau historique (§ 3.4.1) ;
- des frais de siège équivalant à 5,8% du chiffre d'affaires ;
- des investissements, pris dans leur ensemble, à hauteur de 5,2% à 5,6% du chiffre d'affaires, liés essentiellement à la maintenance et à la rénovation du parc d'établissements, ainsi qu'à l'informatique ;
- une variation de BFR réputée nulle.

À la différence de la Période Explicite, la Direction ne projette pas d'impôt sur la Période d'Extrapolation. En conséquence :

- nous avons estimé l'EBIT sur la durée du Plan d'Affaires à partir des dotations aux amortissements sur la base des derniers comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2021¹⁶³ et des investissements prévus dans le Plan d'Affaires ;
- nous avons appliqué à nos estimations d'EBIT un taux d'impôt de 25,1%¹⁶⁴, puis ajouté la CVAE¹⁶⁵, ce qui conduit *in fine* à un taux d'imposition compatible avec le taux théorique de 28,41% observé en 2021 (§ 3.4.1.3).

3.5.2. Plan d'Affaires Actualisé

Le 12 mai 2023, la Société a annoncé¹⁶⁶ une actualisation du Plan d'Affaires pour la période 2022-2025 qui prend en compte :

- les réalisations 2022 et les conséquences des diverses revues réalisées dans le cadre de l'arrêté des comptes 2022 dont :
 - le reclassement comptable de certaines dépenses IT en dépenses d'exploitation (*versus* un classement en dépenses d'investissement dans le Plan d'Affaires) ;
 - un volet de Capex de maintenance et d'informatique en retrait de 165 M€ sur la Période Explicite ; et
 - des investissements liés à la construction de nouveaux établissements pour un montant cumulé révisé en retrait de 75 M€ ;
- les termes et conditions du projet de plan de sauvegarde accélérée tels qu'ils ressortent de l'Accord de Lock-up et de l'Accord d'Étape. Les principales différences entre les termes et conditions du plan de sauvegarde accéléré et les hypothèses de restructuration financière originellement envisagées sont les suivantes :
 - un apport de fonds propres en numéraire (*new money equity*) à hauteur de 1,55 Md€ (*versus* 1,4 Md€) ;
 - une facilité de crédit renouvelable (*new money debt*) d'un montant de 400 M€ (hors financement-relais complémentaire de 200 M€) au lieu de 600 M€ (*secured debt*), avec une marge de 2% (*versus* 5%)¹⁶⁷ ;

¹⁶³ Derniers comptes publiés au moment de l'annonce du Plan de la Refondation.

¹⁶⁴ Ce taux d'imposition considère le taux d'imposition et la contribution à l'EBITDAR consolidé 2025 de chaque pays.

¹⁶⁵ Taux de CVAE (0,75%) x valeur ajoutée estimée sur le Périmètre France (soit 4,6% à 5,0% x l'EBIT estimé).

¹⁶⁶ Communiqué de presse du [12 mai 2023](#).

¹⁶⁷ Orpea a annoncé un premier tirage du crédit D1A du crédit syndiqué prévu dans l'Accord d'Étape à hauteur de 200 M€. Communiqué de presse du [2 juin 2023](#).

- la capitalisation de la portion non-sécurisée de l'Euro PP Décembre 2026 ;
- une marge des Tranche A, Tranche B et Tranche C ramenée à 2% (versus 1,75%) ;
- des amortissements obligatoires de la Tranche A sur les années 2023-2026.

Dans la perspective de la réalisation de l'objectif d'une détention à terme du parc immobilier en exploitation de l'ordre de 20% à 25%, le Groupe s'est engagé à réaliser au moins 1,25 Md€¹⁶⁸ de cessions immobilières d'ici à 2025¹⁶⁹, soit, en comparaison du Plan d'Affaires, un volume additionnel de cessions immobilières de près de 1,0 Md€ sur les années 2024-2025¹⁷⁰. Cet engagement n'est pas de nature à remettre en cause la stratégie du Groupe envisagée dans le Plan de Refondation visant à considérer les pays pour lesquels une restructuration ou une cession est envisagée.

Dans ce cadre, la Société présente une vision du Plan d'Affaires Actualisé avant prise en compte du programme de cessions immobilières (le « **Plan d'Affaires Actualisé avant Cessions** ») et après prise en compte du programme de cessions immobilières (le « **Plan d'Affaires Actualisé après Cessions** »).

Une extension de ces prévisions sur la Période d'Extrapolation de 2026 à 2028 nous a également été communiquée.

3.5.2.1. Plan d'Affaires Actualisé avant Cessions

(i) Période Explicite

Sur la Période Explicite, le Plan d'Affaires Actualisé avant Cessions repose sur les trajectoires actualisées suivantes :

- un niveau d'EBITDA hors IFRS 16, tant en valeur qu'en proportion du chiffre d'affaires, en progression sur l'ensemble de la Période Explicite, atteignant, en 2025, 11,7%, mais en retrait par rapport à celui prévu dans le Plan d'Affaires (12,2%) du fait du reclassement des dépenses IT en dépenses d'exploitation, qui pèse à concurrence de 19 M€ en 2022 et 30 M€ sur les années 2023 à 2025.

¹⁶⁸ En valeur brute et hors droits.

¹⁶⁹ 2,5 Md€ d'ici à 2027.

¹⁷⁰ Pour mémoire, dans l'optique d'apporter des garanties aux financements prévus dans le Protocole (juin 2022), la Société s'est engagée à réaliser des cessions d'actifs opérationnels (1 Md€) et des cessions d'actifs immobiliers (2,1 Md€) d'ici fin 2025.

En dépit d'une appétence pour ce type de classe d'actifs et de l'attractivité du portefeuille paneuropéen de taille significative caractérisant la Société, plusieurs négociations avec des investisseurs potentiels ont été suspendues et/ou stoppées en raison de :

- l'aversion au risque réputationnel de nombreux institutionnels à l'égard de la Société avec la publication en janvier 2022 du livre « Les fossoyeurs » ;
- la visibilité amoindrie des investisseurs sur la solidité financière du Groupe et sa capacité à honorer ses contrats à long terme (*profit warning* en septembre suivi en décembre de l'annonce de la dépréciation d'actifs supplémentaires par rapport à celles annoncées en octobre et d'une dégradation de la valeur du patrimoine immobilier) ;
- la procédure de conciliation ;
- la remontée des taux d'intérêt et l'incertitude sur les taux de rendement immobiliers observée depuis l'été 2022 ; et
- le durcissement des conditions d'accès au financement, notamment sur des montants de transactions significatifs.

Dans ce contexte, les données prévisionnelles établies en novembre 2022 tablent sur un programme de cessions d'actifs immobiliers et d'actifs opérationnels ramené à un montant cumulé de 0,3 Md€.

- une révision à la baisse des Capex pour un montant total de 2,5 Md€ concernant essentiellement :
 - les projets liés à la rénovation et à l'extension du parc existant, et ceux liés à la construction de nouveaux établissements pour un montant cumulé de 1,5 Md€ (*versus* 1,6 Md€ dans le Plan d'Affaires) ; et
 - les dépenses de maintenance et d'informatique pour un montant cumulé de 0,8 Md€ (*versus* 0,9 Md€ dans le Plan d'Affaires).

Sur ces bases, et en tenant mieux compte des effets de variation du périmètre de consolidation, l'impact net de l'actualisation serait une réduction de la dette financière nette à fin 2025 de l'ordre de 50 M€.

La prise en considération des ajustements des termes et conditions de l'Accord de Lock-up et de l'Accord d'Étape conduit à une réduction de la dette financière nette du Groupe à fin 2025 de 350 M€, soit un montant de 4,5 Md€ à fin 2025 (*versus* 4,9 Md€) qui s'explique par :

- une économie de la charge d'intérêts cumulée de l'ordre de 90 M€ ;
- une augmentation de capital en numéraire plus importante (150 M€) ; et
- le relèvement du montant de la dette non-sécurisée capitalisée de l'ordre de 60 M€.

Dans ces conditions, sur la base d'un EBITDA 2025, hors IFRS 16, de 715 M€ (*versus* 745 M€) et d'une dette financière nette du Groupe de 4.522 M€ à fin 2025 (*versus* 4.873 M€), le levier financier serait ramené à 6,3x (*versus* 6,5x).

(ii) Période d'Extrapolation

Selon les mêmes principes méthodologiques que ceux énoncés *supra* (§ 3.5.1.2), les hypothèses sous-jacentes à la Période d'Extrapolation du Plan d'Affaires avant Cessions sont les suivantes :

- une stabilité du taux de croissance du chiffre d'affaires à 2,5% ;
- un taux de marge d'EBITDA Pre IFRS 16 et Post IFRS 16 à long terme en retrait en comparaison de l'historique, à respectivement 12,2% et 18,9% ;
- des frais de siège équivalant à 5,8% du chiffre d'affaires, en ligne avec ceux de 2025 ;
- des Capex, en retrait par rapport au Plan d'Affaires, représentant 5,1% du chiffre d'affaires ;
- une variation de BFR réputée nulle.

3.5.2.2. Plan d'Affaires Actualisé après Cessions

(i) Période Explicite

Cette approche, qui considère des cessions immobilières additionnelles sur les années 2024 et 2025, se traduit mécaniquement par l'ajout des loyers correspondant aux prises à bail des actifs immobiliers cédés¹⁷¹ ; pour un chiffre d'affaires inchangé (6.102 M€ à fin 2025), l'EBITDA hors IFRS 16 se voit ainsi réduit à un montant de 671 M€ à fin 2025, soit une marge de 11% ; le niveau de l'ensemble des Capex (maintenance, IT et développement) demeure inchangé.

Nous comprenons qu'à ce stade :

- certains actifs immobiliers susceptibles d'être cédés sont encore en cours d'identification (localisation, nature, maturité...) ;
- les projets immobiliers identifiés sont à des phases de négociation plus ou moins avancés et leur planification n'est pas arrêtée ;
- l'imposition des plus-values de cessions retenue par la Direction est fondée sur un portefeuille d'actifs matures situés en France ; l'hypothèse d'actifs de maturité et de localisation différente pourrait réduire l'effet d'impôt.

Sur la base de produits nets des cessions immobilières estimés à 850 M€ associés à un solde cumulé loyers / économie de charges financières de (20) M€¹⁷², la dette financière nette du Groupe serait ramenée à 3.692 M€ à fin 2025 correspondant à un levier financier de 5,5x¹⁷³ (versus 6,3x avant prise en compte du programme de cessions immobilières).

(ii) Période d'Extrapolation

Les hypothèses sous-jacentes à la Période d'Extrapolation peuvent se résumer comme suit :

- un chiffre d'affaires en progression annuelle de 2,5% ;
- un taux de marge d'EBITDA Pre IFRS 16 et Post IFRS 16 à long terme ressortant respectivement à 10,3% et 17,1%¹⁷⁴ ;
- des frais de siège en proportion du chiffre d'affaires stables à 5,8% ;
- des investissements en retrait par rapport au niveau estimé sur la Période Explicite et représentant 5,1% du chiffre d'affaires ;
- une variation du BFR nulle sur l'ensemble de la Période d'Extrapolation.

¹⁷¹ Sur la base d'un taux de rendement de 5,5%.

¹⁷² Cumul EBITDA : (60) M€ + Cumul des autres flux opérationnels courants : 7 M€ + Cumul de la charge de la dette : 33 M€ = (20) M€.

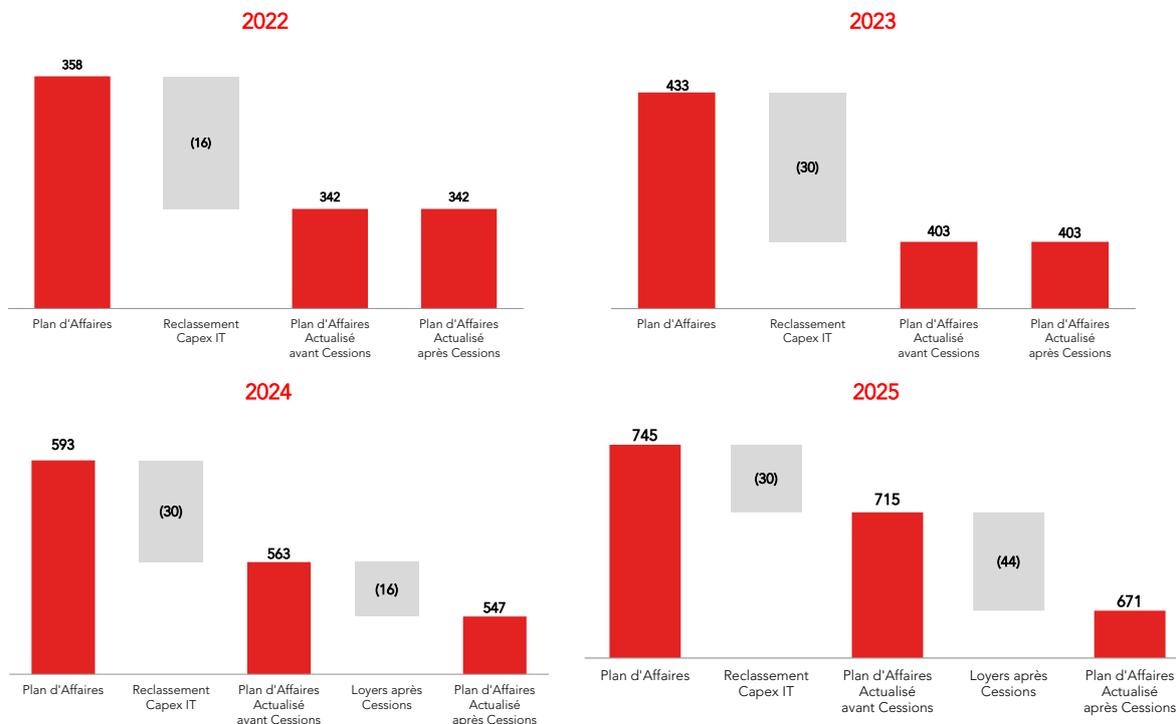
¹⁷³ 3.692 M€ / 671 M€.

¹⁷⁴ En retrait de 1,9 points en comparaison du niveau prévu dans le Plan d'Affaires avant Cession.

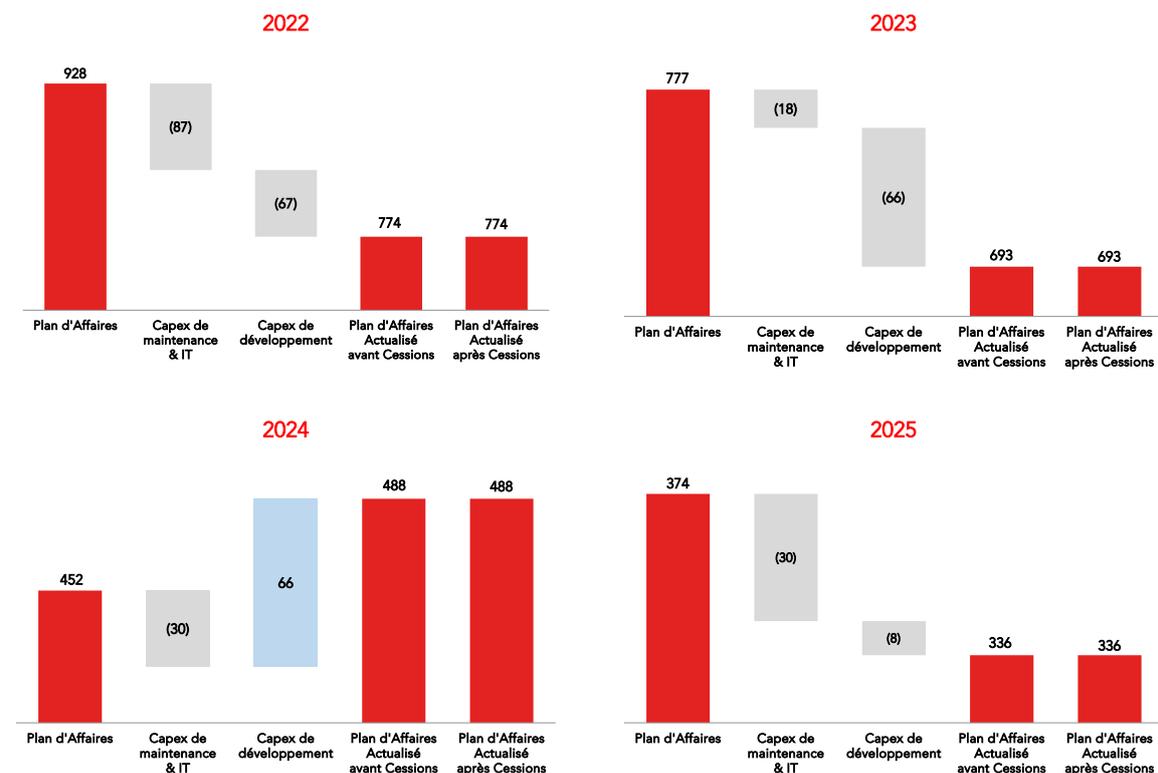
3.5.3. Synthèse de l'évolution des prévisions de la Société

L'évolution des prévisions de la Société entre novembre 2022, telles que présentées lors du Plan de la Refondation, et celles de mai 2023 peuvent se résumer comme suit (en M€) :

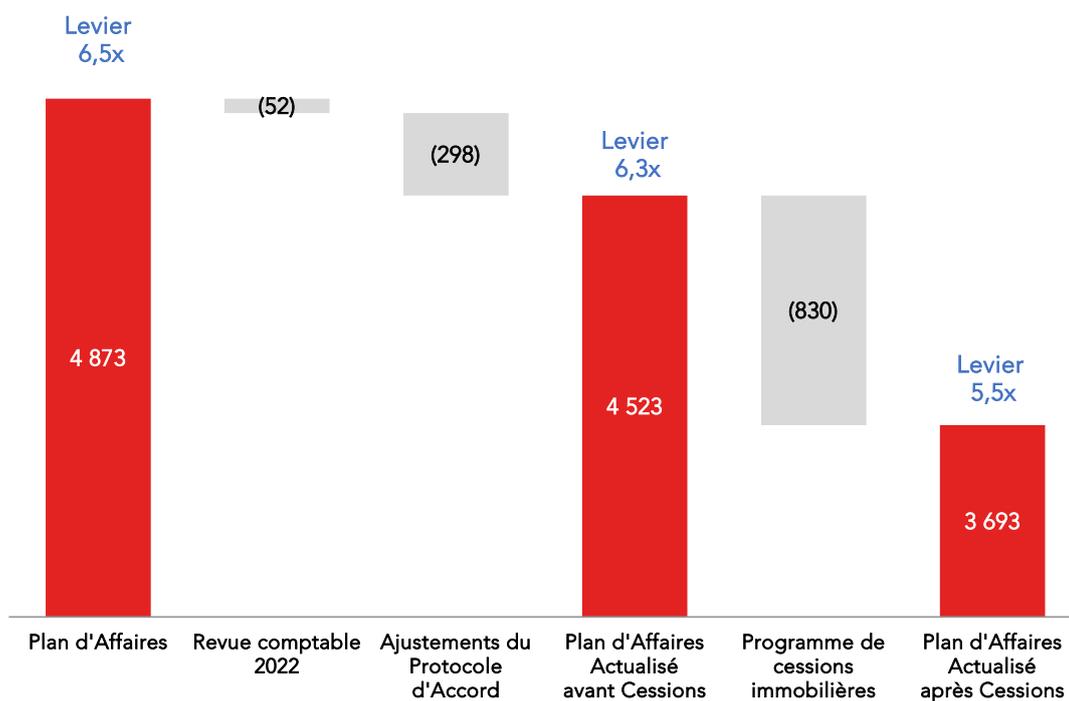
➤ en termes d'EBITDA hors IFRS 16



➤ en termes de CAPEX



> en termes de niveau de dette financière nette et de levier financier en 2025¹⁷⁵



¹⁷⁵ Dette financière nette / EBITDA.

4. Évaluation Multicritère dans une perspective de continuité d'exploitation

La présente partie relate nos travaux d'évaluation menés dans une optique de continuité d'exploitation du Groupe :

- dans sa configuration actuelle ; et
- dans la perspective de l'évolution de son périmètre.

À cet effet, nous avons pris connaissance du plan de trésorerie 2023-2025 associé au Plan d'Affaires Actualisé (§ 3.5.2) afin de confirmer que, sous réserve de la réalisation de la Restructuration¹⁷⁶ et de ces prévisions, Orpea pourrait poursuivre son exploitation. Une évaluation du Groupe en approche liquidative (globale ou par filiale) est développée dans un rapport distinct.

Dans la perspective de continuité d'exploitation, l'analyse du Plan d'Affaires Actualisé révèle des besoins de trésorerie supplémentaires pour assurer le financement des investissements jusqu'en 2025, d'une part, et l'incapacité du Groupe, en l'état actuel de sa structure financière, à assurer les échéances de remboursement des dettes financières, d'autre part. Dès lors, l'évaluation en continuité d'exploitation, exposée ci-après, suppose *a minima* :

- de disposer d'un soutien financier complémentaire à brève échéance pour assurer les investissements prévus dans le Plan d'Affaires Actualisé ;
- de renégocier les échéances des différentes lignes de dettes financières et les covenants.

Dans un scénario de continuité d'exploitation, nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère du Groupe, dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les caractéristiques comptables et financières de la Société (§ 4.1) ;
- les méthodes de valorisation écartées (§ 4.2) ;
- les références boursières (§ 4.3 et § 4.6) ;
- les méthodes de valorisation retenues en continuité d'exploitation à périmètre constant (§ 4.4) et avec une évolution du périmètre actuel (§ 4.5).

4.1. Caractéristiques comptables et financières

4.1.1. Référentiel comptable

Orpea établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS) qui s'impose aux sociétés cotées.

Les comptes consolidés et les comptes annuels d'Orpea au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2022 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes de la Société¹⁷⁷.

¹⁷⁶ Sans la réalisation de la Restructuration, la Société se trouverait en situation de défaut de trésorerie au-delà du premier semestre 2023 (§ 2.6.1.3).

¹⁷⁷ DEU 2022, p. 370- 375 ; p. 409-414.

4.1.2. Date d'évaluation

Les comptes consolidés au titre de l'exercice 2022, qui sont les derniers comptes consolidés publiés, servent de référence à nos travaux d'évaluation du Groupe, étant précisé que par ailleurs :

- la date de référence retenue pour l'analyse du cours de bourse de l'action Orpea (l'« **Action** »), des OCEANE et des autres souches obligataires est le 12 mai 2023¹⁷⁸ ;
- les paramètres financiers tels que le taux d'actualisation des flux de trésorerie issus du Plan d'Affaires Actualisé (§ 4.4.1.4 et § 4.5.3) ainsi que les agrégats et les capitalisations boursières des Comparables Boursiers (§ 4.4.3.1) ont été arrêtés au 12 mai 2023.

4.1.3. Ajustements sur la Valeur d'Entreprise

Nous avons modifié la valeur des activités opérationnelles du Groupe (la « **Valeur d'Entreprise** » ou « **VE** ») en fonction des éléments suivants (les « **Ajustements Comptables** »)¹⁷⁹ :

| Ajustements de la Valeur d'Entreprise | |
|--|----------------|
| M€ | déc.-22 |
| Provisions | (362,4) |
| Autres passifs financiers courants et non courants | (183,7) |
| Dettes liées au développement | (19,4) |
| Intérêts minoritaires | 0,7 |
| Comptes courants | 101,6 |
| Actifs détenus en vue de la vente | 353,2 |
| Créances liées au développement | 71,9 |
| Mises en équivalence | 7,9 |
| Actifs financiers non courants | 181,0 |
| Ajustements de la Valeur d'Entreprise | 150,7 |
| Retraitements IFRS 5** - Immeubles | (254,0) |
| Retraitements IFRS 5** - Autres cessions | (95,0) |
| Ajustements de la Valeur d'Entreprise au 31 décembre 2022 | (198,4) |

** Inclus dans le Plan d'Affaires Actualisé

Après Ajustements Comptables, la Valeur d'Entreprise se trouve minorée d'un montant de **(198,4) M€**.

4.2. Méthodes d'évaluation écartées

4.2.1. Actif net comptable (ANC)

Nous n'avons pas retenu la valorisation de l'Action par l'ANC, qui méthodologiquement n'est pas de nature à refléter la valeur du Groupe.

Pour mémoire, les capitaux propres part du Groupe au 31 décembre 2022 s'élevaient à **(1.501,5) M€** (§ 3.4.2).

¹⁷⁸ Date de publication des résultats annuels 2022 de la Société. Nous nous sommes par ailleurs assurés que les résultats annuels 2022 des Comparables Boursiers avaient été publiés.

¹⁷⁹ La maturité des créances et des dettes est exposée *supra* (§ 3.4.2.7 à § 3.4.2.12).

4.2.2. Actualisation des dividendes

Orpea n'anticipant pas de versement sur la durée du Plan d'Affaires, la valorisation du Groupe par l'actualisation des dividendes ne nous paraît pas appropriée.

4.3. Références boursières

Les références boursières, indiquées ci-après, concernant l'Action et les objectifs de cours des analystes, d'une part, ainsi que l'OCEANE et les souches obligataires cotées, d'autre part, sont illustratives de la chute de la valeur en bourse du Groupe à la suite des événements qui l'ont affectée (§ 3.3) et de la réaction du marché qui s'en est suivie.

Elles sont à relier à la séquence de nos travaux d'évaluation qui procèdent d'une logique de calcul indicatif de la Valeur d'Entreprise du Groupe à partir de la valeur de marché de ses titres (§ 4.7).

4.3.1. Action

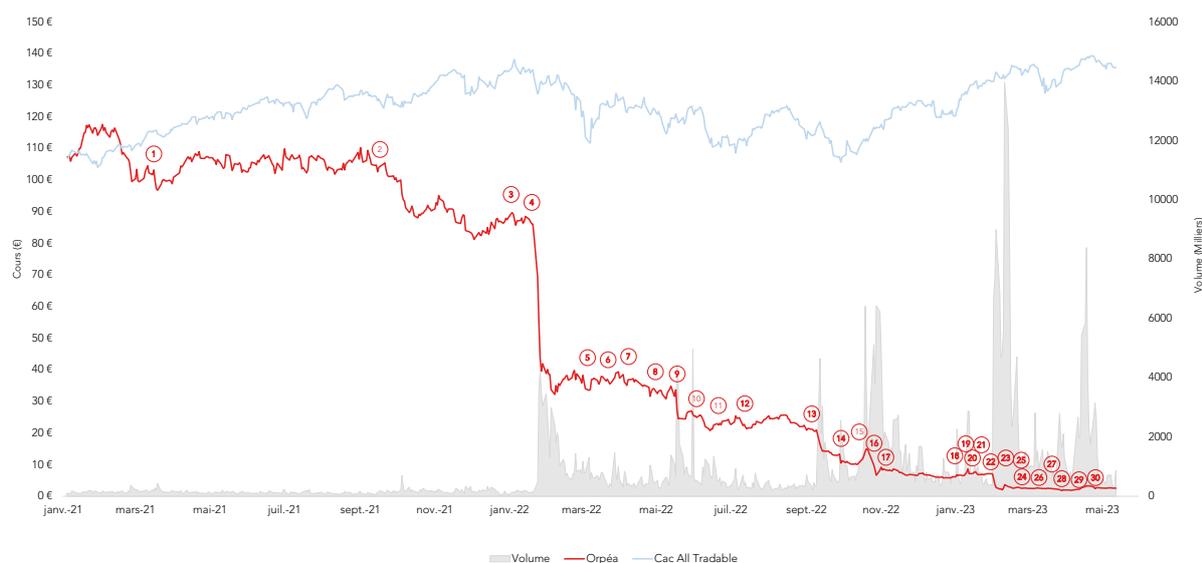
La référence à la valeur boursière de l'Action est abordée, ci-après, sous l'angle à la fois de l'historique (§ 4.3.1.1) et des objectifs de cours des analystes en charge de son suivi (§ 4.3.1.2).

4.3.1.1. Analyse historique du cours de bourse

Les Actions sont cotées¹⁸⁰ depuis le 16 avril 2002.

Nous présentons, ci-après, l'évolution du cours de bourse¹⁸¹ comparée à celle du CAC All Tradable depuis le début de l'année 2021 :

Analyse du cours de l'Action depuis le 1^{er} janvier 2021



¹⁸⁰ Sur le compartiment A du marché réglementé Euronext Paris, sous le code ISIN FR0000184798, mnémonique ORP (§ 2.1).

¹⁸¹ Les cours journaliers retenus ont été pondérés par les volumes d'échange.

Plusieurs phases se dégagent de cette période d'observation de l'évolution du cours de bourse de l'Action :

- entre janvier 2021 et septembre 2021, le cours affiche une évolution contrastée, sur fond de périodes de reconfinement et de couvre-feu, et d'arrivée des premières vaccinations dans les EHPAD ;
- la baisse continue du titre associée à d'importants volumes, depuis la publication des résultats semestriels en septembre 2021, s'est accentuée à partir de janvier 2022 suite notamment :
 - à la sortie en janvier 2022 du livre « Les fossoyeurs » (§ 3.3) ;
 - à la publication en mars 2022 des éléments ressortant du rapport de la mission de contrôle menée par l'IGAS et l'IGF (§ 3.3) ;
 - à l'annonce en juin 2022 d'un protocole de conciliation avec les principaux partenaires bancaires et son homologation par le Tribunal de commerce de Nanterre (§ 2.6.1.1) ;
 - à l'ouverture en octobre 2022 d'une procédure de conciliation visant à renégocier la dette avec les créanciers financiers (§ 2.6.1.2) ;
 - à l'annonce en novembre 2022 du Plan de la Refondation (§ 2.6.2) ;
 - à l'annonce en décembre 2022 d'une valeur du patrimoine immobilier en retrait et de nouvelles dépréciations d'actifs anticipées dans le cadre de la clôture des comptes de l'exercice 2022 (§ 3.3).

Depuis l'annonce de l'Accord de Principe Restructuration et la cession sur le marché de titres détenus par CPPIB (§ 2.2 et § 3.3), l'évolution du titre est stable, avec de faibles volumes échangés.

Nous avons recensé les principaux événements intervenus au sein du Groupe, positionnés ci-avant sur le graphe de l'évolution du cours de bourse de l'Action entre 2020 et 2023 :

Événements marquants

| N° | Date | Commentaires |
|-----|------------------|--|
| 1. | 16-mars-21 | Publication des résultats annuels 2020 : CA +4,9%, EBITDAR (-2,0)%. |
| 2. | 21-sept.-21 | Publication des résultats semestriels 2021 : CA +8,7%, EBITDAR +13,6%. |
| 3. | 24-janv.-22 | Publication du livre "Les fossoyeurs" de Victor Castanet. |
| 4. | 30-janv.-22 | Annonce du départ de Yves Le Masne et nomination de Philippe Charrier, Président Directeur Général. Convocation du Groupe par les autorités françaises et belges. |
| 5. | 11-mars-22 | Publication des indicateurs financiers 2021 : CA +9,2%, EBITDAR +10,9%. |
| 6. | 26-mars-22 | Publication des éléments contenus dans le rapport final de la mission d'inspection conjointe de l'IGAS-IGF. |
| 7. | 27-mars-22 | Plainte de l'État français contre Orpea "en raison de dysfonctionnements graves dans l'organisation et dans l'organisation financière" du Groupe. |
| 8. | 26-avr.-22 | Publication du rapport d'étape en date du 16 avril 2022 de la mission d'évaluation indépendante portant sur les allégations formulées dans l'ouvrage « Les fossoyeurs » réalisée par les cabinets Grant Thornton et Alvarez & Marsal. |
| 9. | 2-mai-22 | Dépôt de plainte par Orpea auprès du Parquet et nomination de Laurent Guillot aux fonctions de Directeur Général. |
| 10. | 13-mai-22 | Publication des résultats annuels 2021 : CA +9,6%, EBITDAR +11,1%. Signature d'un accord de principe entre Orpea et ses principaux partenaires bancaires assurant le financement du Groupe dans le cadre d'une procédure de conciliation. |
| 11. | 13-juin-22 | Conclusion d'un protocole de conciliation avec les principaux partenaires bancaires et homologation par le Tribunal de commerce de Nanterre |
| 12. | 3-juil.-22 | Annonce du renouvellement du Conseil d'Administration. |
| 13. | 30-août-22 | Engagement d'Orpea à rembourser 25,7 M€ de fonds publics. |
| 14. | 28-sept.-22 | Publication des résultats semestriels 2022 : CA +10,9%, EBITDAR (-17,1)%. |
| 15. | 24-oct.-22 | Demande par l'AMF de la suspension des instruments financiers d'Orpea. |
| 16. | 26-oct.-22 | Ouverture d'une procédure amiable de conciliation au bénéfice d'Orpea S.A visant la renégociation de sa dette avec ses créanciers financiers. |
| 17. | 15-nov.-22 | Annonce du Plan de la Refondation. |
| 18. | 2-janv.-23 | Annonce des derniers tirages au titre de l'accord de financement (205 M€). |
| 19. | 11-janv.-23 | Poursuite des discussions avec les créanciers. |
| 20. | 19-janv.-23 | Arrêt des discussions entre le consortium mené par la CDC et les créanciers financiers du Groupe. |
| 21. | 30-janv.-23 | Suspension de la cotation et reprise des discussions entre la CDC et les créanciers du Groupe. |
| 22. | 1-févr.-23 | Annonce de l'Accord de Principe Restructuration. |
| 23. | 13-févr.-23 | Publication des indicateurs financiers 2022 : CA +8,9%. |
| 24. | 14-févr.-23 | CPPIB ne détient plus aucune action de la société. |
| 25. | 14-févr.-23 | Signature de l'Accord de Lock-Up. |
| 26. | 23-févr.-23 | Annonce de la prolongation de la procédure amiable de conciliation jusqu'au 25 mars 2023. |
| 27. | 8-mars-23 | Annonce d'un accord de principe avec les principaux partenaires bancaires. |
| 28. | 13-mars-23 | 51% des créanciers financiers détenant de la dette non sécurisée ont adhéré à l'Accord de Lock-Up. Annonce de l'intention d'engager une procédure de sauvegarde accélérée. |
| 29. | 20-mars-23 | Signature de l'Accord d'Etape relatif à un financement complémentaire et à l'aménagement du financement datant de juin 2022. |
| 30. | 24-mars-23 | Annonce de l'ouverture de la procédure de sauvegarde accélérée. |
| | 12-mai-23 | Publication des résultats annuels 2022 |

Le tableau, ci-après, synthétise les cours moyens pondérés par les volumes (« **CMPV** ») et les capitalisations boursières au 12 mai 2023 :

Analyse des CMPV et des capitalisations boursières

| € / M€ | 12-mai-23 | Capi. boursière |
|-----------------------|--------------|-----------------|
| Spot (clôture) | 2,5 | 163 |
| 20 séances | 2,9 | 179 |
| 60 séances | 2,7 | 163 |
| 120 séances | 3,7 | 283 |
| 180 séances | 6,0 | 478 |
| 250 séances | 8,4 | 773 |
| 12 mois | 14,4 | 795 |
| Min 12 mois | 1,8 | 164 |
| Max 12 mois | 34,8 | 789 |
| Min 24 mois | 1,8 | 164 |
| Max 24 mois | 110,3 | 2 281 |

Source : Bloomberg

Depuis le début de l'année, le cours de l'Action est passé de 5,5 € à 2,5 €, soit une capitalisation boursière d'Orpea de l'ordre de **163 M€** au 12 mai 2023.

À titre d'information, nous présentons, ci-après, l'évolution de la rotation de l'Action, exprimée par rapport au flottant sur les douze derniers mois décomptés au 12 mai 2023, 31 décembre 2022 et au 31 décembre 2021, qui illustre la progression des mouvements de titres sur le marché depuis le début de l'année 2022 :

Rotation de l'Action

| | 12-mai-23 | 31-déc.-22 | 31-déc.-21 |
|---------------------------------|---------------|---------------|--------------|
| Volume échangé 12 mois | 379 984 107 | 254 372 202 | 38 219 543 |
| Flottant | 51 951 983 | 51 951 983 | 51 951 983 |
| Rotation du flottant (%) | 731,4% | 489,6% | 73,6% |

Sources : Bloomberg, analyses Ledouble

Nous avons également comparé l'évolution du cours de bourse de l'Action à celle des titres des principaux concurrents d'Orpea, retenus dans le panel des Comparables Boursiers (§ 4.4.3.1) et de l'indice de référence CAC All Tradable, depuis début 2021 :

Comparaison de l'évolution des cours de bourse depuis le 1^{er} janvier 2021



Jusqu'à octobre 2022, et d'une manière générale, les titres des Comparables Boursiers évoluent selon les mêmes tendances que l'Action Orpea et sous-performent l'indice Cac All Tradable ; seul le titre Korian poursuit sa tendance baissière dans le sillon du titre Orpea.

Actuellement, l'Action sous-performe largement ses concurrents, compte tenu des événements ayant affecté le Groupe (§ 3.3) ; aucun des Comparables Boursiers n'a toutefois retrouvé les niveaux de valorisation d'avant la crise sanitaire.

4.3.1.2. Cours cible des analystes

L'Action est suivie par des analystes dont nous avons relevé les recommandations formulées au cours des derniers mois¹⁸² :

| Analyste | Avant l'annonce de l'Accord de Principe | | Après la conclusion de l'Accord de Principe | | Après l'annonce des résultats semestriels 2022 | | Après l'ouverture de la procédure de conciliation | | Avant l'annonce de l'Accord de Principe Restructuration | | Après l'annonce de l'Accord de Principe Restructuration | |
|----------------------|---|---------------|---|---------------|--|---------------|---|--------------|---|--------------|---|--------------|
| | Date | Cours cible | Date | Cours cible | Date | Cours cible | Date | Cours cible | Date | Cours cible | Date | Cours cible |
| Alpha Value | 09-févr-22 | 24,9 € | 14-juin-22 | 25,7 € | 29-sept-22 * | 13,4 € | 17-nov-22 | 3,5 € | | | 15-févr-23 * | 0,2 € |
| BNP Exane | 24-sept-21 | 115,0 € | 03-juin-22 * | 30,0 € | 30-sept-22 | 10,0 € | | | | | | |
| Berenberg | | | | | 31-août-22 * | 41,5 € | | | | | | |
| Société Générale | 31-janv-22 | 45,0 € | 19-juin-22 | 36,5 € | 13-sept-22 * | 18,5 € | 24-nov-22 * | 6,0 € | 25-janv-23 * | 4,0 € | 16-févr-23 * | 0,3 € |
| CIC market solutions | 25-janv-22 | 109,0 € | 30-juin-22 | 92,0 € | 14-sept-22 * | 23,0 € | 18-nov-22 | 5,8 € | 30-janv-23 * | 5,8 € | 01-févr-23 * | 5,8 € |
| Kepler Cheuvreux | 14-mars-22 | 70,0 € | | | | | | | | | | |
| Gilbert Dupont | 27-janv-22 | 99,0 € | 21-juil-22 | 79,0 € | 12-sept-22 | 41,0 € | 07-nov-22 * | 9,0 € | | | | |
| Oddo BHF | 02-févr-22 | 43,5 € | 04-juil-22 | 26,7 € | 13-sept-22 * | 16,0 € | 09-nov-22 * | 16,0 € | | | 02-févr-23 * | 0,5 € |
| Portzamparc | 01-févr-22 | 50,0 € | | | 12-oct-22 | 11,7 € | 16-nov-22 | | | | | |
| Moyenne | | 69,6 € | | 48,3 € | | 21,9 € | | 8,1 € | | 4,9 € | | 1,7 € |

Source : Notes d'analystes (*), Bloomberg

Les cours cible avant l'annonce de l'Accord de Principe¹⁸³ s'échelonnaient dans une fourchette de 24,9 € et 115,0 €.

Au cours de l'année 2022, les analystes ont revu progressivement à la baisse leurs objectifs de cours, qui postérieurement à l'annonce de la procédure de conciliation en novembre 2022 oscillaient entre 3,5 € et 16,0 €.

¹⁸² Nous avons exclu Bryan Garnier & Co et Jefferies, en l'absence de mise à jour de leurs objectifs de cours depuis janvier 2022.

¹⁸³ Mai 2022.

À l'annonce de l'Accord de Principe Restructuration en février 2023, les objectifs de cours publiés par les analystes ressortaient en moyenne à 1,7 €¹⁸⁴.

À ce jour, la couverture par les analystes financiers est très limitée¹⁸⁵ et les objectifs de cours sont inférieurs à 0,50 €.

4.3.2. OCEANE

Orpea a émis le 17 mai 2019 sur Euronext Access 3.412.969 OCEANE¹⁸⁶ pour un montant de 500 M€ (§ 2.3.1).

Les dispositions relatives à leur émission prévoient que les OCEANE, d'une valeur nominale unitaire de 146,50 € et à échéance au 17 mai 2027, portent intérêt au taux de 0,375 % et soient convertibles sur la base d'un taux de conversion de 1,020 Action pour 1 OCEANE¹⁸⁷. Les OCEANE, qui pourront faire l'objet d'un remboursement anticipé sous certaines conditions, seront remboursées au pair le 17 mai 2027.

Les caractéristiques initiales des OCEANE sont les suivantes :

Caractéristiques des OCEANE

| | |
|------------------------|--------------|
| Code ISIN | FR0013418795 |
| Montant (M€) | 500 |
| Prix d'émission | 146,50 € |
| Prix de remboursement | 146,50 € |
| Nombre d'OCEANE émises | 3 412 969 |
| Période d'exercice | 8 ans |
| Prix d'exercice | 146,50 € |

Source : Ledouble

Nous présentons, ci-après, l'évolution du cours des OCEANE, depuis leur première cotation et jusqu'au 12 mai 2023, par rapport au cours de l'Action. Ces instruments étant échangés sur Euronext Access, nous ne disposons pas des informations relatives aux volumes journaliers d'échanges.

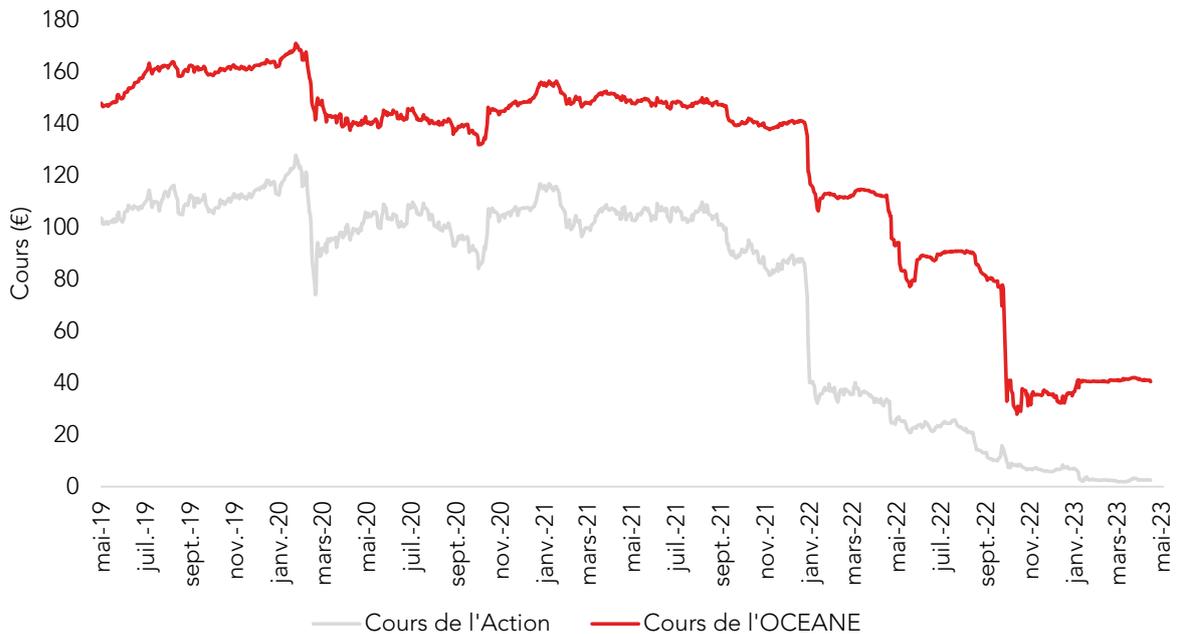
¹⁸⁴ Moyenne rehaussée par l'objectif de cours de CIC market solutions.

¹⁸⁵ Oddo BHF, Société Générale et Alphavalue.

¹⁸⁶ Sous le code ISIN FR0013418795.

¹⁸⁷ Conformément au dernier ajustement du ratio d'attribution effectué en date du 9 juillet 2021.

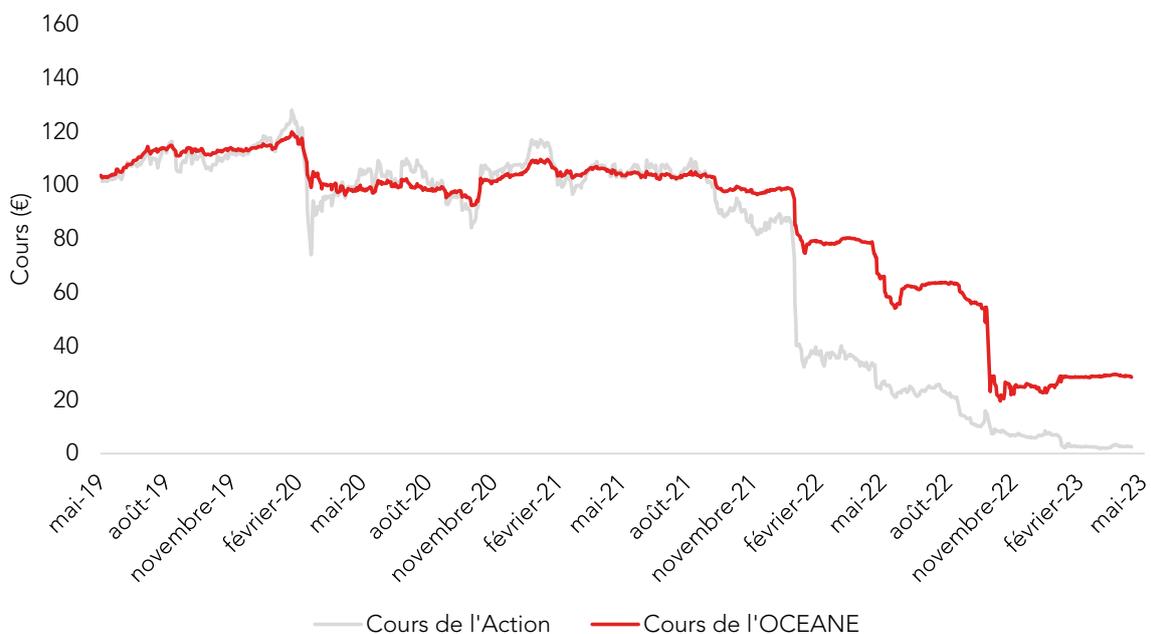
Analyse du cours de l'OCEANE et de l'Action depuis le 17 mai 2019



Depuis son émission, le cours de l'OCEANE a connu des variations importantes liées en particulier aux événements survenus en 2022 (§ 3.3), entre 171,2 € (au plus haut début 2020) et aux alentours de 28,0 € (début novembre 2022) ; le cours de l'OCEANE demeure relativement stable depuis l'ouverture de la procédure de conciliation fin octobre 2022.

L'évolution comparée du cours de l'OCEANE et de l'Action, rebasé au 17 mai 2019, date d'émission des OCEANE, est présentée ci-après :

Analyse du cours de l'OCEANE et de l'Action rebasé au 17 mai 2019



Le tableau ci-dessous synthétise la moyenne des cours de bourse de l'OCEANE au 12 mai 2023 :

| Analyse des CMPV et des capitalisations boursières | | |
|---|------------------|------------------------|
| € | 12-mai-23 | Capi. Boursière |
| Spot (clôture) | 40,6 | 138 |
| 20 séances | 41,5 | 142 |
| 60 séances | 41,1 | 140 |
| 120 séances | 38,6 | 132 |
| 180 séances | 49,0 | 167 |
| 250 séances | 60,0 | 205 |
| 12 mois | 61,0 | 208 |
| Min 12 mois | 28,0 | 95 |
| Max 12 mois | 112,6 | 384 |

Source : Bloomberg

Au 12 mai 2023, l'OCEANE cote à 28%¹⁸⁸ de son prix d'émission, et affiche une valeur de marché de **138 M€**¹⁸⁹.

4.3.3. Autres obligations

Outre l'émission des OCEANE, Orpea a émis deux placements publics sous la forme d'emprunts obligataires dont les caractéristiques sont résumées ci-après :

| Souche | Orpea 2,625% mars 25 | Orpea 2,0% avril 28 |
|------------------------------|---------------------------------|--------------------------------|
| Indice | Euronext Paris | Euronext Paris |
| Code ISIN | FR0013322187 | FR0014002010 |
| Montant (M€) | 400 | 500 |
| Coupon | 2,625% | 2,0% |
| Prix d'émission (€) | 99,238 | 99,195 |
| Date de remboursement | 10/03/2025 | 01/04/2028 |
| Cours spot (€) | 25,99 | 25,67 |
| Cours spot / Prix d'émission | 26,19% | 25,87% |

Source : Bloomberg

Au 12 mai 2023, ces deux souches obligataires affichent une valeur de marché respectivement de 119 M€¹⁹⁰ et 147 M€¹⁹¹, soit au total une valeur de marché de **265 M€**.

En outre, les placements privés en euros (Euro PP) font l'objet d'une cotation¹⁹².

¹⁸⁸ 40,6 € / 146,5 €.

¹⁸⁹ Nombre d'OCEANE : 3.412.969 x cours spot : 40,6 €.

¹⁹⁰ Nombre d'obligations de la souche à échéance mars 2025 : 4.030.714 x cours spot : 29,42 €.

¹⁹¹ Nombre d'obligations de la souche à échéance avril 2028 : 5.040.577 x cours spot : 29,10 €.

¹⁹² Sur les places de Paris, Francfort et Luxembourg.

4.4. Valorisation du Groupe en continuité d'exploitation à périmètre constant

4.4.1. Valorisation intrinsèque sur la base du Plan d'Affaires Actualisé

La valeur intrinsèque du Groupe a été déterminée en actualisant les flux de trésorerie prévisionnels issus du Plan d'Affaires Actualisé établi par la Direction.

4.4.1.1. Rappel des principes de la méthode DCF

La méthode d'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou *Discounted Cash Flow* (DCF) repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

Le calcul de la valeur résiduelle, estimée au-delà de la période explicite de prévisions, repose sur l'estimation d'un *cash-flow* libre durable, et tient ainsi compte d'une hypothèse de continuité d'exploitation et d'une estimation de croissance à long terme (croissance perpétuelle).

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, est ajoutée à la valeur d'entreprise des activités opérationnelles¹⁹³, le cas échéant, la valeur des actifs hors exploitation, et en est déduit l'endettement financier net.

En l'espèce, nos travaux visent à déterminer la Valeur d'Entreprise du Groupe, à des fins de comparaison avec le montant de l'endettement net.

4.4.1.2. Synthèse des prévisions de la Société

Les données prévisionnelles du Plan d'Affaires Actualisé sur la Période Explicite et la Période d'Extrapolation sous-tendent notre modèle DCF (§ 3.5.2.1).

Dans le cadre de nos travaux, nous avons exploité :

- le Plan d'Affaires Actualisé, présenté le 12 mai 2023 par la Société, qui est une actualisation du Plan d'Affaires prenant en compte les réalisations 2022 et les ajustements des termes et conditions du plan de sauvegarde accélérée tels qu'ils ressortent des derniers accords signés avec le G6.¹⁹⁴ Il intègre une vision avant et après prise en compte du programme de cession immobilières (§ 3.5.2) ;
- les perspectives opérationnelles actualisées de la Société sur la Période Explicite, qui demeurent globalement inchangées et sans impact au niveau des flux opérationnels, car le reclassement comptable des dépenses informatiques au niveau de l'EBITDA est compensé par une réduction du niveau des Capex informatiques et des Capex de développement¹⁹⁵.

¹⁹³ Somme de la valeur des flux prévisionnels de trésorerie sur la Période Explicite de prévisions et de la valeur résiduelle.

¹⁹⁴ Accord de Lock-up et Accord d'Étape.

¹⁹⁵ Les perspectives financières actualisées sont plus largement impactées par les ajustements des termes et conditions des derniers accords signés et le nouvel engagement pris par la Société à céder des actifs immobiliers.

Pour mémoire, les écarts entre le Plan d’Affaires et le Plan d’Affaires Actualisé peuvent se résumer comme suit :

| Ecarts entre le Plan d’Affaires et le Plan d’Affaires Actualisé | | | | | | | | | | | | | | | |
|--|-----------------|--------------|--------------|--|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--|--------------|--------------|-----------|-------------|-------------|
| En M€ | Plan d’Affaires | | | Plan d’Affaires Actualisé avant Cessions | | | Variation | | | Plan d’Affaires Actualisé après Cessions | | | Variation | | |
| | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 | 2023 | 2024 | 2025 |
| Chiffre d’affaires | 5 326 | 5 737 | 6 102 | 5 326 | 5 737 | 6 102 | - | - | - | 5 326 | 5 737 | 6 102 | - | - | - |
| Reclassement Capex IT | - | - | - | (30) | (30) | (30) | (30) | (30) | (30) | (30) | (30) | (30) | - | - | - |
| Loyers liés aux cessions | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | (16) | (44) | - | (16) | (44) |
| EBITDA Pre IFRS 16 | 433 | 593 | 745 | 403 | 563 | 715 | (30) | (30) | (30) | 403 | 547 | 671 | - | (16) | (44) |
| Capex de Maintenance & IT | (233) | (236) | (242) | (215) | (206) | (212) | 18 | 30 | 30 | (215) | (206) | (212) | - | - | - |
| Capex de développement | (544) | (216) | (132) | (478) | (282) | (124) | 66 | (66) | 8 | (478) | (282) | (124) | - | - | - |
| Total Capex | (777) | (452) | (374) | (693) | (488) | (336) | 84 | (36) | 38 | (693) | (488) | (336) | - | - | - |
| Autres flux opérationnels courants | (68) | (62) | (31) | (145) | (17) | (51) | (77) | 45 | (20) | (145) | (17) | (44) | (68) | (62) | (24) |
| Flux de trésorerie après Capex | (411) | 79 | 339 | (434) | 58 | 328 | (23) | (21) | (11) | (434) | 42 | 291 | - | (16) | (37) |

Nous considérons que les hypothèses du Plan d’Affaires Actualisé revêtent un caractère réaliste qui ne nécessite pas de prendre en compte un risque de réalisation spécifique compte tenu :

- d’une activité opérationnelle structurellement bénéficiaire ;
- d’un risque opérationnel global au niveau du Groupe intégré dans les flux prévisionnels de trésorerie sur l’ensemble des prévisions de la Période Explicite et de la Période d’Extrapolation ;
- des niveaux de rentabilité à la fin de la Période d’Extrapolation sensiblement inférieurs à ceux atteints historiquement par le Groupe ;
- des objectifs d’investissements ambitieux.

Les coûts de refinancement liés à la Restructuration n’ont pas été pris en compte.

Nous constatons qu’à l’issue de la Période Explicite, la Société n’est toujours pas en mesure de couvrir ses besoins de trésorerie, le cumul des flux de trésorerie disponibles 2023-2025 restant négatif.

4.4.1.3. Construction de la valeur terminale

Le flux de trésorerie normatif pour le calcul de la valeur terminale est déterminé à l’issue de la Période d’Extrapolation.

La valeur terminale, calculée à l’issue de la Période d’Extrapolation, résulte :

- de la capitalisation au taux d’actualisation minoré du taux de croissance perpétuelle, d’un *cash-flow* d’exploitation fiscalisé considéré comme récurrent après une période de croissance soutenue ; et
- de l’actualisation de la valeur terminale ainsi obtenue.

Notre calcul de la valeur terminale repose sur un flux normatif déterminé à partir des hypothèses suivantes :

- un chiffre d’affaires inflaté annuellement d’un taux de croissance perpétuelle de 2% (§ 4.4.1.5) ;

- des dépenses opérationnelles en proportion du chiffre d'affaires en ligne avec les ratios observés sur la Période d'Extrapolation et, un niveau cible de frais de siège maintenu à 5,2% du chiffre d'affaires ; en définitive, le taux de marge d'EBITDA après prise en compte des frais de siège ressort en progression par rapport à celui de la Période d'Extrapolation, mais est en retrait par rapport à celui de Korian, principal concurrent d'Orpea, anticipé pour 2024¹⁹⁶ ;
- un montant d'impôt annuel calculé sur la base d'un taux d'imposition de 25,83%¹⁹⁷ ;
- un volant d'investissements limités aux investissements de maintenance opérationnelle (2,5% du chiffre d'affaires) et de rénovation des établissements existants (1% du chiffre d'affaires) ;
- un montant de dotations aux amortissements supérieur à celui des Capex en raison de l'enveloppe significative d'investissements sur la période du Plan d'Affaires Actualisé ;
- une variation de BFR nulle.

4.4.1.4. Taux d'actualisation

Nous avons déterminé le taux d'actualisation à partir de la formule du modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) selon la méthode directe¹⁹⁸ consistant à calculer le coût de capital (« CoC ») à partir du beta de l'actif économique de l'entreprise.

Le taux d'actualisation a ainsi été calculé au coût du capital en retenant :

- un taux sans risque de **2,9%** correspondant à la moyenne historique 3 mois des Obligations Assimilables du Trésor à échéance 10 ans (OAT 10 ans)¹⁹⁹ ;
- un beta moyen désendetté observé sur une période de 5 ans égal à **0,7**²⁰⁰ ;
- une prime de risque estimée à **5,9%**²⁰¹.

Au regard des hypothèses du Plan d'Affaires Actualisé (§ 4.4.1.2), nous n'avons considéré aucune prime de risque spécifique.

¹⁹⁶ Source : consensus d'analystes.

¹⁹⁷ Taux d'imposition en vigueur en France.

¹⁹⁸ La méthode indirecte consiste à déterminer de manière distincte le coût des fonds propres et le coût de la dette. Pour mémoire, il est d'usage de considérer que la structure de financement d'une entreprise n'a pas d'incidence significative sur sa valeur et sur son coût moyen pondéré du capital. Dès lors, les méthodes directe et indirecte de calcul du taux d'actualisation conduisent en principe à un résultat identique ou très proche.

¹⁹⁹ Source : Banque de France.

²⁰⁰ Le beta de l'actif économique a été déterminé à partir de notre panel de Comparables Boursiers (§ 4.4.3.1).

²⁰¹ Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à **8,8%** (source : Ledouble, avril 2023), qui, sous déduction du taux sans risque de 2,9%, induit une prime de risque de **5,9%** ; la prime de risque ainsi obtenue est équivalente à celle qui résulterait d'une pondération de primes par pays.

Sur cette base, le taux d'actualisation applicable a été estimé comme suit :

| Taux d'actualisation | |
|-----------------------------|-------------|
| Composants | % |
| Taux sans risque | 2,9% |
| Beta de l'actif économique | 0,7 |
| Rendement de marché | 8,8% |
| Prime de risque de marché | 5,9% |
| Taux d'actualisation | 7,0% |

Sources : Bloomberg, analyses Ledouble

Le coût du capital que nous avons retenu pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie en DCF ressort ainsi à **7,0%**.

À titre indicatif, les taux d'actualisation utilisés dans les tests de dépréciation des actifs incorporels (tests d'*impairment*) réalisés sur certaines UGT au 31 décembre 2022 se situent entre 6,0% et 11,5%²⁰².

Pour la valorisation intrinsèque simulant la cession suivie de la location du parc immobilier (§ 4.4.2), le taux d'actualisation a été calculé en recourant à un beta désendetté de **0,8** déterminé à partir d'un échantillon limité aux Comparables Boursiers menant une stratégie immobilière « *asset light* »²⁰³ (§ 4.4.3.2) ; les autres paramètres sont inchangés :

| Taux d'actualisation | |
|-----------------------------|-------------|
| Composants | % |
| Taux sans risque | 2,9% |
| Beta de l'actif économique | 0,8 |
| Rendement de marché | 8,8% |
| Prime de risque de marché | 5,9% |
| Taux d'actualisation | 7,6% |

Sources : Bloomberg, analyses Ledouble

Le coût du capital que nous avons retenu pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie en DCF avec la cession suivie de la location du parc immobilier ressort ainsi à **7,6%**.

Compte tenu de la situation actuelle d'Orpea, de l'absence de prise en compte d'un risque spécifique de réalisation du Plan d'Affaires Actualisé dans le taux d'actualisation, et de la part prépondérante de la valeur terminale dans la valorisation du Groupe, **nous considérons que les taux d'actualisation respectivement de 7,0% et de 7,6% susmentionnés sont un minimum**²⁰⁴.

²⁰² Les taux d'actualisation dans les tests de dépréciation au 30 juin 2022 oscillaient entre 6,5% et 10,1% et plus spécifiquement à 6,5% pour la France.

²⁰³ Attendo et Ambea (**Annexe 5**).

²⁰⁴ Les valeurs d'entreprise obtenues par l'application du taux de 7% constituent dès lors les bornes hautes des fourchettes que nous retenons dans nos analyses de sensibilité, orientées uniquement sur une hausse du taux d'actualisation (§ 4.4.1.6).

4.4.1.5. Taux de croissance perpétuelle

La valeur terminale a été déterminée en tablant sur un taux de croissance perpétuelle (« g ») de 2,0%²⁰⁵, en concordance avec celui que nous retenons pour la détermination de notre prime de risque (§ 4.4.1.2).

4.4.1.6. Synthèse de la valorisation DCF

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la Valeur d'Entreprise du Groupe :

Avant prise en compte du programme de cessions immobilières :

- aux variations croisées du taux d'actualisation et du taux de croissance perpétuelle :

Analyse de la sensibilité de la Valeur d'Entreprise ajustée (CoC / g)

| M€ | | Taux d'actualisation | | | | |
|----------------------|-------|----------------------|--------------|-------|--------------|-------|
| | | 6,5% | 7,0% | 7,5% | 8,0% | 8,5% |
| Croissance normative | 1,50% | 7 567 | 6 735 | 6 043 | 5 459 | 4 960 |
| | 1,75% | 7 915 | 7 010 | 6 265 | 5 640 | 5 110 |
| | 2,00% | 8 302 | 7 314 | 6 508 | 5 837 | 5 272 |
| | 2,25% | 8 736 | 7 651 | 6 774 | 6 052 | 5 447 |
| | 2,50% | 9 224 | 8 025 | 7 068 | 6 287 | 5 637 |

- aux variations croisées du taux d'actualisation et du taux d'investissement²⁰⁶ en valeur terminale (en pourcentage du chiffre d'affaires), mettant en évidence la sensibilité particulière de la Valeur d'Entreprise du Groupe au niveau de Capex :

Analyse de la sensibilité de la Valeur d'Entreprise ajustée (CoC / Capex)

| M€ | | Taux d'actualisation | | | | |
|-------|--------|----------------------|--------------|-------|--------------|-------|
| | | 6,5% | 7,0% | 7,5% | 8,0% | 8,5% |
| Capex | (2,5%) | 9 388 | 8 269 | 7 356 | 6 597 | 5 957 |
| | (3,0%) | 8 845 | 7 792 | 6 932 | 6 217 | 5 614 |
| | (3,5%) | 8 302 | 7 314 | 6 508 | 5 837 | 5 272 |
| | (4,0%) | 7 759 | 6 837 | 6 084 | 5 458 | 4 929 |
| | (4,5%) | 7 216 | 6 359 | 5 660 | 5 078 | 4 587 |

La Valeur d'Entreprise du Groupe après incidence des Ajustements Comptables s'inscrit, dans cette analyse de sensibilité, dans une fourchette de 5.837 M€ à 7.314 M€.

Nous soulignons la part prépondérante de la valeur terminale qui :

- représente la quasi-totalité de la Valeur d'Entreprise en DCF exposée ci-avant ;
- résulte du poids des investissements intégrés dans le Plan d'Affaires Actualisé qui obèrent les flux prévisionnels de trésorerie durant la Période Explicite²⁰⁷.

²⁰⁵ Pour mémoire, les taux de croissance perpétuelle utilisés dans les tests de dépréciation des actifs du Groupe au 31 décembre 2022 s'établissaient entre 1,0% et 4,5%.

²⁰⁶ Le taux d'investissement a un impact direct sur la valeur du Groupe.

²⁰⁷ La valeur terminale est en l'occurrence déterminée sur la base de l'EBITDA hors IFRS 16 après impôt et minoré d'un volume d'investissements réputé normatif à hauteur de 3,5% du chiffre d'affaires. Au vu du niveau élevé des investissements observés entre 2022 et 2028, nous avons retenu en valeur terminale un volant de dotations aux

Après prise en compte du programme de cessions immobilières :

- aux variations croisées du taux d'actualisation et du taux de croissance perpétuelle :

Analyse de la sensibilité de la Valeur d'Entreprise ajustée (CoC / g)

| M€ | | Taux d'actualisation | | | | |
|----------------------|-------|----------------------|--------------|-------|--------------|-------|
| | | 6,5% | 7,0% | 7,5% | 8,0% | 8,5% |
| Croissance normative | 1,50% | 7 581 | 6 886 | 6 305 | 5 813 | 5 390 |
| | 1,75% | 7 854 | 7 101 | 6 478 | 5 953 | 5 505 |
| | 2,00% | 8 158 | 7 338 | 6 666 | 6 105 | 5 629 |
| | 2,25% | 8 498 | 7 601 | 6 873 | 6 271 | 5 763 |
| | 2,50% | 8 882 | 7 894 | 7 101 | 6 452 | 5 909 |

- aux variations croisées du taux d'actualisation et du taux d'investissement en valeur terminale (en pourcentage du chiffre d'affaires) :

Analyse de la sensibilité de la Valeur d'Entreprise ajustée (CoC / Capex)

| M€ | | Taux d'actualisation | | | | |
|-------|--------|----------------------|--------------|-------|--------------|-------|
| | | 6,5% | 7,0% | 7,5% | 8,0% | 8,5% |
| Capex | (2,5%) | 9 244 | 8 293 | 7 514 | 6 864 | 6 314 |
| | (3,0%) | 8 701 | 7 816 | 7 090 | 6 485 | 5 971 |
| | (3,5%) | 8 158 | 7 338 | 6 666 | 6 105 | 5 629 |
| | (4,0%) | 7 615 | 6 861 | 6 242 | 5 725 | 5 286 |
| | (4,5%) | 7 072 | 6 384 | 5 818 | 5 345 | 4 944 |

La Valeur d'Entreprise du Groupe après incidence des Ajustements Comptables s'inscrit dans une fourchette de **6.105 M€** à **7.338 M€**.

4.4.2. Valorisation intrinsèque avec cession et location du parc immobilier

Compte tenu de la prépondérance dans la structure bilancielle des actifs immobiliers détenus par le Groupe (§ 3.4.2), nous avons élaboré, à partir du Plan d'Affaires Actualisé avant Cessions²⁰⁸, un plan alternatif permettant d'extérioriser la valeur du parc immobilier. Pour autant, ce cas de figure ne constitue pas de notre part une proposition de stratégie pour la Société.

Le patrimoine immobilier d'Orpea se compose des murs des établissements de soins (maisons de retraite et cliniques), par nature susceptibles d'être cédés.

Nous avons ainsi retraité le Plan d'Affaires Actualisé avant Cessions en simulant, la cession puis la location des établissements de soins en lieu et place de leur détention en propre par le Groupe (stratégie « *asset light* », par opposition à la stratégie « *asset heavy* » consistant à détenir les actifs immobiliers en propre).

Cette approche simule une cession de la totalité des établissements de soins suivie de leur location aux conditions actuelles²⁰⁹.

amortissements sensiblement supérieur à celui des investissements. Le seul impact de ce décalage est lié à la réduction d'impôt résultant de la déductibilité des dotations aux amortissements.

²⁰⁸ Cette approche ne considère pas le Plan d'Affaires Actualisé après Cessions dans la mesure où ce dernier intègre déjà par définition la cession partielle et la location de certains actifs immobiliers.

²⁰⁹ Montants tels qu'ils ressortent des travaux menés pour les tests de dépréciation des actifs immobiliers et des Experts Immobiliers au 31 décembre 2022.

Les expertises immobilières réalisées²¹⁰ dans le cadre de l'établissement des comptes consolidés externalisent une valeur des actifs immobiliers détenus au 31 décembre 2022 associée à des loyers et identifiée par pays, sur 383 établissements de soins, à 5,0 Md€.

Le patrimoine immobilier détenu par les sociétés mises en équivalence, jugé non significatif, n'a pas été réévalué ; les titres mis en équivalence sont donc retenus à leur valeur figurant dans les comptes consolidés du Groupe.

En dehors du patrimoine immobilier évalué à dire d'experts, les immobilisations corporelles ont été retenues pour leur valeur nette comptable dans l'ensemble de nos évaluations.

Au vu de ce qui précède, nous avons déterminé la Valeur d'Entreprise du Groupe en envisageant alternativement :

- le maintien de la détention en pleine propriété des établissements de soins composant le patrimoine immobilier actuel du Groupe ; et
- la cession de ces actifs (ou l'entrée d'investisseurs au capital d'une foncière regroupant les actifs immobiliers du Groupe) suivie de leur location simple.

Nous soulignons également que l'utilisation faite de la trésorerie dégagée par les cessions envisagées en marge du Plan de la Refondation pourrait créer des tensions sur la trésorerie disponible au début de la Période Explicite du Plan d'Affaires Actualisé avant Cessions.

Au regard des aléas attachés aux hypothèses de cession du parc immobilier, il a été pris en compte un niveau de décote induit par la cession totale et immédiate des établissements de soins.

Dans ce contexte, nous avons mené une analyse des décotes observées entre 2019 et 2022 sur les cours de bourse d'un échantillon de foncières cotées²¹¹ par rapport à leur ANR NDV²¹² ; l'ANR NDV²¹³ (ou ANR de liquidation) reflète la valeur pour les actionnaires dans le cadre d'une vente d'entreprise ordonnée, où l'intégralité des passifs afférents aux droits de mutation, aux impôts différés, aux instruments financiers et à certains autres ajustements sont calculés en écartant toute optimisation fiscale ou tous droits de mutation.

Les cours de bourse de ces foncières affichent une décote moyenne²¹⁴ comprise entre 16% et 38% par rapport à leur ANR NDV (**Annexe 8**) ; nous avons limité les niveaux de décote dans un intervalle de 10% à 30% dans le calcul de la Valeur d'Entreprise du Groupe :

²¹⁰ Par JLL, Cushman & Wakefield et CBRE.

²¹¹ Icade, Gecina, Klépierre et Unibail.

²¹² À partir des publications (documents de référence, documents d'enregistrement universel, rapports financiers semestriels des sociétés concernées).

²¹³ *Net Disposal value*.

²¹⁴ Hors Unibail.

Valeur d'Entreprise - DCF Cession et location du parc immobilier

| M€ | Décote 10% | Décote 20% | Décote 30% |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Valeur de la Période Explicite | (991) | (991) | (991) |
| Valeur de la Période d'Extrapolation | 81 | 81 | 81 |
| Valeur terminale | 3 147 | 3 147 | 3 147 |
| Valeur d'Entreprise | 2 236 | 2 236 | 2 236 |
| Incidence des Ajustements Comptables | (198) | (198) | (198) |
| Valeur de l'immobilier | 5 027 | 5 027 | 5 027 |
| <i>Décote vente immobilière</i> | <i>(10%)</i> | <i>(20%)</i> | <i>(30%)</i> |
| Valeur de l'immobilier après décote | 4 524 | 4 021 | 3 519 |
| <i>Impôt sur les plus-values</i> | <i>(158)</i> | <i>(85)</i> | <i>(12)</i> |
| Valeur d'Entreprise ajustée | 6 404 | 5 974 | 5 545 |

Le scénario de la location des établissements de soins en lieu et place de leur détention en propre par le Groupe conduit à une Valeur d'Entreprise du Groupe ajustée de la valeur du parc immobilier nette d'impôt, après décote de 10% à 30%, comprise entre **5.545 M€** et **6.404 M€**.

Ces résultats s'inscrivent en retrait par rapport à ceux obtenus pour la valorisation du Groupe en continuité d'exploitation à périmètre constant (§ 4.4.1.6) en raison de :

- la prise en compte d'un taux d'actualisation majoré, traduisant le risque plus élevé lié à une stratégie *asset light*, pour évaluer l'activité opérationnelle ;
- l'absence d'une économie fiscale substantielle sur les charges de loyer suite à la cession d'actifs d'ores et déjà amortis ; et
- le niveau de décote anticipé par rapport aux valeurs d'expertise en cas de cession en bloc de la totalité des actifs immobiliers du Groupe²¹⁵.

4.4.3. Valorisation analogique du Groupe par les Comparables Boursiers

Nous avons procédé à une évaluation du Groupe par référence aux multiples de rentabilité issus d'un panel de sociétés comparables.

4.4.3.1. Composition de l'échantillon de Comparables Boursiers

Nous avons identifié des sociétés cotées présentant des points communs avec Orpea en termes d'activité, de modèle économique et de rentabilité attendue.

La présentation détaillée de notre panel figure en **Annexe 5** et en **Annexe 6** ; il est composé de sociétés cotées évoluant dans le secteur des parcours de soins et de vie destinés aux personnes fragiles, et disposant d'un parc de maisons de retraite médicalisées et de cliniques de soins médicaux et de réadaptation (les « **Comparables Boursiers** »).

²¹⁵ En l'absence de décote de cession et de risque spécifique lié à la stratégie *asset light*, les résultats sont similaires à ceux obtenus en approche globale à périmètre constant (§ 4.4.1.6).

Capitalisation boursière 3 mois (M€)

| Société | Pays | Capi. (M€) |
|--------------|---------------|------------|
| Orpea | France | 164 |
| Korian | France | 799 |
| LNA Santé | France | 329 |
| Attendo | Suède | 421 |
| Ambea | Suède | 307 |

Source : Bloomberg

4.4.3.2. Modalités de calcul des multiples de valeur d'entreprise (VE)

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires, car il ne nous paraît pas pertinent de valoriser le Groupe selon le seul critère de volume d'activité sans tenir compte de la profitabilité d'exploitation ;
- de résultat net (PER), car les PER conduisent à des estimations biaisées du fait des écarts de structure financière et du différentiel de taux d'imposition applicable.

Pour mémoire, la norme IFRS 16 prévoit le reclassement des charges de location en dehors de l'EBITDA, au niveau des amortissements et des intérêts financiers, en contrepartie de la création au bilan d'un actif (droit d'usage) et d'un passif (obligation locative) relatifs aux contrats de location (§ 3.4).

Nous avons retenu pour Orpea un EBITDA hors impact de la norme IFRS 16, et corrélativement pour les Comparables Boursiers des multiples d'EBITDA retraités de l'impact de la norme IFRS 16.

Pour le Périmètre Existant, nous avons appliqué les multiples moyens VE/EBITDA 2023 et 2024 issus du panel de Comparables Boursiers à l'EBITDA correspondant à ces années dans le Plan d'Affaires Actualisé ; en ce qui concerne le Périmètre en Développement, nous avons tenu compte de l'effet d'actualisation de l'EBITDA à horizon 2028²¹⁶.

L'examen du profil des Comparables Boursiers appelle les commentaires suivants :

- Orpea est d'une taille compatible avec celle des Comparables Boursiers ;
- Korian, d'une taille proche de celle d'Orpea et dont la stratégie immobilière orientée « *asset heavy* » ressemble également à celle du Groupe, extériorise la rentabilité la plus importante au sein de notre échantillon ;
- les sociétés LNA Santé, Attendo et Ambea, dont le profil est plus « *asset light* », présentent des multiples moins élevés que ceux de Korian.

²¹⁶ Compte tenu de l'impact du Périmètre en Développement sur les perspectives du Groupe, nous estimons que sa valeur ne peut être éludée, y compris en évaluation analogique ; l'année 2028 correspond à la mise en exploitation complète du Périmètre en Développement. Par simplification, nous avons considéré que les reclassements comptables des dépenses IT et le programme de cessions d'actifs ne concernaient pas le périmètre Développement.

Nous avons mis en œuvre deux approches :

- l'une repose sur une stratégie immobilière combinant « *asset light* » et « *asset heavy* » ; dans cette première approche, seule la société Korian qui, du point de vue de sa stratégie immobilière, est la plus comparable à Orpea, a été retenue parmi les Comparables Boursiers ;
- l'autre reflète une stratégie immobilière davantage orientée « *asset light* », proche des profils immobiliers de LNA Santé, Attendo et Ambea ; cette seconde approche se réfère à l'ensemble des sociétés composant le panel de Comparables Boursiers et simule la cession suivie de la location du parc immobilier :
 - les agrégats du Plan d'Affaires Actualisé avant Cessions ont été retraités afin de substituer la location des établissements à leur détention en propre par le Groupe (§ 3.5.1) ;
 - les agrégats du Plan d'Affaires Actualisé après Cessions ont été retenus en l'état (§ 3.5.2.2) ;
 - comme pour la valorisation intrinsèque avec cession et location du parc immobilier, une décote comprise entre 10% et 30% a par ailleurs été appliquée afin de prendre en considération les aléas attachés aux hypothèses de cession du parc immobilier²¹⁷.

Les multiples de chacun des Comparables Boursiers sont fonction :

- de leur capitalisation boursière moyenne 3 mois ; et
- des estimations d'EBITDA hors IFRS 16 issues des consensus d'analystes.

4.4.3.3. Synthèse de la valeur par les Comparables Boursiers

Dans la première approche, sur la base des prévisions du Plan d'Affaires Actualisé avant Cessions, la Valeur d'Entreprise du Groupe s'inscrit dans une fourchette de **3.626 M€** à **4.114 M€**.

| Valeur d'Entreprise - Comparables Boursiers | | |
|--|--------------|--------------|
| M€ | 2023 | 2024 |
| Valeur d'Entreprise - Périmètre Existant | 3 229 | 3 780 |
| Valeur d'Entreprise - Périmètre en Développement | 595 | 532 |
| Valeur d'Entreprise | 3 824 | 4 312 |
| Ajustements comptables | (198) | (198) |
| Valeur d'Entreprise ajustée | 3 626 | 4 114 |

Dans la seconde approche, sur la base du Plan d'Affaires Actualisé avant Cessions retraité de la cession des actifs immobiliers suivie de leur location, la Valeur d'Entreprise du Groupe s'inscrit, selon les décotes susmentionnées, dans une fourchette de **4.775 M€** à **6.169 M€**.

²¹⁷ S'agissant du Plan d'Affaires Actualisé après Cessions, nous avons considéré la valeur de cession immobilière prévue par la Direction (1,25 Md€) et retraité la totalité des loyers afférant à cette cession dès 2023.

Valeur d'Entreprise - Comparables Boursiers - Cession et location du parc immobilier - Plan d'Affaires Actualisé avant Cessions

| M€ | Option 1 | | Option 2 | | Option 3 | |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2023 | 2024 | 2023 | 2024 | 2023 | 2024 |
| Valeur d'Entreprise - Périmètre Existant | 912 | 1 531 | 912 | 1 531 | 912 | 1 531 |
| Valeur d'Entreprise - Périmètre en Développement | 554 | 471 | 554 | 471 | 554 | 471 |
| Valeur d'Entreprise | 1 466 | 2 002 | 1 466 | 2 002 | 1 466 | 2 002 |
| Ajustements comptables | (198) | (198) | (198) | (198) | (198) | (198) |
| Valeur de l'immobilier | 5 027 | 5 027 | 5 027 | 5 027 | 5 027 | 5 027 |
| Décote vente immobilière | (10%) | (10%) | (20%) | (20%) | (30%) | (30%) |
| Valeur de l'immobilier après décote | 4 524 | 4 524 | 4 021 | 4 021 | 3 519 | 3 519 |
| Impôt sur plus-values ou moins values | (158) | (158) | (85) | (85) | (12) | (12) |
| Valeur d'Entreprise ajustée | 5 634 | 6 169 | 5 204 | 5 740 | 4 775 | 5 310 |

4.4.4. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

À titre indicatif, nous présentons dans le présent chapitre la valorisation d'Orpea par référence aux transactions récentes intervenues dans le secteur (les « **Transactions Comparables** »).

Plusieurs transactions récentes ont impliqué des sociétés que nous considérons comme comparables, en termes d'activité, à Orpea, bien que de taille sensiblement différentes. (**Annexe 7**).

Nous soulignons que la mise en place de la norme IFRS 16 ainsi que l'absence d'informations précises sur la part relative de la location ou de la détention en propre des actifs acquis peut limiter la pertinence de cette méthode.

Enfin, l'instauration du Ségur de la Santé depuis 2020 et ses modifications sur la structure financière des établissements peut rendre délicate la comparaison avec des transactions antérieures à la crise sanitaire (§ 3.1).

Nous exposons donc, seulement à titre secondaire, la valorisation du Groupe par référence aux Transactions Comparables, que nous avons mise en œuvre en appliquant :

- pour le Périmètre Existant, un multiple de chiffre d'affaires médian de 2,0x et un multiple d'EBITDA médian de 12,7x issu du panel de Transactions Comparables²¹⁸ au chiffre d'affaires du Périmètre Existant réalisé en 2022 ; et
- pour le Périmètre en Développement²¹⁹, en tenant compte en conséquence de l'effet d'actualisation :
 - le multiple médian de chiffre d'affaires de 2,0x au chiffre d'affaires qui sera réalisé en 2028 sur ce périmètre ;
 - un multiple d'EBITDA médian de 12,7x à l'EBITDA qui sera réalisé en 2028 sur ce périmètre.

²¹⁸ Les multiples n'ont pas été retraités de la prime de contrôle, en l'absence d'informations sur le niveau de cette prime au cas par cas.

²¹⁹ Le Périmètre en Développement n'étant pas concerné par le reclassement des dépenses IT, les agrégats 2028 sont identiques entre le Plan d'Affaires et le Plan d'Affaires Actualisé avant Cessions.

Le Plan d'Affaires Actualisé après Cessions intégrant par définition une évolution du périmètre ne peut être appréhendé dans un contexte transactionnel qui repose sur l'évaluation d'une société dans son périmètre actuel.

Valeur d'Entreprise - Transactions Comparables

| M€ | VE / CA | VE / EBITDA |
|---|--------------|--------------|
| <i>Valeur d'Entreprise - Périmètre Existant</i> | <i>9 140</i> | <i>4 687</i> |
| <i>Valeur d'Entreprise - Périmètre en Développement</i> | <i>753</i> | <i>981</i> |
| Incidence des Ajustements Comptables | (198) | (198) |
| Valeur d'Entreprise ajustée | 9 694 | 5 470 |

Source : Mergermarket, S&P Capital IQ, communiqués de presse, analyses Ledouble

Nous avons reconduit notre analyse en nous référant aux seules transactions intervenues après 2020, postérieurement au Ségur de la Santé ; le multiple de chiffre d'affaires ressort à 2,0x et le multiple d'EBITDA à 12,2x.

Valeur d'Entreprise - Transactions Comparables

| M€ | VE / CA | VE / EBITDA |
|---|--------------|--------------|
| <i>Valeur d'Entreprise - Périmètre Existant</i> | <i>9 333</i> | <i>4 493</i> |
| <i>Valeur d'Entreprise - Périmètre en Développement</i> | <i>769</i> | <i>940</i> |
| Incidence des Ajustements Comptables | (198) | (198) |
| Valeur d'Entreprise ajustée | 9 904 | 5 235 |

Source : Mergermarket, S&P Capital IQ, communiqués de presse, analyses Ledouble

La Valeur d'Entreprise du Groupe par les multiples de Transactions Comparables ressort dans une fourchette large entre **5.235 M€** et **9.904 M€** ; compte tenu de l'écart constaté entre les valeurs minimales et les valeurs maximales, imputables notamment au différentiel de taille et de rentabilité avec Orpea, la méthode analogique par les Transactions Comparables ne peut finalement pas être retenue pour la valorisation du Groupe pris dans son ensemble.

4.5. Valorisation du Groupe en continuité d'exploitation avec une évolution du périmètre actuel

En complément de la valorisation en continuité d'exploitation à périmètre constant, nous avons déterminé la Valeur d'Entreprise du Groupe en prenant en considération les pays pour lesquels une restructuration ou une cession était envisagée par la Direction lors la présentation du Plan de Refondation ²²⁰.

Lors de sa présentation du Plan de Refondation, la Direction a exposé les contours du futur périmètre, défini en fonction de la valeur stratégique de chaque pays :

- le Groupe entend maintenir sa présence dans les pays²²¹ où il occupe une position de leader et a les capacités de piloter la sécurité et la qualité des opérations, qui génèrent un EBITDA à deux chiffres, et qui offrent un potentiel de développement par croissance organique ou par acquisition (le « **Périmètre Stratégique** ») ;
- les pays concernés par une restructuration ou une cession du portefeuille²²² représenteraient un chiffre d'affaires et un EBITDA hors IFRS 16 à horizon 2025 d'un montant respectivement de 876 M€ et 48 M€ (le « **Périmètre Cédé** »).

²²⁰ Présentation du Plan de Refondation, [15 novembre 2022](#), p. 58.

²²¹ Allemagne, Autriche, Espagne, France, Irlande, Pays-Bas et Suisse.

²²² La présentation du Plan de la Refondation du [15 novembre 2022](#) indique principalement dix pays (Belgique, Brésil, Chine, Croatie, Italie, Lettonie, Pologne, Portugal, Slovaquie et République tchèque), p. 58 ; nous comprenons de nos échanges avec la Direction que les autres pays, hors ceux du Périmètre Stratégique, pourraient être également concernés.

Au vu de ces informations, et afin de valoriser le Groupe en continuité d'exploitation en tablant sur l'évolution de son périmètre actuel, nous nous référons aux valorisations issues de l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie en somme des parties ou *Sum of the parts* (« SOTP »).

À titre de recoupement, nous avons mis en œuvre une valorisation analogique par référence aux multiples de chiffre d'affaires issus de transactions observées dans le secteur.

4.5.1. Principes de la méthode SOTP

Cette méthode consiste à agréger la valeur des activités du Groupe par pays.

Les valorisations réalisées en SOTP reposent sur les données contributives de chacune des activités existantes et des projets d'ouvertures identifiés au sein du Groupe ; nous avons retenu comme hypothèse qu'elles pouvaient présager d'une valeur *stand-alone* de chaque zone géographique, ou d'un prix auquel ces sous-parties du Groupe pourraient être cédées isolément.

Les dettes et les éléments de trésorerie des pays ont été déterminées par le contributif de chacun d'entre eux à la consolidation au 31 décembre 2022.

Nous n'avons pas mis en œuvre la méthode SOTP à partir des données issues du Plan d'Affaires Actualisé après Cessions dans la mesure où, à date, le programme de cessions des actifs immobiliers n'est pas formellement défini et planifié par année et par zone géographique. Ces cessions se réaliseront davantage par opportunité et le nombre de scénarii reposant sur des hypothèses de programmation à la fois en terme de timing et de pays est illimité.

Dans ce contexte :

- nous nous sommes assurés de la cohérence des taux de rendement attachés aux actifs immobiliers par zone géographique tels qu'ils ressortent des expertises immobilières réalisées au titre de l'exercice 2022 avec le taux de rendement implicite (5,5%) des cessions immobilières prévues dans le dernier programme de cessions (§ 3.5.2.2) :
 - les taux de rendement retenus par les Experts Immobiliers ressortent en moyenne à 5,4% (versus 5,2% en 2021) ;
 - les taux de rendement des pays qui seraient les plus concernés²²³ par le programme de cessions oscillent entre 4,7% et 5,2%.
- nous avons réalisé une analyse de sensibilité de la Valeur d'Entreprise au taux de rendement :

Analyse de la sensibilité de la Valeur d'Entreprise ajustée

| M€ | Taux de rendement | | | | |
|----|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| | 4,5% | 5,0% | 5,5% | 6,0% | 6,5% |
| | 7 632 | 7 485 | 7 338 | 7 191 | 7 045 |

²²³ Sur la base de nos discussions avec la Direction.

La Valeur d'Entreprise après incidence des Ajustements Comptables s'inscrit dans les fourchettes de valorisation intrinsèque du Groupe pris dans son ensemble selon le Plan d'Affaires Actualisé avant Cessions²²⁴ et le Plan d'Affaires Actualisé après Cessions²²⁵ (§ 4.4.1.6) ; l'écart observé entre ces deux approches est réduit en raison du couple (k-g)²²⁶ proche du taux de rendement implicite.

4.5.2. Plan d'affaires Actualisé par pays

4.5.2.1. Pour la Période Explicite

Nous avons exploité le Plan d'Affaires Actualisé avant Cessions (§ 3.5.2.1), dont la version développée différencie par pays le Périmètre Existant et le Périmètre en Développement. L'ensemble des investissements prévus sont également répartis par pays²²⁷.

À partir de ces éléments, nous avons reconstitué un plan d'affaires par pays.

4.5.2.2. Pour la Période d'Extrapolation

À partir des projections macroéconomiques sur la Période d'Extrapolation au niveau du Groupe pris dans son ensemble, la Direction a distingué :

- l'ensemble des tendances observées sur le Périmètre Existant qui ont été rapportées pays par pays ; et
- l'effet positif du cycle d'investissement attaché aux projets d'ouvertures des établissements pays par pays sur le Périmètre en Développement.

Les hypothèses de construction des flux d'exploitation pour chaque pays se résument comme suit :

- convergence du taux d'occupation du Périmètre en Développement vers celui du Périmètre Existant, associée à un taux d'inflation correspondant au taux de croissance perpétuelle (§ 4.4.1.5) ;
- maintien du niveau des marges d'EBITDA constaté en 2025 pour le Périmètre Existant, et reconduction des évolutions de rentabilité observées au niveau du Groupe sur les différents pays pour le Périmètre en Développement ;
- répartition des frais de siège et des retraitements IFRS 16 par pays en fonction du poids de leur chiffre d'affaires estimé en 2025 dans le chiffre d'affaires Groupe ;
- taux d'imposition spécifique à chaque pays ;
- variation de BFR nulle ;
- maintien du niveau des investissements de maintenance en proportion du chiffre d'affaires observé en 2025, et reconduction des évolutions observées au niveau du Groupe sur les différents pays pour les investissements liés à l'informatique.

²²⁴ Pour mémoire la Valeur d'Entreprise ajustée est comprise entre 5.837 M€ et 7.314 M€ (§ 4.4.1.6).

²²⁵ Pour mémoire la Valeur d'Entreprise ajustée est comprise entre 6.105 M€ et 7.338 M€ (§ 4.4.1.6).

²²⁶ « k » désigne le taux d'actualisation (§ 4.4.1.4) et « g » le taux de croissance perpétuelle (§ 4.4.1.5).

²²⁷ Cette répartition concerne les investissements informatiques, de maintenance, de rénovation, d'agrandissement et de développement.

La méthodologie appliquée à la construction de la valeur terminale est similaire à celle présentée dans la perspective de poursuite d'activité à périmètre constant (§ 4.4.1.3).

4.5.3. Taux d'actualisation

Nous avons déterminé des taux d'actualisation par pays, exprimés en coût du capital, en appliquant une prime de risque pays au cas par cas²²⁸ ; les autres paramètres sont inchangés par rapport à ceux retenus dans la configuration du Groupe à périmètre constant (§ 4.4.1.4).

Taux d'actualisation par pays

| | Taux sans risque | Beta de l'actif économique | Rendement de marché | Prime de risque de marché | Prime de risque pays | CoC |
|-----------------------------|------------------|----------------------------|---------------------|---------------------------|----------------------|-------|
| Allemagne | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | (0,9%) | 6,2% |
| Clinea (OpCo) | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | - | 7,0% |
| Clinea (PropCo) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| Autres activités françaises | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | - | 7,0% |
| Autriche | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | (0,2%) | 6,9% |
| Bahrein | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | 8,6% | 15,7% |
| Belgique | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | 0,2% | 7,2% |
| Bésil | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | 4,3% | 11,4% |
| Chili | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | 0,6% | 7,6% |
| Chine | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | 0,4% | 7,4% |
| Colombie | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | 2,4% | 9,5% |
| Croatie | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | 2,4% | 9,5% |
| Espagne | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | 1,9% | 8,9% |
| France | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | - | 7,0% |
| Holdering | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | - | 7,0% |
| Irlande | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | 0,4% | 7,4% |
| Italie | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | 2,9% | 10,0% |
| Lettonie | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | 1,2% | 8,3% |
| Luxembourg | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | (0,9%) | 6,2% |
| Mexique | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | 2,4% | 9,5% |
| Pays-Bas | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | (0,9%) | 6,2% |
| Pologne | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | 0,6% | 7,6% |
| Portugal | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | 2,4% | 9,5% |
| Royaume-Uni | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | 0,2% | 7,2% |
| Russie | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | 12,1% | 19,1% |
| Slovénie | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | 1,2% | 8,3% |
| Suisse | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | (0,9%) | 6,2% |
| Tchéquie | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | 0,2% | 7,2% |
| UAE | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | - | 7,0% |
| Uruguay | 2,9% | 0,7 | 8,8% | 5,9% | 2,4% | 9,5% |

Sources : Bloomberg, Professeur Aswath Damodaran "My data on ERP & CRP by country" Janvier 2023, analyses Ledouble

²²⁸ Les primes de risque négatives s'entendent par rapport à la prime pays de la France qui, par construction, est nulle.

Les taux d'actualisation que nous retenons pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie en SOTP se positionnent dans un intervalle de **6,2% à 15,7%**²²⁹, à des niveaux proches de ceux utilisés dans les tests de dépréciation des actifs du Groupe au 31 décembre 2022.

4.5.4. Taux de croissance perpétuelle

La valeur terminale a été déterminée en tablant sur un taux de croissance à l'infini à l'horizon de la Période d'Extrapolation en lien avec les prévisions d'inflation à long terme de chaque pays²³⁰.

4.5.5. Synthèse de la valeur d'entreprise en SOTP

Nous présentons, ci-après, les valeurs d'entreprise par pays ainsi que les dettes financières nettes locales déterminées en fonction de la contribution de chaque pays aux comptes consolidés du Groupe au 31 décembre 2022.

Par construction, seuls les éléments de dette financière nette attachée aux pays du Périmètre Cédé ont été pris en compte dans leur valeur de marché. La valeur du Périmètre Stratégique comprend la contribution négative du siège.

La présentation de nos travaux est similaire à celle présentée dans la perspective de poursuite d'activité à périmètre constant, sur la base du Plan d'Affaires Actualisé (§ 4.4.1.2).

> Périmètre Stratégique

Valorisation SOTP - Périmètre Stratégique

| M€ | Valeur d'Entreprise | Incidence Ajustements Comptables | Valeur d'Entreprise ajustée |
|------------------------------|---------------------|----------------------------------|-----------------------------|
| France | 3 379 | | |
| Allemagne | 1 252 | | |
| Pays-Bas | 906 | | |
| Autriche | 636 | | |
| Suisse | 550 | | |
| Espagne | 480 | | |
| Irlande | 143 | | |
| Siège | (947) | | |
| Périmètre Stratégique | 6 399 | (198) | 6 201 |

²²⁹ À l'exception de la Russie.

²³⁰ Source : FMI, « [Word economic outlook](#) ».

➤ Périmètre Cédé

Valorisation SOTP - Périmètre Cédé

| M€ | Valeur d'Entreprise | Dettes financières nettes | Valeur de marché | Frais de transaction | Valeur de marché |
|-----------------------|---------------------|---------------------------|------------------|----------------------|------------------|
| | [A] | [B] | [C] = [A] + [B] | [D] | [E] = [C] + [D] |
| Bahrein | (0) | 0 | (0) | - | (0) |
| Belgique | (74) | (258) | (332) | - | (332) |
| Brésil | 1 | 2 | 3 | (0) | 3 |
| Chili | 26 | 0 | 26 | (0) | 25 |
| Chine | (10) | 8 | (2) | - | (2) |
| Colombie | 15 | 6 | 21 | (1) | 20 |
| Croatie | 13 | (0) | 13 | (1) | 12 |
| Emirats Arabes Unis | 19 | 0 | 19 | (1) | 18 |
| Italie | (38) | (49) | (87) | - | (87) |
| Lettonie | 6 | - | 6 | (0) | 6 |
| Luxembourg | (93) | 1 | (91) | - | (91) |
| Mexique | 19 | (0) | 19 | (1) | 18 |
| Pologne | 89 | (9) | 81 | (1) | 79 |
| Portugal | 112 | 20 | 131 | (2) | 129 |
| République Tchèque | 170 | (47) | 123 | (2) | 121 |
| Royaume-Uni | 56 | 1 | 57 | (1) | 56 |
| Russie | - | 0 | 0 | - | 0 |
| Slovénie | 43 | (10) | 33 | (1) | 32 |
| Uruguay | 6 | 1 | 7 | (0) | 6 |
| Périmètre Cédé | 361 | (334) | 27 | (12) | 15 |

Ces valeurs reflètent des conditions de cessions non contraintes permettant d'éviter une décote sur le prix de cession.

Par ailleurs, nous n'avons pas intégré de coût lié au transfert des dettes financières contractées sur le Périmètre Cédé, le Groupe n'en ayant pas identifié.

Les frais de transaction ont été calculés à partir des commissions moyennes observées²³¹ selon la taille de la transaction²³².

La Valeur d'Entreprise du Groupe après réalisation du Périmètre Cédé à sa valeur de marché, et recentrage des activités sur le Périmètre Stratégique ressort à **6.216 M€** :

Valeur d'Entreprise ajustée - SOTP Évolution du périmètre

| M€ | |
|--|--------------|
| Périmètre Stratégique | |
| Valeur d'Entreprise | 6 399 |
| Incidence des Ajustements Comptables | (198) |
| Valeur d'Entreprise ajustée [A] | 6 201 |
| Périmètre Cédé | |
| Valeur d'Entreprise | 361 |
| Dettes financières nettes ajustées | (334) |
| Frais de transaction | (12) |
| Valeur de marché [B] | 15 |
| Valeur d'Entreprise [A] + [B] | 6 216 |

²³¹ Sur la période 2008-2010.

²³² Source : Thomson One Banker, BCG (Annexe 9).

4.6. Valorisation du Périmètre Sûreté G6

4.6.1. Filiales du Groupe

À titre informatif, nous avons déterminé la valeur de marché du périmètre des sûretés liées au financement de juin 2022 (le « **Périmètre Sûreté G6** »)²³³ afin de chiffrer les sûretés en garantie des obligations de remboursement des crédits blocs du Protocole, tels que décrits dans le communiqué de presse du 13 juin 2022²³⁴ (§ 2.6.1.1).

Le « **Périmètre Sûreté G6** » comprend :

- les activités opérationnelles (« **OpCo** ») et immobilières (« **PropCo** ») localisées en Allemagne ; et
- l'activité OpCo France Clinéa²³⁵.

Nous comprenons que :

- dans le cadre du Protocole en date du 3 juin 2022, la Société s'est engagée à accorder un certain nombre de sûretés en contrepartie des financements consentis par les Prêteurs, ainsi que des nantissements sur les titres CEECSH et les titres ORESC ;
- ORESC, société de droit luxembourgeois, détient plusieurs filiales qui regroupent les activités exercées en France à l'étranger :
 - en France : Clinéa et ses filiales françaises²³⁶ ;
 - à l'étranger dont deux cliniques situées en Suisse²³⁷, la société britannique Florence Nightingale²³⁸ détenue par le groupe Sinoué, Orpea China et Orpea Belgium²³⁹ (les « **Activités non françaises Clinéa** ») ;
- CEECSH, holding de droit luxembourgeois, détient plusieurs filiales qui regroupent les activités exercées à l'étranger :
 - en Allemagne (les activités opérationnelles (OpCo) et immobilières (PropCo) ; et
 - dans d'autres pays²⁴⁰ (les « **Autres Filiales** ») ;
- en application des accords définissant le Périmètre Sûreté G6 :
 - les Activités non françaises Clinéa, détenues par ORESC, sont amenées à être détournées à terme en vue de leur cession à un tiers ;
 - CEECSH serait en mesure de procéder au détournement de ses actifs (hors Allemagne), attachés aux Autres Filiales, en vue de leur cession à un tiers ;
 - les garanties peuvent être limitées aux seuls périmètres des activités allemandes et de Clinéa France.

²³³ Désigné « *Collateral Perimeter* » dans le Protocole.

²³⁴ Communiqué de presse du [13 juin 2022](#).

²³⁵ À l'exception de 12 établissements détenus par Clinéa.

²³⁶ Dont Sinoué à l'exception de la société Florence Nightingale.

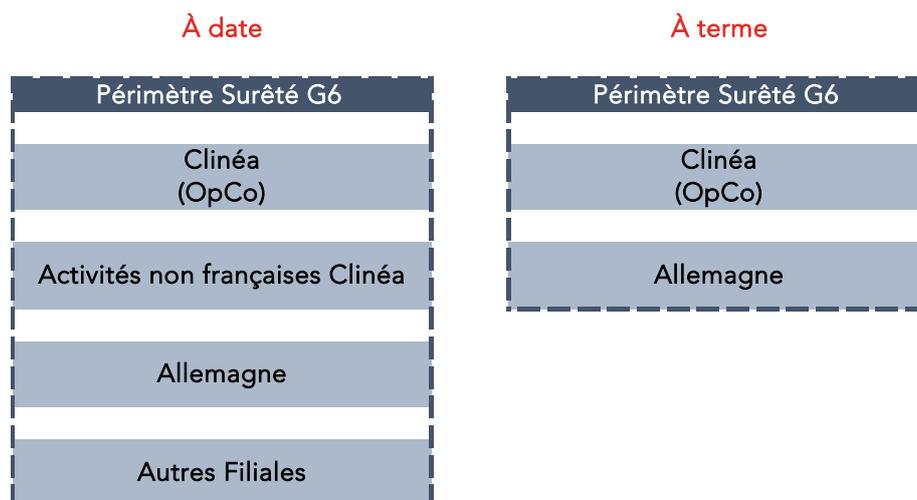
²³⁷ La Métairie et Bois Bougy ainsi que les sociétés Transport Bougy et Clinéa Suisse qui n'ont pas d'activité.

²³⁸ L'établissement spécialisé en santé mentale Nightingale Hospitals London.

²³⁹ Clinéa détient 49% de la société Orpea China Co et 0,01% de la société Orpea Belgium SA, ces participations ont été considérées comme non significatives.

²⁴⁰ Autriche, Bahreïn, Croatie, Dubaï, Émirats Arabes Unis, Irlande, Lettonie, Luxembourg, Pays-Bas, République Tchèque, Singapour et Slovénie.

En synthèse, le Périmètre Sûreté G6 est le suivant :



4.6.2. Cession *Dailly* de prêts intragroupes

La Société s'était notamment engagée à une cession *Dailly* de prêts intragroupe financés par les tirages sur le crédit syndiqué.

Selon nos derniers échanges avec la Direction et les Conseils, nous comprenons que sont cédés à titre de garantie au bénéfice du G6, pour un montant estimé au 31 décembre 2022 de 402 M€ à date et à terme :

- les prêts intragroupe et les financements par compte courant, octroyés à Clinéa, CEECSH et leurs filiales, ayant pour origine le financement du G6²⁴¹ ;
- d'autres financements par compte courant au bénéfice de sociétés consolidées par le Groupe.

4.6.3. Synthèse de la valorisation du Périmètre Sûreté G6

Afin de valoriser le Périmètre Sûreté G6 :

- nous nous référons à des valorisations SOTP en intégrant l'intégralité des comptes courants²⁴² par pays afin de répondre aux obligations légales ;
- l'évaluation du périmètre ORESC et du périmètre CEECSH résulte de la somme des valorisations des pays identifiés dans ces périmètres respectifs²⁴³ ;
- la valeur sera répartie comme suit :
 - à date, *i.e.* avec un Périmètre Sûreté G6 incluant l'activité OpCo France Clinéa et l'ensemble des filiales d'ORESC, CEECSH et l'ensemble de ses filiales ;
 - à terme, *i.e.* après détournement, l'activité OpCo France Clinéa et les activités exercées en Allemagne.

²⁴¹ Financements postérieurs au 13 juin 2022.

²⁴² Le Luxembourg porte un compte courant de 965 M€.

²⁴³ En l'absence d'informations aux bornes des filiales détenues par ORESC et par CEECSH, nous n'avons pas été en mesure de réévaluer l'actif net d'ORESC et l'actif net de CEECSH, et avons donc mis en œuvre une valorisation par pays.

Au cas particulier du Périmètre de Sûreté G6, nous précisons que :

- dans le calcul de la valeur de marché, pour chaque pays et/ou périmètre pris individuellement :
 - pour les pays²⁴⁴ ayant des dettes de comptes courants uniquement envers Orpea :
 - les comptes courants ont été plafonnés à la valeur des titres des filiales ;
 - nous avons considéré que le solde des créances des pays envers Orpea ne pourrait être remboursé, en l'absence de flux suffisants ;
 - pour les pays ayant des dettes de comptes courants uniquement envers d'autres filiales du Groupe²⁴⁵ :
 - dans la mesure où les pays concernés par ce cas de figure appartiennent au même périmètre à date et à terme, le remboursement de ces comptes courants est sans incidence sur la valorisation globale des périmètres ;
 - nous n'avons pas pris en compte le remboursement de ces comptes courants dans la valorisation individuelle de chaque pays ;
 - pour les pays ayant des dettes de comptes courants envers Orpea et d'autres filiales du Groupe dont le montant est supérieur à 10 M€²⁴⁶, les comptes courants sont remboursés *pari passu* selon la capacité de remboursement des sociétés débitrices ;
- au cas particulier de la Belgique et de l'Italie, dont les valeurs de marché sont négatives en dépit de l'abandon des comptes courants, nous avons considéré que la dette financière nette serait couverte par la valeur de l'actif immobilier.

La valorisation intrinsèque du Périmètre Sûreté G6 s'établirait comme suit :

Synthèse de la valorisation intrinsèque du Périmètre Sûreté G6

| M€ | Valeur de marché (à date) | Valeur de marché (à terme) |
|---|------------------------------|-------------------------------|
| Allemagne | 871 | 871 |
| Clinéa | 1 151 | 1 151 |
| Périmètre Sûreté G6 (à terme) | | 2 022 |
| Autriche | 46 | |
| Bahrein | (0) | |
| Croatie | 3 | |
| Emirats Arabes Unis | 19 | |
| Irlande | - | |
| Lettonie | 3 | |
| Luxembourg | (780) | |
| Pays-Bas | 836 | |
| Comprasorg (Centrale d'achat au Portugal) | 106 | |
| Clinique Bois-Bougy | 25 | |
| Clinique la Métairie | 40 | |
| Florence Nightingale | 38 | |
| République Tchèque | 36 | |
| Slovénie | 10 | |
| Périmètre Sûreté G6 (à date) | 2 403 | |

²⁴⁴ Belgique, Brésil, Chili, Chine, Colombie, Espagne, France, Italie, Mexique, Pays-Bas Pologne, Portugal, Royaume-Uni, Russie, Uruguay.

²⁴⁵ Croatie et Slovénie.

²⁴⁶ Allemagne et Irlande.

Les valeurs mentionnées dans le tableau, ci-avant, sont représentatives des valeurs maximales issues de nos analyses.

Nous précisons que les comptes courants nantis au bénéfice du G6 pour un montant estimé à 402 M€ à date et à terme ne sont pas intégrés dans l'analyse ci-dessus (§ 4.6.2).

4.7. Valorisation du Groupe induite par la valeur de marché des titres Orpea

Nous avons examiné les références de marché des titres de la Société par référence à la valeur boursière des Actions (§ 4.3.1) et des dettes obligataires cotées comprenant les OCEANE (§ 4.3.2), les deux autres souches d'obligations et les dettes Euro PP (§ 4.3.3) au 12 mai 2023, à partir des éléments suivants :

- > capitalisation boursière d'Orpea (données spot) ;
- > valeur de marché des instruments de dettes (données spot) ;
- > autres éléments constitutifs de la dette financière *secured* et de la trésorerie à partir des positions comptables au 31 décembre 2022 ; une décote en ligne avec celle observée sur les marchés financiers²⁴⁷ a été appliquée pour les autres éléments constitutifs de la dette financière *unsecured*.

Cette approche d'évaluation est mentionnée à titre seulement indicatif, dans la mesure où elle recèle des approximations méthodologiques et intègre une anticipation par le marché des modalités d'une réorganisation financière de la Société.

| M€ | 12/05/2023 |
|---|--------------|
| Capitalisation boursière | 163 |
| OCEANE | 138 |
| Autres obligations cotées | 265 |
| Euro PP - Unsecured | 164 |
| Euro PP - Unsecured * | 134 |
| Euro PP - Secured * | 32 |
| Schuldschein - Unsecured ** | 512 |
| Autres dettes non cotées - Unsecured ** | 166 |
| Autres dettes non cotées - Secured * | 5 309 |
| Trésorerie et équivalents trésorerie * | (856) |
| Valeur d'Entreprise | 6 026 |

*Position comptable au 31/12/2022

** Position comptable estimée au 31/12/2022 après décote

Source : Bloomberg, Société, analyses Ledouble

La Valeur d'Entreprise du Groupe ainsi obtenue ressort à **6.026 M€**.

²⁴⁷ À partir de la décote de l'ordre de 70% observée au 12 mai 2023 entre la valeur de marché et la valeur nette comptable des instruments obligataires cotés du Groupe (OCEANE, obligations non convertibles et Euro PP).

4.8. Actif Net Comptable Corrigé

À titre de recoupement, nous avons approché la Valeur d'Entreprise du Groupe à partir de l'actif net comptable corrigé (« **ANCC** »), consistant à déterminer la juste valeur des différents actifs et engagements du Groupe.

4.8.1. Analyse bilancielle

À l'examen du bilan du Groupe, nous relevons que :

- la marque Orpea, développée en interne, n'y figure pas explicitement ; sa valeur est intégrée dans celles des immobilisations incorporelles attachées à l'exploitation²⁴⁸ ;
- la valeur des actifs incorporels fait l'objet de tests de dépréciation (*impairment tests*) aux bornes des établissements et du Groupe ;
- les immobilisations corporelles regroupent des ensembles immobiliers²⁴⁹ exploités par le Groupe ainsi que des aménagements et du matériel ;
- les immobilisations corporelles sont comptabilisées à leur coût d'acquisition diminué des amortissements destinés à refléter leur utilisation ;
- les ensembles immobiliers en exploitation sont inscrits pour un total de 4.137,0 M€ dans le bilan consolidé au 31 décembre 2022 (§ 3.4.2.2) ;
- les provisions inscrites au passif du bilan sont destinées à couvrir des charges à venir ou des risques identifiés ;

Les dettes financières sont détaillées ci-avant (§ 2.4, § 2.6.1) et en **Annexe 4**.

En synthèse, la structure bilantielle du Groupe, présentant des capitaux propres négatifs de (1,5) Md€, met en avant :

- un actif immobilisé, qui regroupe les goodwills (1,4 Md€) et les immobilisations incorporelles (1,6 Md€) et corporelles (5,0 Md€) ;
- un endettement financier net comptable (8,8 Md€) ;
- un solde net négatif de (0,4) Md€ constitué d'autres éléments de l'actif économique, d'éléments de dettes, de provisions ; et
- l'impact de la norme IFRS 16 de (0,3) Md€.

²⁴⁸ Évaluation fondée sur la rentabilité attendue des établissements sans enregistrement d'une redevance de marque en charges.

²⁴⁹ Terrains et constructions.

4.8.2. Détermination de la Valeur d'Entreprise à partir de l'ANCC

Nous avons déterminé un ANCC visant à revaloriser les actifs identifiables au bilan du Groupe à leur valeur réelle.

En sus du patrimoine déjà inscrit au bilan du Groupe (§ 3.4.2), nous avons recensé les éléments suivants, qui ne sont pas intégrés dans l'actif net comptable :

- les plus-values latentes non comptabilisées issues des *impairment tests*²⁵⁰ nettes des impôts différés²⁵¹ ;
- les investissements sur des projets de création de nouveaux établissements prévus dans le Plan d'Affaires, qui ne sont pas appréhendés dans les *impairment tests*²⁵² ;
- des différences entre les plans d'affaires aux bornes des établissements qui ont été exploités pour la réalisation des *impairment tests* et le Plan d'Affaires Actualisé du Groupe retenu pour une valorisation globale.

Le total de ces ajustements, nets le cas échéant des IDA/IDP qui s'y rattachent, s'élève à (162) M€ ; il vient en correction de l'actif net comptable dans la détermination de l'ANCC qui s'établit *in fine* à (1.664) M€.

Actif Net Comptable Corrigé

| M€ | Montant Brut | IDA / IDP | Montant Net |
|--|----------------|--------------|----------------|
| Actif net comptable au 31 décembre 2022 | (1 501) | - | (1 501) |
| Plus value latente sur <i>impairment test</i> | 228 | (59) | 169 |
| Valeur des projets de création de nouveaux établissements | 695 | - | 695 |
| Immobilisations en cours | (760) | - | (760) |
| Réévaluation patrimoine immobilier | 1 587 | (410) | 1 177 |
| Différence Plan d'Affaires IAS 36 et valorisation <i>impairment test</i> / Plan d'Affaires Actualisé avant Cessions et valorisation Ledouble | (1 444) | - | (1 444) |
| Ajustements | 306 | (469) | (162) |
| ANCC | (1 195) | (469) | (1 664) |
| Dette financière brute au 31 décembre 2022 | 9 615 | - | 9 615 |
| Trésorerie au 31 décembre 2022 | (856) | - | (856) |
| Valeur d'Entreprise | 7 563 | (469) | 7 094 |

Sources : Société, analyses Ledouble

La Valeur d'Entreprise du Groupe, après ajout à l'ANCC de la dette financière nette de 8.758 M€²⁵³ au 31 décembre 2022 (§ 3.4.2.6), ressort à **7.094 M€**.

²⁵⁰ Sur les éléments incorporels des établissements qui ne recèlent pas de moins-value latente et qui, dès lors, figurent toujours à leur coût historique au bilan.

²⁵¹ Un impôt différé est constaté au titre de la fiscalisation des plus values latentes lorsqu'elles sont prises en compte dans une évaluation patrimoniale.

²⁵² La valeur DCF des projets en développement est celle retenue dans l'ANCC en lieu et place des immobilisations en cours inscrites au bilan.

²⁵³ Dette brute : 9.615 M€ (§ 3.4.2.6) + Dettes liées aux cessions IFRS 5 : 55 M€ + Part de capitaux propres des obligations convertibles : 41 M€ + Coûts de transaction : 46 M€ - Intérêts courus : 42 M€ = 9.716 M€. DEU 2022, p. 50.

5. Synthèse des valeurs d'Orpea en continuité d'exploitation

5.1. Contexte de notre intervention

Dans la perspective de la mise en œuvre de la Restructuration d'Orpea, qui requiert une évaluation de la Société, Ledouble a été désigné en tant qu'expert financier indépendant par ordonnance du Juge au Tribunal de commerce de Nanterre, Juge commissaire à la sauvegarde accélérée de la société Orpea, en date du 22 mai 2023, avec pour mission d'établir, sur la base des dernières informations, notamment financières, pouvant être fournies par Orpea :

- une valorisation de la Société en continuité d'exploitation ;
- une valorisation de la Société en situation liquidative comprenant un scénario de réalisation des actifs pris isolément et un scénario de cession de l'ensemble des actifs de la Société à un repreneur ;
- une répartition entre les classes de parties affectées constituées de la valeur de la Société en situation liquidative.

La présente synthèse rend compte de la valorisation de la Société en continuité d'exploitation²⁵⁴.

5.2. Hypothèses retenues

Les hypothèses sous-tendant notre évaluation sont les suivantes :

- Le Plan d'Affaires Actualisé communiqué le 12 mai 2023 lors de la présentation des comptes annuels 2022 intègre les réalisations 2022 et les ajustements des termes et conditions du plan de sauvegarde accélérée tels qu'ils ressortent des derniers accords signés avec le G6. Nous l'avons retenu sans y apporter de modification.
- À l'horizon 2025, le Groupe est engagé dans des plans d'investissements visant à développer à la fois les capacités d'accueil des établissements existants et les ouvertures de nouveaux établissements. Afin de modéliser l'impact positif de ces investissements sur l'activité du Groupe, la Direction a étendu la Période Explicite 2022-2025 du Plan d'Affaires Actualisé sur la Période d'Extrapolation 2026-2028, que nous avons également retenue en l'état, en observant qu'elle intègre la poursuite d'efforts importants sur la mise à niveau du parc informatique et une campagne de rénovation des établissements en exploitation, qui pèsent sur les flux prévisionnels de trésorerie.
- Le Plan d'Affaires Actualisé du Groupe anticipe des besoins de trésorerie à l'horizon 2025, de sorte que sa réalisation suppose non seulement des apports de trésorerie, mais également une modification et une renégociation des échéances des dettes actuelles. Nos valorisations en continuité d'exploitation tablent sur l'aboutissement de ces opérations.

²⁵⁴ La valorisation de la Société en situation liquidative ainsi que l'analyse du plan de restructuration font l'objet de rapports distincts.

- Dans l'évaluation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, le flux de trésorerie normatif pour le calcul de la valeur terminale est déterminé à l'issue de la Période d'Extrapolation. Notre calcul de la valeur terminale repose sur un flux normatif déterminé à partir d'un niveau de rentabilité en progression par rapport à celui de la Période d'Extrapolation et d'un volant d'investissements limités à la maintenance et à la rénovation des établissements existants.
- Le Groupe dispose en propre d'un patrimoine immobilier composé de 383 établissements de soins dont la part évaluée par les Experts Immobiliers s'élève à 5,0 Md€. En dehors du patrimoine immobilier évalué à dire d'experts, les immobilisations corporelles ont été retenues pour leur valeur nette comptable dans l'ensemble de nos évaluations.
- En ce qui concerne les dettes financières, nous avons obtenu les informations suivantes :
 - la répartition entre la dette contractée au sein de chaque pays et celle souscrite par la Société a été établie à partir de la contribution des pays aux comptes consolidés du Groupe au 31 décembre 2022 ;
 - la Société n'a pas identifié de coûts qui viendraient majorer le montant des dettes financières en cas de remboursement anticipé des emprunts ou de bris de covenants.

Dans la perspective de continuité d'exploitation, l'analyse du Plan d'Affaires Actualisé révèle des besoins de trésorerie supplémentaires pour assurer le financement des investissements jusqu'en 2025 et l'incapacité du Groupe, en l'état actuel de sa structure financière, à assurer les échéances de remboursement des dettes financières.

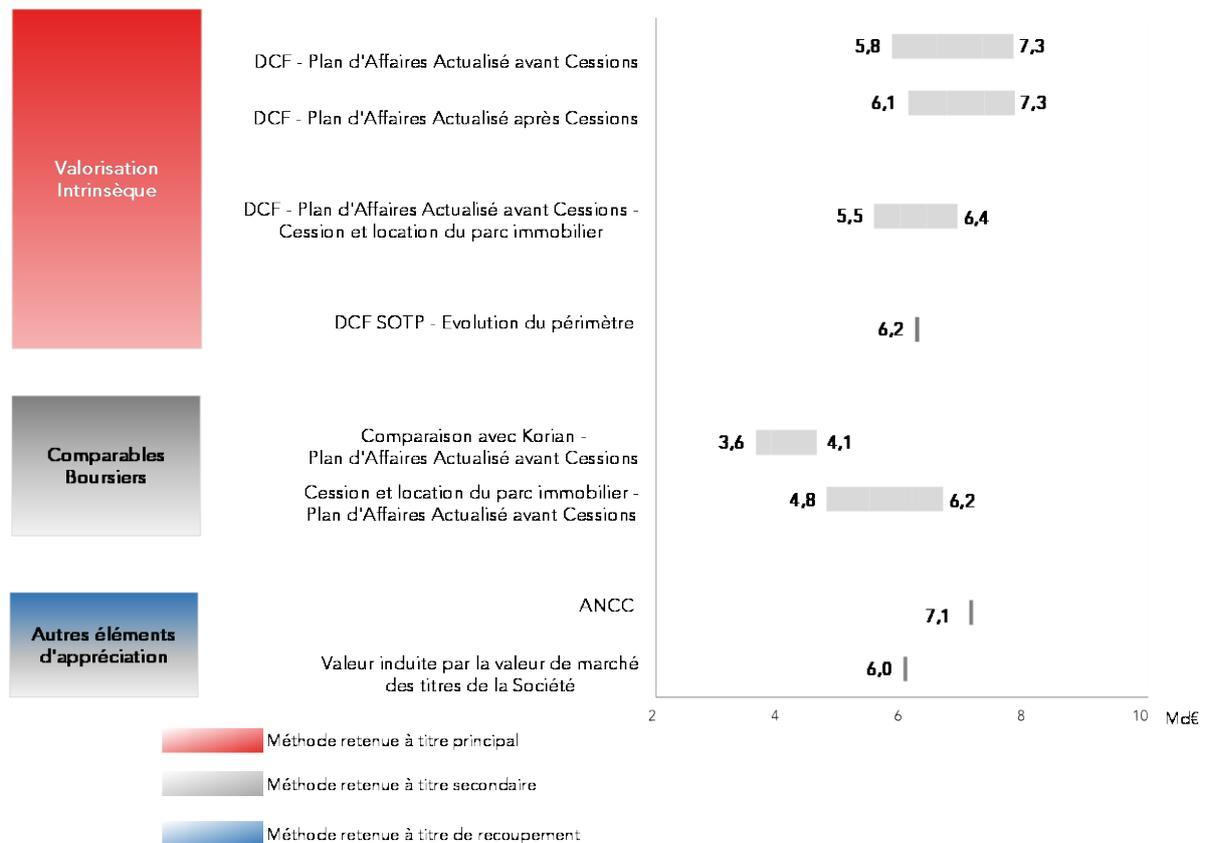
Dès lors, l'évaluation en continuité d'exploitation suppose *a minima* de disposer d'un soutien financier complémentaire, à brève échéance, pour assurer les investissements prévus dans le Plan d'Affaires Actualisé, et de renégocier les échéances des différentes lignes de dettes financières et les covenants.

5.3. Synthèse des valeurs

Dans un scénario de continuité d'exploitation, nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère du Groupe fondée sur les références et les méthodes suivantes :

- une évaluation intrinsèque en actualisant les flux de trésorerie prévisionnels issus du Plan d'Affaires Actualisé, en ce compris une hypothèse de cession globale du parc immobilier suivi de sa relocation et une analyse de la valeur des activités du Groupe par pays (SOTP) ;
- une évaluation analogique par référence aux multiples de rentabilité issus d'un panel de sociétés comparables en suivant deux stratégies immobilières, l'une combinant « *asset light* » et « *asset heavy* », l'autre orientée « *asset light* » ;
- un actif net comptable corrigé (ANCC) visant à revaloriser les actifs identifiables au bilan du Groupe à leur valeur réelle ;
- les références boursières pour l'ensemble des titres cotés.

Les évaluations du Groupe menées en continuité d'exploitation, exprimées en Valeur d'Entreprise, s'inscrivent dans les fourchettes suivantes :



Les valeurs analogiques par les Comparables Boursiers sont en retrait par rapport aux valeurs intrinsèques. Ce positionnement s'explique par :

- > la dégradation des valeurs de marché des sociétés du secteur depuis le début de l'année 2022 ;
- > la baisse de la rentabilité du Groupe observée sur les premières années du Plan d'Affaires Actualisé ;
- > une phase de redressement anticipée à moyen terme dans le Plan d'Affaires Actualisé, conséquence d'une politique non seulement d'amélioration de la qualité de service, mais également d'investissement soutenue, qui n'est pas reflétée dans les évaluations analogiques.

Les valeurs analogiques par les Comparables Boursiers, sans cession de l'immobilier, s'avèrent inférieures à la valeur des actifs immobiliers issue des tests de dépréciation des actifs pour la clôture de l'exercice 2022 ; nous considérons qu'il s'agit d'un minimum qui n'est mentionné ici qu'à titre indicatif.

Nous ne retenons donc que les valeurs analogiques avec cession du parc immobilier, à titre toutefois secondaire par rapport aux valeurs intrinsèques.

S'agissant des évaluations intrinsèques, nous soulignons que :

- > les bornes hautes des fourchettes de valeurs tablent sur la réussite des projets reflétés dans le Plan d'Affaires Actualisé ;
- > la Société, à l'issue de la Période Explicite, n'est toujours pas en mesure de couvrir ses besoins de trésorerie ;
- > la part prépondérante de la valeur terminale en valorisation DCF résulte du poids des investissements intégrés dans le Plan d'Affaires Actualisé qui obèrent les flux prévisionnels de trésorerie ;
- > les valeurs intrinsèques avec cession et location du parc immobilier sont en retrait par rapport à celles obtenues pour la valorisation du Groupe en continuité d'exploitation à périmètre constant en raison, d'une part, de la prise en compte d'un taux d'actualisation majoré, traduisant le risque opérationnel plus élevé lié à une stratégie *asset light* et, d'autre part, d'une décote anticipée par rapport aux valeurs d'expertise en cas de cession en bloc de la totalité des actifs immobiliers du Groupe ;
- > dans le contexte actuel, il s'agit de valorisations maximales permettant d'apprécier la situation des parties prenantes sous condition de réussite de la Restructuration.

Compte tenu de ces éléments, nous privilégions une fourchette de valeurs comprises entre **6 Md€** et **7 Md€**.

Paris, le 22 juin 2023

LEDOUBLE SAS

DocuSigned by:

Agnès Piniot

65099843B4B945F...

Agnès PINIOT
Présidente, Associée

DocuSigned by:

Stéphanie GUILLAUMIN

6C9535A39C324EB...

Stéphanie GUILLAUMIN
Associée

ANNEXES

| | |
|---|----------|
| ➤ Ordonnance du 22 mai 2023 | Annexe 1 |
| ➤ Principaux interlocuteurs de Ledouble | Annexe 2 |
| ➤ Principales sources d'information exploitées | Annexe 3 |
| ➤ Dette brute consolidée au 31 décembre 2022 | Annexe 4 |
| ➤ Présentation des Comparables Boursiers | Annexe 5 |
| ➤ Présentation des multiples des Comparables Boursiers | Annexe 6 |
| ➤ Présentation des multiples des Transactions Comparables | Annexe 7 |
| ➤ Décote foncière (Ledouble) | Annexe 8 |
| ➤ Frais de transaction | Annexe 9 |

ANNEXE 1 : ORDONNANCE DU 22 MAI 2023

ORDONNANCE

Nous, Françoise LARGET, juge au tribunal de commerce de Nanterre et juge commissaire à la sauvegarde accélérée de la société :

ORPEA :

- Société anonyme à conseil d'administration au capital de 80 867 313,75 €
- Siège social : 12 rue Jean Jaurès – 92800 PUTEAUX
- N° RCS : 401 251 566
- Activité : Accompagnement des personnes en perte d'autonomie, et plus généralement des personnes âgées dépendantes
- Salariés groupe au 31 décembre 2021 : 71 676
- Chiffre d'affaires consolidé 2021 : 4 299 M€

Désigné par jugement du tribunal de commerce de Nanterre du 24 mars 2023,

Vu la requête qui précède, les motifs y exposés et les pièces à l'appui,

Vu les dispositions des articles L. 621-9 du code de commerce,

Vu les avis des co administrateurs judiciaires et des co mandataire judiciaire,

DESIGNONS le cabinet LEDOUBLE avec pour mission d'établir trois rapports distincts :

- le premier sur la valeur de l'entreprise en continuité d'exploitation ;
- le deuxième sur la valeur liquidative de l'entreprise comprenant (i) un scénario de réalisation des actifs pris isolément et (ii) un scénario de cession de l'ensemble des actifs à un repreneur,
- le troisième répartissant entre les classes de parties affectées constituées la valeur de l'entreprise ressortant des scénarios liquidatifs.

DISONS que les rapports prévus seront communicables aux organes de la procédure, au parquet et au tribunal de commerce de Nanterre en vue d'éclairer le tribunal sur la valeur dans le cadre des recours qui pourraient être formés par des parties affectées en application de l'article R. 626-64 du code de commerce,

ORDONNONS que la présente ordonnance soit notifiée, outre aux mandataires de justice, par lettre recommandée A.R. du greffier à :

LEDOUBLE
8 Rue Halévy
75009 Paris

ORPEA
12 Rue Jean Jaurès
92800 Puteaux

Nanterre, le (date de la signature électronique par le juge)



Signé électroniquement le 22/05/2023 par Mme Françoise LARGET, juge
Signé électroniquement par Mlle Pauline MODAT, greffier

ANNEXE 2 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE

> Société

Orpea

- Laurent GUILLOT CEO
- Laurent LEMAIRE Executive Vice President
Finance & Administration
- Bérengère DEMOULIN Directeur juridique
Secrétaire du Conseil d'Administration
- Cédric LE MENN Group Deputy CFO
- Émilie DUBAND Group Consolidation Director
- Géry ROBERT-AMBROIX Head of Group Real Estate
- Édouard de SERCEY Directeur du Contrôle Financier Immobilier
- Stéphane-Paul FRYDMAN Corporate Advisor

> Conseils financiers

Eight Advisory

- Sari MAALOUF Partner
- Guillaume DELORME Director
- Charles GIGON Manager
- Alexandre GRAS Senior

Grant Thornton

- Philippe LEDUC Associé
- Nicolas SAINT LOT Associé

Perella Weinberg Partners

- Tanguy RIVIÈRE Managing Director
- Mehdi BENLAMLIH Director
- Louise BONNIER Associate
- Nicolas BOUIN Analyst

Rothschild & Cie

- François de BRETEUIL Managing Director
- Simon BEHAGHEL Director
- Antoine PARIS Director
- Anne TRILLAT Director
- Antoine DECAS Assistant Director
- Mark HODSMAN Analyst
- Flavien TESSIER Analyst

ANNEXE 2 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE (suite)

> Conseils juridiques

Bredin Prat

- Sébastien PRAT Associé

White & Case LLP

- Thibault FAIVRE-PIERRET Avocat
- Alice LEONARD Avocate

> Conciliateur / Administrateur judiciaire

FHB

- Hélène BOURBOULOUX Administrateur judiciaire Associée
- Oriane BILLANT Chargée de mission
- Martin CORMONT Chargé de mission
- Administrateur judiciaire

AJRS

- Thibaut Martinat Administrateur judiciaire Associée

> Conseil juridique du Conciliateur

Weil Gotshal & Manges LLP

- Anne-Sophie NOURY Avocate

ANNEXE 3 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATIONS EXPLOITÉES

➤ Documentation relative à la Restructuration

Informations juridiques

- Ordonnances de Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Nanterre en vue de la désignation d'un expert financier indépendant (15 novembre 2022, 30 décembre 2022, 13 février 2023)
- Ordonnance du Juge au Tribunal de commerce de Nanterre, Juge commissaire à la sauvegarde accélérée de la société Orpea en vue de la désignation d'un expert financier indépendant (22 mai 2023)
- Accord de Principe Restructuration entre Orpea, les membres du Groupement et les créanciers non sécurisés du SteerCo (3 février 2023)
- Accord de Lock-Up entre Orpea, les membres du Groupement, les créanciers non sécurisés du SteerCo et Kroll Issuer Services Limited (14 février 2023)
- Accord d'Étape entre Orpea, Niort 94, Niort 95 et les membres du G6 (16 mars 2023)
- Avis des Administrateurs Judiciaires d'Orpea aux Parties Affectées par le projet de plan de sauvegarde accélérée (5 avril 2023)
- Projet de plan de sauvegarde accélérée de la société Orpea (24 mars 2023)
- Notification des Administrateurs Judiciaires d'Orpea aux porteurs d'OCEANE de la Société, aux porteurs d'Euro PP sécurisés de la Société, aux actionnaires de la Société et aux porteurs de Schuldscheindarlehen, de Namensschuldverschreibung, d'obligations simples non sécurisées, d'Euro PP non sécurisés et aux prêteurs bancaires non sécurisés de la Société (21 avril 2023)
- Réponses aux requêtes documentaires

Informations comptables et financières

- Présentation du Plan de la Refondation ([15 novembre 2022](#) et [replay](#))
- Presentation to Orpea S.A. Unsecured Creditors, 28 p. (15 novembre 2022)
- Independent Business Review
 - Eight Advisory, « *Projet Renaissance, Addendum – BP nov 22- apr 22 comparison* », 9 décembre 2022, 19 p.
 - Eight Advisory, « *Independent business review* », 15 novembre 2022, 205 p.
 - Advancy, « *Orpea Change – Strategic IBR* », 15 novembre 2022, 56 p.
 - Advancy, « *Orpea Change – Market review and Orpea positioning* », 59 p.
- Éléments de valorisation du Groupe par les conseils financiers (2 décembre 2022)
- Documents de travail sur la valeur liquidative du Groupe par les conseils financiers (10 janvier 2023, 9 février 2023)

ANNEXE 3 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATIONS EXPLOITÉES (suite)

> Documentation relative à Orpea

Informations juridiques

- Kbis et statuts (1^{er} septembre 2022)
- Procès-verbaux du Conseil d'Administration (2022 et 2023)
- Répartition du capital et des droits de vote (31 décembre 2022 et 28 avril 2023)
- État des litiges en cours (31 décembre 2022)
- État des procédures pénales en cours (30 mai 2023)
- Communiqués de presse (2016 à 2023)
- Réponses aux requêtes documentaires

Informations comptables et financières

- Documents d'enregistrement universel (2020 à 2022)
- Documents de référence (2017 à 2019)
- Rapports financiers semestriels (2018 à 2022)
- Plan d'Affaires sur la Période Explicite (2022 à 2025) et la Période d'Extrapolation (2026 à 2028) et documentation associée
- Plan d'Affaires Actualisé sur la Période Explicite (2022 à 2025) et la Période d'Extrapolation (2026 à 2028) et documentation associée
- Expertises immobilières et documentation associée (2021 et 2022)
- Tests de dépréciation des actifs (31 décembre 2022)
- Réponses aux Q&A (immobilier, états financiers et dette financière, Plan d'Affaires) et aux requêtes documentaires
- Notes d'analystes

Autres informations

- Attestation d'équité de l'expert indépendant concernant le projet de Restructuration (24 mai 2023)

> Documentation sectorielle et financière

- Damodaran, « My data on ERP & CRP by country », janvier 2023
- FMI, « World economic outlook », avril 2023
- Ministère de la Santé et de la prévention, Ministère des solidarités, de l'autonomie et des personnes handicapées, « Ségur de la santé – Un an de transformation pour le système de santé », Dossier de presse, [20 juillet 2021](#)
- Xerfi, « Les maisons de retraite médicalisées », octobre 2022
- Xerfi, « Les cliniques de soins médicaux et de réadaptation (SMR) », octobre 2022

ANNEXE 3 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATIONS EXPLOITÉES (suite)

> Sites d'informations

Société et Comparables Boursiers

- Orpea, <https://orpea-corp.com/>
- Ambea, <https://www.ambea.com/about-ambea/in-brief/>
- Attendo, <https://www.attendo.com/en/investor-relations/>
- Korian, <https://www.korian.com/fr/finance>
- LNA Santé, <https://www.lna-sante.com/decouvrir-lnasante/finance/>

Autres sites

- AMF, <http://www.amf-france.org/>
- Banque de France, <https://www.banque-france.fr/>
- FMI, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/04/11/world-economic-outlook-april-2023>

> Bases de données

- Bloomberg
- Mergermarket
- S&P Capital IQ
- Xerfi

ANNEXE 4 : DETTE FINANCIÈRE NETTE CONSOLIDÉE AU 31 DÉCEMBRE 2022²⁵⁵

| Au 31 décembre 2022 – avant restructuration financière <i>(en millions d'euros)</i> | ORPEA S.A. | Filiales | Groupe |
|---|--------------|--------------|--------------|
| Crédit Syndiqué de juin 2022 | 3 227 | - | 3 227 |
| EuroPP partiellement sécurisé | 32 | - | 32 |
| Autres dettes sécurisées | 321 | 1 779 | 2 101 |
| Total Dette Garantle | 3 580 | 1 779 | 5 359 |
| Obligations | 1 400 | - | 1 400 |
| Dette Bancaire | 155 | 398 | 553 |
| EuroPP non-sécurisé | 698 | - | 698 |
| <i>Schuldschein</i> | 1 570 | 136 | 1 705 |
| Total Dette Non Garantle | 3 823 | 534 | 4 357 |
| DETTE FINANCIÈRE BRUTE (HORS IFRS) | 7 403 | 2 314 | 9 716 |
| Trésorerie et équivalents | | | (856) |
| DETTE FINANCIÈRE NETTE (HORS IFRS) | | | 8 860 |

²⁵⁵ Source : DEU 2022, p 50.

ANNEXE 5 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS

Descriptif des Comparables Boursiers

| Société | Pays | % immeubles / immeubles + droits d'utilisation | % Immeubles / total actif | CA Maisons de retraite | CA Cliniques | CA Soins à domicile | Nombre de lits | Présence internationale | Moyenne 5 ans Capex / CA |
|---|---|--|---------------------------|------------------------|--------------|---------------------|----------------|-------------------------|--------------------------|
|  |  | 54% | 29% | 61% | 36% | 3% | 90 860 | ✓ ✓ ✓ | 17% |
|  |  | 42% | 17% | 65% | 24% | 11% | 87 994 | ✓ ✓ ✓ | 11% |
|  |  | 15% | 5% | 49% | 51% | | 9 335 | ✓ | 1% |
| Attendo  |  | 2% | 1% | 65% | 21% | 15% | 21 093 | ✓ | 2% |
|  |  | 0% | 0% | 32% | 68% | | 9 753 | ✓ | 1% |

Source : DEU/DDR Orpea et Comparables Boursiers

ANNEXE 6 : PRÉSENTATION DES MULTIPLES DES COMPARABLES BOURSIERS

Comparables Boursiers

| Société | Pays | Capi. (M€) | xEBITDA 2023 | xEBITDA 2024 |
|--------------|---------------|------------|-----------------|-----------------|
| Orpea | France | 164 | | |
| Korian | France | 799 | 7,7x | 6,9x |
| LNA Santé | France | 329 | 8,7x | 7,4x |
| Attendo | Suède | 421 | 5,9x | 4,8x |
| Ambea | Suède | 307 | 6,6x | 5,4x |

Source : Bloomberg

ANNEXE 7 : PRÉSENTATION DES MULTIPLES DES TRANSACTIONS COMPARABLES

Multiples transactionnels

| Date | Cible | Pays | VE/CA | VE/EBITDA |
|----------------|-----------------------------------|-------------|-------------|--------------|
| 20-avr.-22 | Ramsay Health Care | Australie | 1,8x | 11,3x |
| 4-avr.-22 | CareTech | Royaume-Uni | 2,4x | 11,6x |
| 14-janv.-22 | Voyage Care Group | Royaume-Uni | 2,0x | 12,5x |
| 13-déc.-21 | Elysium Healthcare | Royaume-Uni | 2,2x | 11,9x |
| 1-déc.-21 | SGMR (Les Opalines) | France | n.a. | 18,5x |
| 30-nov.-21 | Vivalto Sante | France | 2,0x | 12,8x |
| 27-juil.-21 | Almaviva Sante | France | 2,7x | 17,6x |
| 29-juin-21 | Aegide SA | France | 0,9x | 4,2x |
| 31-mai-21 | DomusVi | France | n.a. | 16,4x |
| 26-mai-21 | Spire Healthcare | Royaume-Uni | 1,9x | 10,5x |
| 30-avr.-21 | Japara Healthcare Limited | Australie | 1,3x | 29,6x |
| 30-déc.-20 | The Priory Group | Royaume-Uni | 1,3x | 7,8x |
| 31-août-20 | Colisee Group | France | 2,3x | 15,3x |
| 17-juil.-20 | Elsan | France | 1,5x | 11,4x |
| 16-juin-20 | Clinique Developpement | France | 2,6x | 16,7x |
| 17-mars-20 | TLC Group | Irlande | 3,8x | n.a. |
| 28-févr.-20 | Rhoen-Klinikum Aktiengesellschaft | Allemagne | 1,0x | 10,1x |
| 15-nov.-19 | brighterkind Care Homes | Royaume-Uni | 0,3x | n.a. |
| 13-nov.-19 | Vitalia Plus | Espagne | 5,9x | n.a. |
| 31-juil.-19 | Charleston Holding GmbH | Allemagne | 0,6x | n.a. |
| 26-juil.-19 | Emera Exploitation | France | 2,6x | 12,6x |
| 5-juil.-19 | Domidep | France | n.a. | 16,4x |
| 1-avr.-19 | IASO | Grèce | 2,6x | 10,0x |
| 14-mars-19 | Residalya SAS | France | 1,9x | n.a. |
| 18-févr.-19 | Armonea | Belgique | 1,1x | 19,8x |
| 28-janv.-19 | Coronaria Hoiva Oy | Finlande | 1,3x | 16,5x |
| 9-janv.-19 | Seniors | Espagne | 5,9x | 31,5x |
| Médiane | | | 2,0x | 12,7x |

ANNEXE 8 : DÉCOTE FONCIÈRE (LEDOUBLE)

| Prime / (décote) foncière | | | | | | |
|----------------------------------|-------|--------|-----------|---------|--------------|-------------------------|
| | Icade | Gecina | Klépierre | Unibail | Moyenne | Moyenne hors Unibail |
| 2019 | (11%) | (16%) | (21%) | (33%) | (20%) | (16%) |
| 2020 | (26%) | (27%) | (40%) | (60%) | (38%) | (31%) |
| 2021 | (21%) | (27%) | (20%) | (39%) | (27%) | (23%) |
| 2022 | (47%) | (44%) | (23%) | (53%) | (42%) | (38%) |

Sources : DEU, Bloomberg, analyses Ledouble

ANNEXE 9 : Frais de transaction

