



ATTESTATION D'ÉQUITE POUR LES
ACTIONNAIRES ACTUELS
CONCERNANT LE PROJET DE
RESTRUCTURATION FINANCIÈRE DE
LA SOCIÉTÉ ORPEA – ADDENDUM
AU RAPPORT SORGEM ÉVALUATION
DU 24 MAI 2023

Paris, le 21 juin 2023

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

ADDENDUM EN DATE DU 21 JUIN 2023

L'objet du présent addendum (l'« Addendum ») est d'analyser et d'apprécier les observations reçues de certains actionnaires depuis la publication de notre rapport du 24 mai 2023 intitulé « Attestation d'équité pour les actionnaires actuels concernant le projet de restructuration financière de la société ORPEA » (ci-après le « Rapport du 24 mai » ou le « Rapport Sorgem »).

Ces observations nous ont été communiquées à différentes occasions et sous différentes formes :

- Un courrier nous étant adressé par l'Association des Actionnaires Minoritaires d'Orpea (ADAMO) en date du 30 mai 2023 qui reprend notamment l'intégralité des correspondances échangées entre ADAMO et ORPEA ;
- Un rapport du cabinet Ricol Lasteyrie Conseil (ci-après « RL ») en date du 6 juin 2023 intitulé « Analyse du rapport de l'Expert » (ci-après le « Rapport RL »), auquel le courrier de CONCERT'O (actionnaires de la Société agissant de concert) visé ci-dessous fait référence ;
- Un échange en visio-conférence le 9 juin 2023 avec des représentants de CONCERT'O, d'ADAMO et certains de leurs conseils ;
- Un courrier de CONCERT'O en date du 13 juin 2023.

1. Courrier d'ADAMO en date du 30 mai 2023

En date du 30 mai 2023, le cabinet AUGUST DEBOUZY, en qualité de conseil de certains des actionnaires minoritaires regroupés au sein de l'Association des Actionnaires Minoritaires d'Orpea (ADAMO), nous a adressé un courrier dont l'objet était de nous faire part des observations d'ADAMO concernant notre Rapport du 24 mai.

Pour l'essentiel, ce courrier dénonce l'absence d'échanges entre Sorgem Evaluation et les actionnaires d'ORPEA préalablement à l'établissement de notre Rapport du 24 mai.

Nous indiquons sur ce point que le présent Addendum permet justement de répondre de manière circonstanciée aux observations qui nous ont été adressées depuis l'établissement de notre Rapport du 24 mai.

Dans ce courrier, ADAMO porte à notre connaissance différents échanges conduits, selon les courriers, entre AUGUST DEBOUZY et ADAMO d'une part et ORPEA et ses conseils d'autre part.

Ces courriers portent sur plusieurs aspects, dont la communication faite par ORPEA, le mécanisme de la restructuration financière envisagée, les conséquences de la première augmentation de capital (capitalisation des créanciers non sécurisés) pour les actionnaires actuels, le respect des règles applicables aux procédures collectives, le respect des dispositions du règlement général de l'AMF, et l'examen par la Société du plan alternatif établi par CONCERT'O.

A ce titre, nous indiquons que les éléments contenus dans ces courriers et susceptibles d'avoir une incidence sur les résultats de nos travaux, étaient connus de nous préalablement à l'établissement de notre Rapport du 24 mai et ont de ce fait déjà été pris en compte dans nos analyses.

Nous précisons notamment que nous avons eu connaissance, à travers l'information publique, du plan alternatif établi par CONCERT'O. A ce titre, nous avons rappelé en section II.4 de notre Rapport du 24 mai qu'il n'entrait pas dans le périmètre de nos travaux d'étudier d'éventuels plans alternatifs à celui qui a été présenté par la Société – laquelle, pour mémoire, est la seule à pouvoir proposer un plan dans le cadre d'une procédure de sauvegarde accélérée.

Nous rappelons également que l'appréciation du caractère équitable du plan de restructuration financière de la Société se fonde entre autres sur l'appréciation des conséquences de la première augmentation de capital, laquelle matérialise, malgré la dilution très importante des actionnaires actuels, une décote substantielle pour les créanciers non sécurisés qui sont senior par rapport aux actionnaires.

Notre appréciation de ces conséquences, telle que présentée dans notre Rapport du 24 mai, ne nécessite pas, selon nous, de développements additionnels.

2. Echanges avec CONCERT'O et ses conseils en date du 9 juin et courrier de CONCERT'O reçu le 13 juin

En date du 9 juin, nous avons organisé un échange en visio-conférence avec certains des représentants d'ADAMO, de CONCERT'O et certains de leurs conseils, au cours duquel différentes observations sur notre Rapport du 24 mai nous ont été communiquées. Certaines de ces observations étaient déjà mentionnées dans le courrier d'ADAMO du 30 mai, d'autres sont venues s'y ajouter.

Dans le prolongement de cet échange, un courrier de CONCERT'O nous a été adressé en date du 13 juin. Il reprend pour partie les observations communiquées lors de l'échange du 9 juin.

Les principales observations communiquées (en dehors de celles du courrier du 30 mai analysées *supra* et des éléments par ailleurs contenus dans le Rapport RL analysé *infra*) sont présentées puis analysées ci-après.

2.1 Taux de marge d'EBITDAR 2022

CONCERT'O considère que le taux de marge d'EBITDAR 2022 de 16,7% serait artificiellement bas, car il intégrerait des coûts non récurrents.

Sur ce point, la Société (i) nous a indiqué que, d'une manière générale, une revue des charges courantes et non courantes est réalisée par le contrôle de gestion et les équipes de consolidation du Groupe dans le cadre des différents arrêtés (semestriels, annuels...) et (ii) nous a confirmé que toutes les charges non courantes – notamment celles liées à la restructuration et à la crise médiatique – sont bien classées en non courant et donc exclues de l'EBITDAR.

Il nous a par ailleurs été indiqué que ce point a fait l'objet d'une revue approfondie par les commissaires aux comptes du Groupe dans le cadre des travaux de certification des comptes 2022, lesquels ont été certifiés sans réserve.

Enfin, la Société nous a rappelé que, dans sa communication publique du 12 mai 2023 sur la présentation de ses comptes 2022, elle avait détaillé (en slide 19) les éléments de passage permettant de comprendre la dégradation du taux de marge d'EBITDAR entre 2021 et 2022.

2.2 Investissements de développement sur la période 2022-2025

Les investissements dits « de développement » sur 2022-2025 pour un total de 1,5 Md€ sont jugés excessifs par CONCERT'O.

La Société nous a indiqué que depuis son arrivée, la nouvelle équipe de direction s'est employée à réduire au maximum le coût des projets de développement déjà engagés, et notamment à arrêter ceux qui pouvaient l'être dans des termes économiques acceptables.

A ce titre notamment, pour ce qui concerne 2022, la Société nous a indiqué que les capex de développement avaient été coupés de près de moitié par rapport au niveau originellement budgété par l'ancienne direction, pour atteindre finalement 638 M€ sur l'année.

Par ailleurs, la nouvelle direction a constaté que la « course à la capacité » qui prévalait dans le passé avait conduit l'ancienne direction à sous-investir fortement sur le parc existant. Elle considère dès lors la réalisation d'investissements de maintenance et de rénovation sur le parc existant comme une priorité pour le bien-être des patients et pour

le redressement des taux d'occupation, et prévoit ainsi d'en relever le niveau dès que les marges de manœuvre financières le permettront.

2.3 Investissements sur la période d'extrapolation 2026-2028

Le niveau d'investissement normatif retenu par la Société, qui tend vers 4,7% du CA en 2028, serait, selon CONCERT'O, excessif au regard notamment d'une supposée norme de marché de 2,5% du CA.

Nous précisons tout d'abord que cette « norme » de 2,5% ne comprend pas tous les investissements et que ce ratio de 4,7% du CA doit se décomposer en (i) 2,5% pour les capex de maintenance courante (c'est ce ratio qui constituerait la norme évoquée par CONCERT'O), (ii) 0,7% pour les capex informatiques (IT) courants et (iii) 1,5%¹ pour les capex de rénovation d'une partie des établissements (à savoir, la rénovation chaque année d'environ 2,5% des établissements du parc en exploitation).

2.4 Référence à une valeur de marché de 200.000 euros par lit (murs et fonds)

Selon CONCERT'O : « La Société dispose selon les derniers communiqués, de plus de 87 000 lits dont la valeur s'élève, a minima, à 200 000 euros par unité (voire même davantage s'agissant des lits en clinique et en établissements psychiatriques). Une telle méthode de valorisation reposant sur une approche murs et fonds, incontournable pour une entreprise de ce secteur d'activité, permet d'établir une valeur d'entreprise d'environ 10,2 milliards d'euros. »²

Tout d'abord, nous précisons que nous avons exclu, dans notre analyse, tout multiple de chiffre d'affaires – et donc à fortiori tout multiple d'agrégat à l'origine de ce chiffre d'affaires – dans la mesure où ce type de multiple ne s'applique pas de manière universelle à tous les types de lits et dépend de l'emplacement géographique de l'établissement visé, de leur nature et des niveaux de rentabilité effective de la Société.

Concernant cette référence, il nous a été indiqué que cette supposée norme du secteur (200 000 euros par lit) est une référence provenant de transactions passées, datant à la fois d'avant la crise du COVID-19 et à fortiori d'avant la publication du livre « Les Fossoyeurs » en janvier 2022. Elle ne saurait donc constituer une référence pour les pratiques de gestion et les valorisations d'aujourd'hui.

¹ Selon les éléments communiqués par la Société, la référence du secteur pour les rénovations se situe autour de 1% du chiffre d'affaires. Dans le cas particulier d'ORPEA, ce montant est relevé à 1,5% du fait du sous-investissement passé.

² La calcul est a priori le suivant : 200 K€ x 87 milliers de lits = 17,4 Mds€, qui, diminués d'une valeur du patrimoine non détenu de 7,2 Mds€ (prorata par rapport aux 6,5 Mds€ de patrimoine représentant environ 47% des actifs), conduisent à une valeur de 10,2 Mds€.

Par ailleurs, ce chiffre ressortait d'opérations réalisées sur le marché français des EHPAD, où les actifs étaient mieux valorisés que dans les autres pays européens car les exploitants y sont propriétaires de leurs autorisations d'exploitation.

En outre, cette référence ressortait surtout de transactions dans Paris Intramuros sur des actifs isolés neufs ou restructurés, non représentatifs du portefeuille d'ORPEA.

Notons enfin que l'application à Korian d'une telle référence conduirait à une valeur d'entreprise de l'ordre de 9 Mds€, très supérieure à la valeur d'entreprise de ce groupe observée en bourse, laquelle est inférieure à 5 Mds€ (cf. V.2.3 du Rapport Sorgem) et correspond plutôt à une valeur moyenne par lit d'environ 150 000 euros³.

2.5 Alternative au projet de plan de sauvegarde d'ORPEA

Nous avons rappelé ci-avant et dans notre Rapport du 24 mai, qu'il n'entrait pas dans le périmètre de nos travaux d'étudier les plans alternatifs.

Nous indiquons, pour la bonne information des actionnaires, les éléments dont nous a fait part la Société au sujet de ces plans en réponse aux questions que nous leur avons posées dans le cadre de l'établissement de l'Addendum :

« Orpea a fait état publiquement le 15 novembre 2022 du cahier des charges que devait satisfaire toute solution pour sa restructuration financière et tout particulièrement la quantification de ses besoins de new money. Ces besoins ont été validés par un rapport (« Independent Business Review ») établi par Eight Advisory et mis – depuis le 15 novembre 2022 – à la disposition de l'ensemble des créanciers, y compris le Support Club et CONCERT'O (pour autant que ce dernier aurait établi qu'il était porteur de dettes non-sécurisés d'Orpea SA).

A noter qu'à ce stade CONCERT'O n'a posé aucune question à la Société quant à ce rapport, alors que beaucoup d'autres créanciers (dont certains membres du Support Club) se sont mis au travail dès le 15 novembre et ont échangé avec la Société dans le cadre d'un processus de Q&A transparent : il a été apporté des réponses par écrit aux plus de 450 questions posées, toutes ces réponses ayant été mises à la disposition de tous les créanciers dans la data room...

³ 3,5 Mds€ de valeur de patrimoine pour 28% du parc, soit une valeur de l'immobilier non détenu estimée à 9,0 Mds€. Sur la base de 88 000 lits valorisés à 200 000 euros, la valeur murs+fonds serait de 17,6 Mds€ soit, diminuée de l'immobilier non détenu, une VE de 8,6 Mds€ (source des chiffres Korian : « Full Year 2022 Results », 22 février 2023). Sur la base d'une valeur unitaire de 150 000 euros, la valeur murs+fonds serait de 13,2 Mds€ soit, diminuée de l'immobilier non détenu, une VE de 4,2 Mds€ cohérente avec l'appréciation boursière actuelle du groupe.

Tout « plan alternatif » ne remplissant pas le cahier des charges de la Société ne peut pas constituer une solution viable de restructuration financière. Ainsi, le « plan » de CONCERT'O et du Support Club :

- Non seulement ne s'inscrit pas dans le cahier des charges de la société
- Mais n'est même pas entièrement financé :
 - Les 900 M€ d'Equity proposés par CONCERT'O et le Support Club (sur les 1.55 Md€ recherchés par la société) ne sont pas entièrement garantis, car les 400 M€ que doit apporter le Support Club sont encore sous réserve de diligence ;
 - Le « plan » de CONCERT'O et du Support Club fait fi du nouveau financement bancaire nécessaire de 600 M€, et du financement bancaire actuel de 3.2 Mds€ qu'il faut étendre. »

2.6 Scénario en l'absence de plan de restructuration financière

En l'absence de plan de restructuration financière, nous avons indiqué dans notre Rapport du 24 mai (notamment dans notre conclusion en VII) que la Société serait placée en liquidation alors qu'elle serait placée, selon CONCERT'O, en redressement judiciaire.

Sur ce point, il nous a été confirmé qu'en cas de non-adoption du plan de sauvegarde accélérée par le Tribunal de Commerce avant le 24 juillet prochain, la Société devrait alors faire face à un risque fort de devoir solliciter l'ouverture d'une procédure de liquidation judiciaire plutôt que de celle d'un seul redressement judiciaire :

- En premier lieu, l'adoption d'un plan par le tribunal est une condition requise par un certain nombre d'accords avec ses créanciers de sorte qu'en l'absence d'une telle adoption, un montant très significatif de passifs deviendrait immédiatement exigible, entraînant un état de cessation des paiements avéré ;
- En second lieu, la Société ne serait plus en mesure de tirer fin juillet 2023 la tranche D1B auprès des banques du G6 (200 millions d'euros) puisque le tirage de cette tranche est conditionné à l'adoption du plan ; dans un tel cas de figure, et à compter d'août 2023, la Société ne disposerait plus de la trésorerie nécessaire pour financer une période d'observation qui lui permette de présenter et faire adopter un nouveau plan de restructuration.

En conséquence, et à défaut de l'obtention pendant la période d'observation d'un nouveau financement non prévu par les accords actuels, la Société devrait très probablement solliciter l'ouverture d'une procédure de liquidation judiciaire en vue de démanteler l'ensemble de ses actifs dans le cadre d'un plan de cession à mettre en œuvre dans les délais les plus courts possibles.

3. Rapport du cabinet Ricol Lasteyrie Conseil

Selon les éléments présentés p.3, le Rapport RL aurait été réalisé exclusivement à l'intention de certains créanciers non sécurisés d'ORPEA. Contrairement au Rapport Sorgem, il ne s'adresse donc pas aux actionnaires de la Société⁴.

Nous notons que le Rapport RL sort de leur contexte (afin de les critiquer) un certain nombre d'éléments du Rapport Sorgem, lesquels sont donc privés des explications détaillées nécessaires à leur compréhension.

Nous notons également que le Rapport RL ne fournit pas les détails nécessaires à une parfaite compréhension et à une discussion quant aux ajustements introduits sur le calcul de la valeur d'entreprise du Groupe.

Pour la bonne information des actionnaires (dont certains ont fait référence au Rapport RL comme rappelé en début de cet Addendum) et compte tenu de la large communication qui en a été faite, nous avons considéré qu'il convenait néanmoins d'analyser les principales critiques formulées par le Rapport RL sur le Rapport Sorgem quant à l'appréciation de la valeur du Groupe.

Selon le Rapport RL, notre Rapport du 24 mai sous-évaluerait la valeur d'entreprise d'ORPEA.

Cette prétendue sous-évaluation serait due, selon le Rapport RL, (i) à des projections financières supposément trop conservatrices et (ii) à une méthodologie qui ne permettrait pas de prendre en compte correctement la valeur du patrimoine immobilier du Groupe.

Le Rapport RL propose alors, à partir de nos travaux d'évaluation et des ajustements qu'il y introduit, sa propre estimation de la valeur d'entreprise du Groupe.

L'ajustement des projections financières conduit tout d'abord le Rapport RL à une valeur d'entreprise de 8,65 Mds€, soit 35% supérieure à notre valeur centrale d'entreprise de 6,39 Mds€.

La décomposition de la valeur à travers une méthodologie « Opco / Propco » conduit ensuite, toujours selon le Rapport RL, à une augmentation additionnelle de valeur de +13% (de 8,65 Mds€ à 9,81 Mds€).

⁴ Il est d'ailleurs à ce titre étonnant, au sujet du Rapport Sorgem, de voir figurer dans le Rapport RL (p.7) le reproche suivant : « *Le rapport d'évaluation ne traite pas de l'équité de l'opération pour l'ensemble des participants* ». La mission de l'expert indépendant dans ce type de contexte est bien de traiter de la seule équité pour les actionnaires actuels.

A ce titre, nous notons que, selon les informations qui nous ont été communiquées, le Rapport RL met en exergue une valeur d'entreprise (9,81 Mds€) incohérente avec celle retenue par les mandants du cabinet RL (le Support Club), lorsque ces derniers ont approché la Société avec des offres communes avec CONCERT'O : ces offres faisaient en effet ressortir des valeurs d'entreprise très proches de celle sous-tendant le plan de la Société (6,5 Mds€ vs. 6,3 Mds€), et par ailleurs très proches également de la valeur centrale du Rapport Sorgem (6,4 Mds€).

3.1 Sur la critique générale de l'approche DCF mise en œuvre dans le Rapport Sorgem

Le Rapport RL considère (p.10) que « *la méthode [d'actualisation des flux de trésorerie] utilisée repose sur le plan d'affaires du management en écartant toute référence à la valeur de l'immobilier que ce soit en termes de flux ou de valeur patrimoniale. Ce plan, prolongé par une extrapolation, dont certaines hypothèses lui ont été données par le management, repose sur des hypothèses conservatrices inférieures à l'historique d'Orpea et de Korian.* »

Ces considérations traduisent une lecture doublement erronée de notre Rapport du 24 mai.

Tout d'abord, notre analyse intègre bien les flux liés à l'immobilier dans la mesure (i) où les EBITDA futurs reflètent, par l'absence de loyers payés sur les actifs détenus, les économies de loyers permises par la détention d'une partie du parc exploité et (ii) où le taux d'actualisation (cf. V.1.4 du Rapport Sorgem), à travers le coefficient bêta retenu en bas de fourchette de l'échantillon, tient compte de la diminution du risque (grâce à un niveau moindre de coûts fixes) permise par la détention d'une partie des actifs.

De plus, notre Rapport du 24 mai fait bien référence à la valeur patrimoniale de l'immobilier : c'est notamment l'objet du « Préambule sur la valeur de l'immobilier » en V.1, qui explique pourquoi, selon nous, il n'y a pas de valeur significative attachée au patrimoine immobilier du Groupe au-delà de celle qui ressort de l'estimation de la valeur d'entreprise du Groupe.

En complément des éléments présentés dans ce préambule, nous rappelons que la valeur de l'immobilier de 6,5 Mds€ se décompose en (i) 4,9 Mds€ d'actifs évalués isolément par des experts indépendants et (ii) 1,6 Md€ d'actifs non expertisés et retenus à leur valeur nette comptable, correspondant principalement à des actifs en construction/restructuration ainsi qu'à des lots de copropriété appartenant au Groupe dans des établissements cédés pour partie en location meublée (LMP), et pour lesquels il

faudrait, selon la Société, minorer d'une décote importante la valeur nette comptable pour estimer leur prix de cession.

Nous rappelons également que le profil financier d'ORPEA ne permet pas de servir les loyers externes supplémentaires qui seraient induits par les cessions immobilières de l'ensemble du patrimoine car son taux d'effort serait nettement au-dessus d'un niveau normatif de 50%.

Enfin, la cession du portefeuille entraînerait des décaissements d'impôts non négligeables qu'il faudrait également prendre en compte dans l'analyse.

Concernant la période d'extrapolation, le Rapport RL laisse penser – dans l'extrait ci-dessus ainsi que p.17 (« *l'extrapolation du plan d'affaires réalisée par l'Expert* ») – que les projections financières ont été établies par Sorgem Evaluation.

Il n'en est rien : comme cela est précisé en **V.1.2.1** du Rapport Sorgem, les agrégats opérationnels sur cette période (CA, EBITDAR, EBITDA, CAPEX) nous ont été communiqués par le management du Groupe.

3.2 Sur les ajustements des projections financières effectués par le Rapport RL

Pour rappel, concernant la cohérence des projections financières, nous avons notamment indiqué en **V.1.2.2** : « *nous considérons l'ensemble de ces données prévisionnelles comme réaliste, dans la mesure principalement (i) où la croissance significative de l'activité s'appuie sur des leviers clairement identifiés et passe par le retour de certains indicateurs (taux d'occupation notamment) à des niveaux déjà enregistrés par le passé et (ii) où la progression du taux de marge est à la fois significative (progression du taux de marge d'EBITDAR de près de 20% en 3 ans) tout en conduisant à des niveaux inférieurs à ceux enregistrés pré-crise (lesquels sont probablement, à court/moyen terme, difficilement atteignables).* »

Par rapport à notre valeur centrale d'entreprise (6,39 Mds€), les ajustements introduits par le Rapport RL conduisent, selon les calculs du cabinet, à une hausse de la valeur d'entreprise du Groupe de 2,26 Mds€ (soit +35%), établissant celle-ci à 8,65 Mds€.

Cette hausse de 2,26 Mds€ figurant dans le Rapport RL résulte principalement (à hauteur de près de 80%) : (i) d'un ajustement à la hausse du taux de marge d'EBITDA de 100 points de base (bps) à partir de 2026 (effet de +0,88 Md€) et (ii) d'une baisse de 100 bps du ratio Investissements / Chiffre d'affaires (effet de +0,91 Md€).

Le reste de la hausse correspond à des effets plus marginaux : (i) la révision du taux de croissance du CA à partir de 2026, en fixant celui-ci à un niveau très proche du consensus de Korian (effet de +0,30 Md€), et (ii) la prise en compte du programme de cessions 2024-2025 (effet de +0,18 Md€).

3.2.1. Taux de marge sur la période d'extrapolation

Les principaux arguments avancés par le Rapport RL pour justifier le caractère supposément trop conservateur des niveaux de marge sont les suivants :

- les taux de marge sur la période d'extrapolation sont inférieurs à leurs niveaux historiques, et
- ils sont également inférieurs aux projections retenues par le consensus d'analystes pour Korian.

Le Rapport RL indique notamment (p.23), concernant l'EBITDAR (c'est-à-dire l'EBITDA avant tout loyer) – qui est l'agrégat le plus pertinent pour comparer la rentabilité des deux groupes dans la mesure où il gomme les différences de taux de détention des actifs :

« Les marges d'EBITDAR [sur la période d'extrapolation] se situent en dessous de la rentabilité historique d'Orpea, et du consensus Korian (20,5% contre 22,0%). »

A cet égard, nous considérons tout d'abord que la rentabilité historique d'ORPEA ne peut pas, contrairement à ce que suggère le Rapport RL, servir de référence à l'estimation d'un scénario central de projections financières pour le Groupe, pour des raisons propres à Orpea et à son secteur (l'abandon des pratiques passées à la suite de la publication du livre « Les Fossoyeurs », le « Ségur de la santé » prévoyant notamment une revalorisation des salaires, le contexte inflationniste général et l'évolution du mix géographique du Groupe).

De plus, les taux de marge attendus pour Korian sont eux-mêmes inférieurs à leur niveau passé : le taux de marge d'EBITDAR de Korian est en effet attendu à terme, selon les données du Rapport RL, à 22,0% alors qu'il s'établissait à 24,1% en 2022 et à 26,2% en 2018 et 2019 (donc pré-Covid-19 et pré-scandale du livre « Les Fossoyeurs »)⁵.

Concernant la comparaison avec Korian, nous rappelons que le taux de marge d'EBITDAR a été de 16,7% en 2022 pour ORPEA, contre 24,1% pour Korian. Ainsi, sur

⁵ Source : Korian, « 2019 Annual Results Presentation » du 28 février 2020, p.22

cet exercice, le taux de marge d'EBITDAR du Groupe a représenté 69% seulement de celui de Korian.

Dans ces conditions, retenir à terme un taux de marge de 20,5% – qui extériorise une hausse de 23% par rapport à 2022 (16,7%) et qui correspond à 93% (contre 69% en 2022) du niveau attendu pour Korian (22,0%) – ne peut pas être qualifié de particulièrement conservateur.

Ainsi, contrairement à ce que prétend le Rapport RL, il n'est pas justifié qu'il faille ajuster les projections financières de marge établies par le management du Groupe sur la période d'extrapolation.

3.2.2. Investissements sur la période d'extrapolation

Concernant les niveaux d'investissements sur la période d'extrapolation (2026-2028), le Rapport RL indique notamment :

p.18 : « *Les investissements de maintenance sur la période d'extrapolation sont en pourcentage du chiffre d'affaires supérieurs aux investissements de maintenance sur la période 2023-2025, en moyenne 4,7% contre 3,7%.* »

p.23 : « *Le niveau des investissements de maintenance 2026-2028 apparaît très élevé par rapport à ce même niveau sur la période 2023-2025.* »

Concernant le plan d'affaires, les chiffres du Rapport RL sont corrects : les « Capex de maintenance et d'IT » représentent bien 3,7% du CA en moyenne sur 2023-2025 (et 3,5% pour la seule année 2025).

Les chiffres sont en revanche erronés concernant la période d'extrapolation.

En effet, concernant cette période (2026-2028), nous avons indiqué en **V.1.2.2.b)** du Rapport Sorgem : « *les dépenses totales d'investissement (capex) baissent, pour atteindre 4,7% du CA en 2028 (vs. 5,5% en 2025 et 9,0% en moyenne sur l'horizon 2023-2025 du Plan d'affaires).* »

Le ratio de 4,7% concerne les dépenses totales d'investissement (qui s'inscrivent donc en baisse par rapport à la période du plan d'affaires) et non, comme le considère le Rapport RL, la seule ligne « Capex de maintenance et d'IT ».

Nous précisons à ce titre (i) que ces investissements totaux de 4,7% du CA intègrent, pour 3,2%, des « Capex de maintenance et d'IT », lesquels sont donc en baisse par rapport au plan d'affaires et (ii) que le solde, correspondant à 1,5% du CA environ, correspond à des

investissements périodiques de rénovation des établissements, lesquels sont classés dans la rubrique « Capex de développement » sur l'horizon du plan d'affaires.

Ainsi, contrairement à ce que prétend le Rapport RL à partir d'une analyse erronée des données de la période d'extrapolation, il ne faut pas ajuster les projections financières d'investissements établies par le management du Groupe sur la période d'extrapolation.

Notons enfin, concernant le fait de cumuler, comme le suggère le Rapport RL, hausse de marge et baisse des investissements : pour augmenter la marge, il faudrait augmenter les prix ce qui suppose une amélioration des locaux donc des investissements supplémentaires par rapport à ce qui est prévu dans le plan de la Société (ce qui est contraire à l'hypothèse de baisse des capex). À l'inverse, en réduisant le niveau de capex, cela risque de conduire à une dégradation des installations, donc à terme à une baisse de prix et donc de marge.

3.2.3. Autres éléments

Le Rapport RL révisé le taux de croissance du CA à partir de 2026, au motif notamment que les investissements de développement seraient « encore très importants de 2023 à 2025 » (p.17) et de ce fait permettraient d'anticiper des taux de croissance plus élevés après 2026.

A ce titre, la Société nous a confirmé que la montée en puissance des établissements en développement sur la période 2023-2025 a bien été prise en compte dans l'élaboration de l'extrapolation 2026-2028 de son plan d'affaires.

Par ailleurs, nous rappelons que les investissements dits « de développement » ne contribuent que pour une part marginale au chiffre d'affaires du Groupe, avec un poids ne représentant que près de 7% du CA consolidé en 2025 pour atteindre seulement 8% du CA Groupe en 2028. Leur montée en puissance ne saurait dès lors en soi justifier des taux de croissance du chiffre d'affaires Groupe significativement plus élevés après 2026.

Concernant la prise en compte, par le Rapport RL, du programme de cessions 2024-2025, nous considérons que celle-ci devrait être en réalité sans effet sur la valeur (céder un actif à sa juste valeur ne crée en soi pas de valeur) et n'impacter que la liquidité du Groupe.

3.3 Sur l'approche « Opco / Propco » mise en œuvre par le Rapport RL

Le Rapport RL propose la mise en œuvre d'une approche « Opco / Propco », largement relayée dans les médias⁶, dont l'objectif serait de mieux appréhender la valeur du patrimoine immobilier du Groupe.

Il faut rappeler au préalable que l'approche « Opco / Propco » s'entend à la fois comme une approche d'évaluation et comme une organisation différente de l'activité, en séparant l'activité immobilière et l'activité opérationnelle.

Cette séparation permet de trouver des financements et des investisseurs spécifiques pour l'activité immobilière, ce qui a pu permettre, notamment dans l'hôtellerie, d'avoir des multiples de valorisation pondérés meilleurs que pour l'activité globale.

En ce qui concerne l'approche d'évaluation, l'analyse conduit à séparer les flux générés par les activités opérationnelles des flux de loyers revenant à l'activité purement immobilière, ces derniers étant payés par l'activité opérationnelle.

Sur le plan des principes de l'analyse financière, la décomposition des flux en deux parties et leur évaluation séparée ne peut pas être créatrice de valeur en soi.

Dans le cas présent, ORPEA n'a pas séparé son activité immobilière de son activité opérationnelle. Il est néanmoins a priori possible d'utiliser l'approche « Opco / Propco » comme méthode d'analyse de valeur, et nous allons montrer qu'une telle approche n'est pas en soi créatrice de valeur.

La mise en œuvre de cette approche conduit cependant le Rapport RL à reconnaître, par rapport à la valeur globale obtenue après ajustement des projections financières (8,65 Mds€), un incrément de valeur d'entreprise de +1,16 Md€ (soit +13%), laquelle s'établirait alors à 9,81 Mds€.

Nous renvoyons tout d'abord à notre « Préambule sur l'approche « Opco / Propco » en V.1 du Rapport Sorgem, qui explique pour quelles raisons nous n'avons pas mis en œuvre ce type d'approche.

Comme indiqué en introduction, nous considérons par ailleurs que, correctement menées, les approches « Opco / Propco » et les approches « globales » (i.e. sans distinguer dans les flux la composante immobilière de la composante opérationnelle) donnent en théorie les mêmes résultats dès lors qu'il n'y a pas de cessions d'immeubles.

⁶ AGEFI, LesEchos, Capital...

En effet, par rapport à une approche globale, l'approche de la valeur d'entreprise en deux valeurs distinctes (« Opco » et « Propco ») consiste :

- D'une part à actualiser les flux opérationnels à un taux supérieur au taux retenu dans la méthode globale (la somme de ces flux actualisés donne la valeur de l'« Opco ») ;
- D'autre part à actualiser les flux liés à l'immobilier (économies de loyers) à un taux inférieur au taux retenu dans la méthode globale (la somme de ces flux donne la valeur de la « Propco »).

Dans les approches globales, le flux retenu est la somme des deux flux ci-dessus (opérationnel et immobilier) et le taux d'actualisation global (inférieur au taux de l'« Opco » mais supérieur à celui de la « Propco ») tient compte à la fois du risque lié à l'activité d'exploitation (« Opco ») et du risque attaché aux économies de loyers permises par la détention d'une partie des actifs exploités (« Propco »).

L'approche « Opco / Propco » ne constitue alors qu'une décomposition d'une valeur globale et ne matérialise donc pas a priori de hausse ou de baisse de valeur dès lors que tous les paramètres d'évaluation sont cohérents entre « Opco » et « Propco ». Ce qui signifie qu'une différence de valeur ne peut provenir que d'une différence d'hypothèses et n'est pas liée au choix de la méthode.

Si une référence externe est retenue pour la valeur de « Propco » (par exemple une estimation de la valeur du patrimoine par des experts immobiliers tiers), alors une différence de valeur peut naître entre ces deux approches, en particulier si le taux d'actualisation qui sous-tend les travaux des experts est incohérent avec les taux de « Propco » et le taux global déterminés par ailleurs. Cela pourrait être également le cas si les immeubles avaient une valeur de marché différente de celle obtenue par capitalisation des flux de loyers⁷.

Or (i) nous avons montré en [V.1.4.5](#) que notre taux global était cohérent avec le taux des experts immobiliers et (ii) le Rapport RL ne remet en cause ni notre taux d'actualisation ni le travail des experts immobiliers.

Dans ces conditions, comment expliquer que le Rapport RL puisse reconnaître, à travers une approche « Opco/Propco », sans intégrer de cessions, un incrément de valeur de +1,16 Md€ (+13%) par rapport à son approche globale ?

⁷ Cf. Lettre Vernimmen n°83 de Janvier 2010.

Le Rapport RL ne communique pas le détail de ses calculs mais, compte tenu des éléments communiqués aux pages 22 et 23, l'approche mise en œuvre semble avoir consisté :

- Dans un premier temps, à estimer la valeur de l'« Opco » à partir de la valeur globale (i) en recalculant celle-ci à partir d'un taux d'actualisation de 7,3% (supérieur au taux de 6,75% retenu pour l'approche globale) puis (ii) en retranchant la somme des loyers théoriques après IS, actualisés à ce même taux de 7,3%. Il ressort alors un ajustement total de -5,34 Mds€ appliqué à la valeur globale de 8,65 Mds€, soit une valeur de l'« Opco » de 3,31 Mds€ ;⁸
- Dans un second temps, à ajouter à cette valeur « Opco » de 3,31 Mds€ la valeur du patrimoine immobilier de 6,5 Mds€, pour aboutir à une valeur totale de 9,81 Mds€ soit 1,16 Md€ de plus que la valeur obtenue par le Rapport RL après ajustements des projections financières.

Le Rapport RL semble en réalité avoir oublié, dans son analyse, le retraitement de l'effet fiscal lié à l'amortissement des actifs, dont ne bénéficie pas « Opco » mais qui est intégré à la valeur globale sans séparation « Opco / Propco ».

L'application du taux d'IS de 25,8% à la valeur du patrimoine de 6,5 Mds€ conduit à un effet de -1,7 Md€. L'actualisation de ces économies d'impôts rapprocherait cette valeur avant actualisation de -1,7 Md€ de l'incrément de valeur de +1,16 Md€ reconnu par le Rapport RL.

Ainsi, corrigée de ce qui constitue vraisemblablement une erreur du cabinet RL, l'approche « Opco / Propco » proposée par le Rapport RL ne matérialise en réalité aucune augmentation de valeur, ce qui est conforme aux principes de l'analyse financière. L'absence de détails fournis par le Rapport RL entraîne qu'on ne peut pas exclure la présence d'autres types d'erreurs.

3.4 Autres éléments du Rapport RL

Le Rapport RL exclut **la méthode des comparables boursiers** (donc l'évaluation d'ORPEA par application des multiples boursiers de Korian), qui, dans notre analyse à titre indicatif, conduit à une valeur très inférieure à celle retenue à partir de la méthode DCF. Ce choix d'écarter la référence boursière de Korian est particulièrement étonnant

⁸ Le Rapport RL ne donne par ailleurs aucune indication sur la manière dont il a pris en compte, ou pas, la croissance des loyers sur l'horizon de l'actualisation.

dans la mesure où, quand il s'agit de pointer le caractère supposément trop conservateur des prévisions, le Rapport RL se réfère presque systématiquement à Korian.

Concernant la **référence à l'actif net comptable** : le Rapport RL indique : « *la référence à l'actif net comptable n'est pas prise en compte alors qu'elle est très supérieure à la valeur déterminée par l'Expert* ». Cette remarque traduit une lecture erronée de notre Rapport du 24 mai. L'actif net comptable a bien été analysé en **V.7.4** et la valeur qui en ressort s'inscrit en haut de fourchette de notre analyse⁹.

Le Rapport RL conduit par ailleurs des analyses consistant à ajouter à des éléments bilanciaux la valeur hors bilan du patrimoine immobilier du Groupe. Cette approche est également erronée dans la mesure où, si le patrimoine immobilier avait été retenu en valeur d'expertise au bilan, cela aurait conduit à augmenter la valeur comptable des actifs corporels du Groupe à prendre en compte dans les capitaux employés à tester au sens de la norme IAS 36, et donc probablement à augmenter les dépréciations sur les actifs incorporels (licences et goodwill : c'est en effet par comparaison entre la valeur obtenue lors des tests de dépréciation et la valeur comptable des capitaux employés à tester qu'est déterminé le montant des dépréciations).

Le Rapport RL indique en outre que la valeur d'entreprise retenue par le management (6,184 Mds€) ainsi que par le Rapport Sorgem (6,39 Mds€ en valeur centrale) ne peuvent pas être inférieures à la valeur de l'immobilier estimée par la Société à 6,5 Mds€ car cela impliquerait que la Société anticipe des pertes d'exploitation futures telles que la valeur de son fonds de commerce serait non seulement égale à zéro, mais négative. Or la Société présente une forte croissance du chiffre d'affaires et des flux d'exploitation positifs sur toute la durée du plan (cf. p. 5 et 13 du Rapport RL).

Tout d'abord, il nous a été indiqué que le management n'a jamais communiqué sur une valeur d'entreprise de 6,184 Mds€.

Mais surtout une telle affirmation est manifestement erronée dès lors que, l'entreprise étant propriétaire de son immobilier, ses résultats d'exploitation futurs doivent, pour contribuer à créer de la valeur, être non seulement positifs mais supérieurs à la valeur implicite des loyers correspondant à son immobilier ce qui est à peine le cas en l'espèce. Par ailleurs, on doit aussi rappeler que l'évaluation de l'immobilier par les experts est établie à partir de l'application de taux de loyers (« effort rate ») aux EBITDAR censés être générés par les établissements à partir de 2024. En ce sens, l'estimation de 6,5 Mds€ s'apparente plus à une valeur future (ou « intrinsèque » au sens des pratiques comptables),

⁹ la VE correspondant à l'actif net comptable ressort à 7,15 Mds€. Cette référence de VE s'inscrit dans le haut de notre fourchette d'estimation (entre 5,72 Mds€ et 7,22 Mds€).

qu'à une valeur présente de marché, qui serait comparable aux valeurs pré-restructuration retenues par les parties prenantes au retournement du Groupe.

Concernant le **cours de bourse**, référence que nous avons écartée (cf. V.7.1), le Rapport RL considère que « *Ce cours reflète cependant la possibilité pour les actionnaires actuels d'obtenir un traitement plus favorable* ». A ce titre, nous indiquons que le cours de bourse d'une société cotée en restructuration financière met souvent du temps à s'ajuster au niveau auquel les opérations capitalistiques vont se réaliser, comme le montre un certain nombre d'exemples récents (Pierre & Vacances, Vallourec, Europcar, Solocal), dans lesquels ledit cours ne converge en général vers le niveau cible qu'au moment du déclenchement des opérations sur le capital. Des études académiques montrent par ailleurs qu'il s'agit bien d'anomalies de marché¹⁰.

4. Conclusion

Au vu de ce qui précède, notre conclusion quant au caractère équitable du plan de restructuration pour les actionnaires actuels, exprimée en partie VII. de notre rapport du 24 mai 2023, reste inchangée après les échanges conduits avec certains actionnaires et créanciers du Groupe et après analyse des observations formulées.

Fait à Paris, le 21 juin 2023

Pour Sorgem Evaluation



Maurice NUSSENBAUM
Managing Partner
SORGEM EVALUATION

¹⁰ De nombreuses études académiques (cf. notamment Yuanzhi Li and Zhaodong Zhong, « Investing in Chapter 11 stocks : Trading, value, and performance », Journal of Financial Markets investing markets (Février 2013)) montrent que les actions de sociétés en « Chapter 11 » doivent être analysées comme des options en dehors de la monnaie pour lesquelles 90% des investisseurs sont en général des particuliers mal informés. Leur valeur positive s'analyse comme des valeurs de *calls* sur actifs qui constituent des paris sur le non-respect des règles de priorité absolue (« APR »). Les études menées sur ces investissements montrent qu'ils génèrent en moyenne des rendements négatifs de -15%. Le fait d'avoir des cours positifs s'explique à la fois par la diversité des anticipations plutôt positives, leur irrationalité ainsi que par les contraintes pesant sur les ventes à découvert.