

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE

portant sur la totalité des 1.163.399 bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables Orpea émis en 2009 (« BSAAR 2009 ») restant en circulation, en vue de leur annulation

initiée par la société Orpea



présentée par



PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR ORPEA

PRIX DE L'OFFRE :
5,25 euros par BSAAR 2009

DUREE DE L'OFFRE :
10 jours de négociation

Le calendrier de l'offre sera fixé par l'Autorité des marchés financiers (l' « AMF ») conformément aux dispositions de son Règlement général.



Le présent projet de note d'information a été déposé auprès de l'AMF le 30 août 2013, conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-16, 231-18 et 233-1 7° de son Règlement général.

Le présent projet d'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF.

Le présent projet de note d'information est disponible sur les sites Internet d'Orpea (www.orpea-corp.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), et est mis gratuitement à disposition du public et peut être obtenu sans frais auprès de :

- Orpea - 3, rue Bellini, 92806 Puteaux Cedex ;
- Natixis - 47 quai d'Austerlitz, 75013 Paris.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment, juridiques, financières et comptables d'Orpea seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique. Un communiqué sera diffusé, conformément aux dispositions de l'article 221-3 du Règlement général de l'AMF, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

SOMMAIRE

1. PRESENTATION DE L'OPERATION	3
1.1 Motifs de l'Offre et intentions de la Société	3
1.1.1 Motifs de l'Offre	3
1.1.2 Intentions de la Société pour les douze prochains mois	4
1.1.3 Répartition du capital et des droits de vote d'Orpea avant l'opération (au 20 juin 2013)	5
1.2 Caractéristiques de l'Offre	5
1.2.1 Conditions de l'Offre	5
1.2.2 Termes de l'Offre	5
1.2.3 Titres visés par l'Offre	5
1.2.4 Modalités de l'Offre	6
1.2.5 Procédure de présentation des BSAAR 2009 à l'Offre	7
1.2.6 Calendrier indicatif de l'Offre	7
1.2.7 Engagement des principaux actionnaires d'Orpea	8
1.2.8 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	8
1.2.9 Régime fiscal de l'Offre	8
1.2.10 Frais et financement de l'Offre	12
1.2.11 Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière d'Orpea	12
1.2.12 Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'Offre	13
2. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE	13
2.1 Rappel des modalités relatives aux BSAAR 2009	13
2.2 Analyse des références de cours du BSAAR 2009	15
2.3 Evaluation théorique du BSAAR 2009 fondée sur le modèle binomial de Cox-Ross-Rubinstein	17
2.4 Synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre	20
3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	21
4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	44
5. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	44
6. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION	45
6.1 Pour la présentation de l'Offre	45
6.2 Pour la Société	45

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

Après en avoir approuvé le principe le 20 juin 2013, le Conseil d'administration de la société Orpea, société anonyme au capital de 66.247.577,50 euros, dont le siège social est situé 115, rue de la Santé, 75013 Paris et dont le numéro d'immatriculation est 401 251 566 RCS Paris (ci-après « **Orpea** » ou la « **Société** ») a, dans sa séance du 29 août 2013, décidé d'arrêter les termes d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur la totalité des 1.163.399 BSAAR 2009 encore en circulation auprès des porteurs de BSAAR 2009 au prix de 5,25 euros par BSAAR 2009 (l'« **Offre** ») et de la mettre en œuvre, conformément aux stipulations du contrat d'émission des obligations assorties de bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables Orpea (les « **OBSAAR** ») en date du 14 août 2009, étant précisé que Monsieur Jean-Claude Marian, Président du Conseil d'administration, n'a pas pris part aux délibérations et au vote. Il est à noter que les BSAAR 2009 ont été détachés des obligations (les « **Obligations** ») au moment de l'émission des OBSAAR en 2009 et qu'ils sont admis aux négociations sur le marché réglementé de NYSE Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») depuis le 15 août 2011 sous le code ISIN FR0010781021.

Les caractéristiques complètes des BSAAR 2009 figurent dans la note d'opération visée par l'AMF le 15 juillet 2009 sous le numéro 09-225, dans le cadre de l'émission des OBSAAR. Conformément à la section 4.2.1.11.3 de la note d'opération relative aux OBSAAR, l'ensemble des BSAAR 2009 acquis dans le cadre de l'Offre seront annulés.

Natixis a, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, déposé auprès de l'AMF pour le compte d'Orpea le projet d'Offre le 30 août 2013. Natixis garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par Orpea dans le cadre de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

1.1 Motifs de l'Offre et intentions de la Société

1.1.1 Motifs de l'Offre

Le principe de l'Offre a été annoncé à l'occasion du lancement de l'émission par Orpea d'Obligations à option de Remboursement en Numéraire et/ou en Actions Nouvelles et/ou Existantes (« **ORNANE** »), le 9 juillet 2013.

L'objectif de l'Offre est d'annuler la dilution potentielle induite par les BSAAR 2009 et de limiter ainsi l'impact dilutif de la conversion éventuelle de l'ORNANE (en cas d'exercice de la totalité des BSAAR 2009, le nombre d'actions nouvelles qui pourrait être émis représente 2,33% du capital actuel d'Orpea).

Par ailleurs, depuis leur admission aux négociations, les BSAAR 2009 présentent une liquidité faible et ne cotent pas à chaque séance, le volume quotidien moyen observé sur les 6 derniers mois précédent le 8 juillet 2013 est de 590 titres représentant seulement 0,13% du nombre de BSAAR 2009 actuellement en circulation.

L'Offre permet aux porteurs de BSAAR 2009 de céder l'intégralité de leurs titres, à un prix de 5,25€ faisant ressortir une prime de 18,9% par rapport au cours moyen pondéré du BSAAR 2009 sur un mois au 5 juillet 2013 (dernier jour de cotation du BSAAR 2009 avant

l'annonce du principe de l'opération), sans l'inconvénient de la liquidité réduite offerte par le marché.

1.1.2 Intentions de la Société pour les douze prochains mois

Intentions concernant la stratégie, la politique industrielle, commerciale et financière

La Société entend poursuivre son activité dans la continuité de la stratégie actuellement suivie.

Intentions concernant la composition des organes sociaux et la direction de la Société

La réalisation de l'Offre n'entraînera pas de changement au sein des organes sociaux et de la direction générale d'Orpea.

Dans le cadre de l'information du comité d'entreprise, en application des dispositions de l'article L.2323-21 du Code du travail, le comité d'entreprise de la Société sera réuni dans les meilleurs délais après le dépôt du projet d'Offre. Au cours de cette réunion, un exemplaire du projet de note d'information sera transmis au comité d'entreprise.

Par ailleurs, conformément aux dispositions de l'article L.2323-22 du Code du travail, la note d'information visée par l'AMF sera transmise au comité d'entreprise de la Société dans les trois jours de sa mise en ligne sur le site Internet de l'AMF.

Enfin, dans les quinze jours suivant la publication de la note d'information, le comité d'entreprise de la Société sera de nouveau réuni afin de procéder à l'examen de la note d'information.

Statut juridique de la Société

La Société n'envisage pas d'apporter de modifications à ses statuts à la suite de l'Offre.

Intentions de la Société concernant l'emploi

La réalisation de l'Offre n'aura aucune conséquence en matière d'emploi.

Politique de distribution des dividendes

La réalisation de l'Offre n'affectera pas la politique de dividendes de la Société qui sera déterminée en fonction des résultats de la Société, de ses perspectives et de l'environnement économique et financier général.

Maintien de la cotation des actions de la Société à l'issue de l'Offre

La Société n'a pas l'intention de demander le retrait des actions d'Orpea de la cote d'Euronext Paris à l'issue de l'Offre.

Synergies, gains économiques et perspective d'une fusion

S'agissant d'une offre publique d'achat simplifiée sur les BSAAR 2009, l'Offre ne s'inscrit pas dans un projet de rapprochement avec d'autres sociétés.

1.1.3 Répartition du capital et des droits de vote d'Orpea avant l'opération (au 20 juin 2013)

Actionnaires	Nbre d'actions	% du capital	Nbre droits vote	% du droit de vote
JC MARIAN	10 686 468	20,16%	20 498 314	30,06%
SANTE FINANCE	1 015 000	1,92%	1 015 000	1,49%
Famille MARIAN	523 482	0,99%	1 028 514	1,51%
JC MARIAN et famille	12 224 950	23,07%	22 541 828	33,05%
SEMPRE	4 014 784	7,58%	7 934 160	11,63%
NEOGEMA	10	0,00%	10	0,00%
FFP	3 811 353	7,19%	3 811 353	5,59%
Autodétention	17 627	0,03%		
Public	32 929 338	62,13%	33 912 015	49,72%
Total	52 998 062	100,00%	68 199 366	100,00%

1.2 Caractéristiques de l'Offre**1.2.1 Conditions de l'Offre**

En application des dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, Natixis, agissant pour le compte d'Orpea, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée effectuée en vertu de l'article 233-1 7° du Règlement général de l'AMF et portant sur la totalité des 1.163.399 BSAAR 2009 encore en circulation.

Conformément à l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, Natixis garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société dans le cadre de l'Offre.

1.2.2 Termes de l'Offre

La Société offre de manière irrévocable aux porteurs de BSAAR 2009 la possibilité de lui céder leurs BSAAR 2009 au prix unitaire de 5,25 euros, en vue de leur annulation.

1.2.3 Titres visés par l'Offre

L'Offre sur les BSAAR 2009 porte sur la totalité des BSAAR 2009 restant en circulation, soit un nombre maximum de 1.163.399 BSAAR 2009.

Les BSAAR 2009 ont été détachés des Obligations au moment de l'émission des OBSAAR en 2009. Les BSAAR 2009 sont cessibles et admis aux négociations sur Euronext Paris depuis le 15 août 2011. Leurs principales caractéristiques sont rappelées ci-dessous. Les 1.163.399 BSAAR 2009 encore en circulation donnent droit à souscrire ou acquérir 1.235.529 actions nouvelles ou existantes Orpea.

Code ISIN	FR0010781021
Prix d'exercice	37,90 euros
Parité d'exercice	1 BSAAR 2009 donne le droit de recevoir, au choix de la Société, 1,062 action nouvelle ou existante.
Période d'exercice	Du 14 août 2011 jusqu'au 14 août 2015 inclus.
Remboursement anticipé à 0,01 euro	Au gré de la Société, si la moyenne arithmétique, calculée sur 20 jours de bourse consécutifs parmi les 40 qui précèdent la parution de l'avis de remboursement anticipé, des produits des premiers cours cotés de l'action de la Société constatés sur Euronext Paris et de la parité d'exercice en vigueur à chaque date, excède 56,90 euros, soit environ 150% du prix d'exercice des BSAAR 2009.

1.2.4 Modalités de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, Natixis, agissant pour le compte de la Société, a déposé le 30 août 2013 auprès de l'AMF le projet d'Offre. Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

Le projet d'Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF.

Le projet de note d'information, tel que déposé auprès de l'AMF, a été mis en ligne sur les sites Internet de la Société (www.orpea-corp.com) et de l'AMF (www.amf-france.org).

Conformément à l'article 231-16, I alinéa 1^{er} du Règlement général de l'AMF, ce projet de note d'information peut être obtenu sans frais au siège administratif d'Orpea, 3, rue Bellini, 92806 Puteaux Cedex, et auprès de Natixis, établissement présentateur de l'Offre, 47 quai d'Austerlitz, 75013 Paris. En outre, un communiqué de presse relatif aux termes de l'Offre a été diffusé par la Société le 30 août 2013, en application des dispositions de l'article 231-16, III du Règlement général de l'AMF.

L'AMF publiera une déclaration de conformité relative à l'Offre après en avoir vérifié la conformité avec les dispositions légales et réglementaires. Cette décision de conformité emportera visa de la note d'information. L'Offre sera ouverte le 20 septembre 2013.

Conformément à l'article 231-27 du Règlement général de l'AMF, la note d'information visée par l'AMF ainsi que les autres informations relatives à la Société (notamment juridiques, comptables et financières) seront mises à disposition gratuitement au siège administratif de la Société, ainsi qu'auprès de l'établissement présentateur dont les coordonnées figurent ci-avant.

Elles seront également mises en ligne sur les sites Internet de la Société (www.orpea-corp.com) et de l'AMF (www.amf-france.org). La Société diffusera des communiqués précisant les modalités de mise à disposition de ces documents.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et NYSE Euronext publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les modalités de l'Offre et le calendrier de l'opération. L'Offre sera ouverte pendant une durée de 10 jours de négociation.

1.2.5 Procédure de présentation des BSAAR 2009 à l'Offre

Les porteurs de BSAAR 2009 dont les titres sont inscrits en compte auprès d'un intermédiaire financier et qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'Offre dans les conditions proposées devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs titres un ordre de vente à l'Offre en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, au plus tard à la date de clôture de l'Offre.

L'acquisition des BSAAR 2009 pendant l'Offre se fera, conformément à la loi, par l'intermédiaire du membre de marché acheteur Natixis qui agira en tant qu'intermédiaire pour le compte de la Société.

Le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, dans un délai de trois jours de négociation suivant chaque exécution, les frais de négociation (courtage et TVA) restant à la charge des porteurs vendeurs.

Les BSAAR 2009 détenus sous la forme nominative devront avoir été préalablement convertis au porteur pour être apportés à l'Offre. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les porteurs de BSAAR 2009 inscrits en compte nominatif devront demander, dans les meilleurs délais, l'inscription de leurs BSAAR 2009 sous la forme au porteur chez un intermédiaire habilité.

Les BSAAR 2009 apportés à l'Offre devront être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit au libre transfert de leur propriété.

Conformément à la section 4.2.1.11.3 de la note d'opération visée par l'AMF le 15 juillet 2009 sous le numéro 09-225, les BSAAR 2009 ainsi rachetés cesseront d'être considérés comme étant en circulation et seront annulés.

1.2.6 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et NYSE Euronext publieront des avis annonçant la date d'ouverture et le calendrier de l'Offre.

Un calendrier de l'Offre figure ci-dessous, à titre purement indicatif :

30 août 2013	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF. Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF et de la Société du projet de note d'information. Diffusion d'un communiqué relatif au dépôt du projet de note d'information.
17 septembre 2013	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa sur la note d'information.
19 septembre 2013	Mise à disposition du public de la note d'information de la Société visée par l'AMF. Mise à disposition du public du document « Autres Informations » de la Société.

20 septembre 2013	Ouverture de l'Offre.
3 octobre 2013	Clôture de l'Offre.
4 octobre 2013	Publication par l'AMF de l'avis de résultat.
8 octobre 2013	Dernier règlement-livraison.

1.2.7 Engagement des principaux actionnaires d'Orpea

A la date du présent document, Monsieur Jean-Claude Marian et sa famille détiennent 12.224.950 actions de la Société, représentant 23,07% du capital et 33,05% des droits de vote d'Orpea.

Monsieur Jean-Claude Marian détient par ailleurs, directement et indirectement, 706.547 BSAAR 2009, soit 60,73% des BSAAR 2009 restant en circulation. Monsieur Jean-Claude Marian s'est engagé à apporter la totalité de ses BSAAR 2009 à l'Offre.

Monsieur Jean-Claude Marian, membre du Conseil d'administration, n'a pas pris part aux délibérations et au vote du Conseil d'administration, lors de sa séance du 29 août 2013, sur le projet d'Offre et en particulier sur la validation du prix d'offre des BSAAR 2009.

1.2.8 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

La diffusion du présent projet de note d'information, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison BSAAR 2009 peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. L'Offre n'est pas ouverte ou soumise au contrôle et/ou à l'autorisation d'une quelconque autorité réglementaire, ailleurs qu'en France et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens. Ni le présent projet de note d'information, ni aucun autre document relatif à l'Offre ne constituent une offre en vue de vendre ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque autre pays que la France.

Les titulaires de BSAAR 2009 situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

En conséquence, les personnes en possession du présent document sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière. La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne de ces restrictions.

1.2.9 Régime fiscal de l'Offre

En l'état actuel de la législation française, les dispositions suivantes résument le régime fiscal susceptible de s'appliquer aux titulaires de BSAAR 2009 (les « **Titulaires de BSAAR 2009** ») qui participeront à l'Offre.

L'attention des Titulaires de BSAAR 2009 qui participeront à l'Offre est toutefois attirée sur le fait que les informations ci-dessous ne constituent qu'un simple résumé du régime fiscal qui devrait être applicable en l'état des dispositions légales françaises actuellement en

vigueur, donné à titre d'information générale, n'ayant pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer, et qu'il convient d'étudier leur situation particulière avec leur conseiller fiscal habituel. Les règles décrites dans ce résumé sont en outre susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications des règles fiscales françaises (assorties le cas échéant d'un effet rétroactif) et de leur interprétation par l'administration fiscale française.

Les Titulaires de BSAAR 2009 n'ayant pas leur résidence fiscale en France doivent se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence, sous réserve de l'application d'une convention fiscale signée entre la France et cet Etat.

1.2.9.1 *Titulaires de BSAAR 2009 personnes physiques résidents fiscaux de France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas des opérations de bourse à titre habituel*

(a) Régime de droit commun

(i) Impôt sur le revenu des personnes physiques

Conformément aux dispositions des articles 150-0-A et suivants du Code général des impôts (« **CGI** »), les plus-values de cession de BSAAR réalisées dans le cadre de l'Offre par les personnes physiques susvisées sont prises en compte pour la détermination du revenu net global et soumises au barème progressif de l'impôt sur le revenu. Le barème progressif de l'impôt sur le revenu est composé de tranches d'impositions allant de 0% à 45% qui s'appliquent au revenu imposable, en fonction de la situation personnelle et familiale du contribuable.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D 11° du CGI, les moins-values éventuellement subies lors de la cession des BSAAR dans le cadre de l'Offre ne sont imputables que sur les gains de même nature réalisés au cours de l'année de la cession et, éventuellement, des dix années suivantes (aucune imputation sur le revenu global n'est possible).

Il est en outre précisé que l'apport des BSAAR à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les Titulaires de BSAAR 2009 dans le cadre d'opérations antérieures.

(ii) Prélèvements sociaux

Les plus-values de cession de BSAAR sont, en outre, assujetties aux prélèvements sociaux, dont le taux se décompose comme suit :

- 8,2% au titre de la contribution sociale généralisée (« **CSG** ») ;
- 0,5% au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« **CRDS** ») ;
- 4,8% au titre du prélèvement social et de sa contribution additionnelle ; et
- 2% au titre du prélèvement de solidarité.

Soit un taux global de prélèvements sociaux de 15,5%, la CSG étant déductible, à hauteur de 5,1% du revenu global imposable de l'année de son paiement.

(iii) Autres contributions

L'article 223 sexies du CGI institue à la charge des contribuables passibles de l'impôt sur le revenu une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus applicable lorsque le revenu fiscal de référence du contribuable, en ce inclus les plus-values réalisées par le contribuable concerné, excède certaines limites.

Cette contribution s'élève à :

- 3% pour la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 250.000 et 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction comprise entre 500.000 et 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune ;
- 4% pour la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction supérieure à 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

Il est toutefois précisé que des modalités particulières de calcul sont prévues en cas de perception de revenus exceptionnels.

(b) Cas des BSAAR détenus dans le cadre d'un Plan d'Epargne en Actions (« PEA »)

Les personnes qui détiennent des BSAAR dans un PEA pourront participer à l'Offre.

Conformément aux commentaires administratifs en date du 12 septembre 2012 (BOI-RPPM-RCM-40-50-20-20 n°250, 12-09-2012), les bons ou droits détachés de titres (bons ou droits acquis séparément sur le marché secondaire) sont éligibles au PEA si le titre auquel ils donnent droit est lui-même éligible au PEA.

Sous certaines conditions, le PEA ouvre droit :

- pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu à raison des produits et des plus-values nettes générés par les placements effectués dans le cadre du plan, à condition notamment que ces produits et plus-values soient réinvestis dans le PEA ; et
- au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan. Ce gain net reste soumis à la CSG, à la CRDS, au prélèvement social et aux contributions additionnelles, au taux en vigueur à la date de réalisation du gain.

Les moins-values constatées dans le cadre du PEA ne sont en principe imputables que sur les plus-values réalisées dans le même cadre. Toutefois, (i) en cas de clôture anticipée du PEA avant l'expiration de la cinquième année, ou (ii) sous certaines conditions, en cas de clôture du PEA après l'expiration de la cinquième année lorsque la valeur liquidative du plan (ou la valeur de rachat du contrat de capitalisation) est inférieure au montant des versements effectués sur le PEA depuis sa date d'ouverture, les moins-values éventuellement constatées à cette occasion sont imputables sur les plus-values de cession de valeurs mobilières visées à l'article 150-0 A du CGI et réalisées hors PEA au cours de la même année ou des dix années suivantes.

Les Titulaires de BSAAR 2009 qui détiennent leurs BSAAR dans le cadre d'un PEA sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel sur cette question.

1.2.9.2 *Titulaires de BSAAR 2009 personnes morales résidents fiscaux de France et soumis à l'impôt sur les sociétés*

Les plus-values réalisées et les moins-values subies à l'occasion de la cession des BSAAR dans le cadre l'Offre sont en principe comprises dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés aux taux de droit commun (actuellement 33,1/3%) majoré, le cas échéant, de : (i) la contribution sociale de 3,3% (article 235 ter ZC du CGI), qui s'applique au montant de l'impôt sur les sociétés diminué d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de douze mois et (ii) la contribution exceptionnelle de 5% assise sur le montant de l'impôt sur les sociétés pour les entreprises dont le chiffre d'affaires hors taxes est supérieur à 250.000.000 euros (article 235 ter ZAA du CGI).

Certaines personnes morales sont susceptibles, dans les conditions prévues aux articles 219-I b et 235 ter ZC du CGI, de bénéficier d'une réduction du taux de l'impôt sur les sociétés à 15% dans la limite de 38.120 euros et d'une exonération de la contribution sociale de 3,3%.

Les moins-values réalisées lors de la cession des BSAAR dans le cadre de l'Offre viendront, en principe, en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de la personne morale.

Il est en outre précisé que l'apport des BSAAR à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les Titulaires de BSAAR 2009 dans le cadre d'opérations antérieures.

1.2.9.3 *Titulaires de BSAAR 2009 non-résidents fiscaux français*

Sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, les plus-values réalisées à l'occasion de cession de BSAAR par les personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4B du CGI, ou dont le siège est situé hors de France, sont généralement exonérées d'impôt en France, sous réserve que ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou à une base fixe d'affaires soumis à l'impôt en France.

Les Titulaires de BSAAR 2009 non-résidents fiscaux français sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel afin notamment de prendre en considération l'impact de la convention fiscale applicable et le régime d'imposition en vigueur dans leur pays de résidence fiscale.

1.2.9.4 *Titulaires de BSAAR 2009 soumis à un régime d'imposition différent*

Les Titulaires de BSAAR 2009 soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus et qui participent à l'Offre, notamment les contribuables dont les opérations portant sur les BSAAR dépassent la gestion de portefeuille ou qui ont inscrit ces BSAAR à l'actif de leur bilan commercial, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur propre conseil fiscal.

1.2.9.5 *Taxe sur les transactions financières*

En l'état actuel de la réglementation française, les Titulaires de BSAAR 2009 sont informés que le rachat des BSAAR 2009 est une opération susceptible d'être assujettie à la taxe sur les transactions financières visée à l'article 235 ter ZD du CGI (actuellement au taux de 0,2%) dans la mesure où (i) la société Orpea figure dans l'Arrêté du 11 janvier 2013 (JORF n°0015 du 18 janvier 2013) établissant la liste des sociétés concernées par cette taxe (ii) les BSAAR sont des titres entrant dans le champ de cette taxe (BOI-TCA-FIN-10-10-20121127)

- (iii) l'opération de rachat de BSAAR constitue une acquisition à titre onéreux et
 (iv) l'opération de rachat de BSAAR ne semble pas éligible à une exonération.

1.2.10 Frais et financement de l'Offre

1.2.10.1 Frais de l'Offre

Le montant global des frais supportés par la Société dans le cadre de l'Offre y compris les honoraires et frais de ses conseils financiers, juridiques, commissaires aux comptes, ainsi que les frais de publicité et de courtage, est estimé à environ 460.000 euros (hors taxes).

1.2.10.2 Mode de financement de l'Offre

Le coût de l'acquisition (hors commissions et frais annexes) de la totalité des BSAAR 2009 restant en circulation s'élèverait à un montant maximum de 6,11 millions d'euros.

Ce montant sera financé par des ressources propres de la Société.

1.2.11 Incidence de l'Offre sur l'actionnariat, les comptes et la capitalisation boursière d'Orpea

1.2.11.1 Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote

S'agissant d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur les BSAAR 2009 et non sur des titres de capital, l'Offre n'aura aucune incidence sur la répartition du capital et des droits de vote d'Orpea.

1.2.11.2 Incidence sur les comptes d'Orpea

Les calculs des incidences de l'Offre sur les capitaux propres et les résultats consolidés d'Orpea, qui figurent au tableau ci-après, ont été effectués à partir des comptes consolidés d'Orpea pour l'exercice 2012, sur la base des hypothèses suivantes :

- Rachat de 1 163 399 BSAAR 2009 (soit l'intégralité des BSAAR visés par l'Offre) au prix de 5,25 euros, soit un montant de 6,11 millions d'euros (hors frais)
- Nombre d'actions en circulation au 31 décembre 2012 après neutralisation des actions propres : 52 977 180

M€	Données consolidées au 31 décembre 2012	
	Avant rachat et annulation des BSAAR 2009	Après rachat et annulation des BSAAR 2009
Capitaux Propres part du groupe	1 214	1 208
Endettement Financier net	1 922	1 928
Résultat net part du groupe	97	97
Capitaux propres par action	22,92€	22,80€
Résultat net par action	1,83€	1,83€

1.2.11.3 Incidence sur la capitalisation boursière

S'agissant d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur les BSAAR 2009 et non sur des titres de capital, l'Offre n'aura aucune incidence sur la capitalisation boursière d'Orpea.

1.2.12 Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'Offre

Comme indiqué précédemment, Monsieur Jean-Claude Marian détient directement et indirectement, à la date du présent document, 706.547 BSAAR 2009, représentant 60,73% des BSAAR 2009 restant en circulation. Il s'est engagé à apporter la totalité de ses BSAAR 2009 à l'Offre.

A l'exception de ce qui précède, la Société n'a connaissance, à la date du présent document, d'aucun accord ou engagement susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

2. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE

Les méthodes d'évaluation retenues par la Société assisté de la banque présentatrice dans le cadre de l'analyse multicritères présentée ci-après sont :

- L'analyse des références du cours du BSAAR 2009 sur le marché réglementé de NYSE Euronext
- L'évaluation théorique du BSAAR 2009 fondée sur le modèle binomial de Cox-Ross-Rubinstein

2.1 Rappel des modalités relatives aux BSAAR 2009

Orpea a procédé le 14 août 2009 à l'émission d'obligations à bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires pour un montant de 216 723 234€. Cette émission a fait l'objet d'un prospectus ayant reçu de l'AMF le visa numéro 09-225 en date du 15 juillet 2009.

Les 1 190 787 BSAAR 2009 détachés des obligations ont été admis aux négociations sur le marché réglementé de NYSE Euronext à Paris à l'expiration d'un délai de non cotation de deux années, soit à partir du 15 août 2011.

A la date du présent document, il reste 1 163 399 BSAAR 2009 en circulation donnant lieu potentiellement à l'émission d'un maximum 1 235 529 actions Orpea, sur la base de la parité d'exercice de 1,062 action pour 1 BSAAR 2009, soit l'équivalent de 2,33% du capital de la Société.

Principales caractéristiques des BSAAR 2009

Code ISIN	FR0010781021
Prix d'exercice	37,90 euros
Parité d'exercice	A la suite de l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription d'un montant de 203M€ réalisée en novembre 2011, la parité d'exercice des BSAAR 2009 a été ajustée. Depuis le 8 décembre 2011, un BSAAR 2009 donne le droit de souscrire à et/ou d'acquérir, au choix de la Société, 1,062 action nouvelle ou existante de la Société
Période d'exercice	Du 14 août 2011 jusqu'au 14 août 2015 inclus
Échéance	14 août 2015
Remboursement anticipé à 0,01 euro	Au gré de la Société, si la moyenne arithmétique, calculée sur 20 jours de bourse consécutifs parmi les 40 qui précèdent la parution de l'avis de remboursement anticipé, des produits des premiers cours cotés de l'action de la Société constatés sur Euronext Paris et de la parité d'exercice en vigueur à chaque date, excède 56,90 euros, soit environ 150% du prix d'exercice des BSAAR 2009
Nombre d'actions susceptibles d'être émises par exercice de la totalité des BSAAR 2009 en circulation	1 163 399 BSAAR 2009 donneraient lieu à l'émission de 1 235 529 actions représentant 2,33% du capital et 1,82% des droits de vote de la Société sur la base du nombre d'actions composant le capital social à la date du présent document
Rachat des BSAAR 2009 au gré de la Société en bourse ou hors bourse ou par offre publique	Possible à tout moment, sans limitation de prix ni de quantité
Restrictions imposées à la libre cessibilité des BSAAR 2009	Jusqu'au 14 août 2011 inclus, les BSAAR 2009 n'étaient pas cessibles par les acquéreurs des BSAAR
Ajustement en cas de distribution d'un excédent de dividende	La parité d'exercice est ajustée en cas de distribution d'un excédent de dividende, c'est-à-dire lorsqu'au cours d'un même exercice social de la Société le rendement total (calculé à partir du CPMV 3 jours précédant le détachement de chaque dividende) de l'action Orpea excède 2,0%
Cotation des BSAAR 2009	Les BSAAR 2009 ont été admis aux négociations sur le marché réglementé de NYSE Euronext à Paris à partir du 15 août 2011

2.2 Analyse des références de cours du BSAAR 2009

L'analyse des cours a été menée jusqu'au 5 juillet 2013, soit le dernier jour de cotation du BSAAR 2009 avant l'annonce du projet d'Offre, le 9 juillet, à l'occasion de l'émission d'ORNANE.

Compte tenu de la faible liquidité du BSAAR 2009, la pertinence de l'analyse du cours de bourse est relativement limitée, pour autant, celle-ci demeure une référence qui ne peut être ignorée du point de vue des porteurs minoritaires.

L'analyse des volumes a quant à elle été menée jusqu'au 8 juillet 2013, soit la dernière séance de bourse avant l'annonce du projet d'Offre, séance au cours de laquelle aucun échange n'a été enregistré.

Les volumes de BSAAR 2009 échangés sur le marché réglementé de NYSE Euronext sont présentés ci-après :

Au 8 juillet 2013	1 mois	3 mois	6 mois	9 mois	12 mois	Depuis le 15 août 2011
Volume quotidien moyen (titres)	527	536	590	556	491	339
Volume quotidien moyen en % des BSAAR totaux ¹	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,04%	0,03%
Volume quotidien moyen en % du flottant des BSAAR ²	0,12%	0,12%	0,13%	0,12%	0,11%	0,07%
Volumes cumulés (titres)	11 058	34 319	74 880	105 049	125 141	164 826
Volumes cumulés en % des BSAAR totaux ¹	1,0%	2,9%	6,4%	9,0%	10,8%	14,2%
Volumes cumulés en % du flottant des BSAAR ²	2,4%	7,5%	16,4%	23,0%	27,4%	36,1%
Volume quotidien minimum (titres)	0	0	0	0	0	0
Volume quotidien maximum (titres)	3 355	3 480	4 135	9 755	9 755	11 404
Nombre de séances actives par rapport au nombre de jours de bourse	76%	75%	79%	79%	73%	69%

Source : Datastream au 8 juillet 2013

¹ Nombre de BSAAR 2009 en circulation à la date du présent document, soit 1 163 399 titres

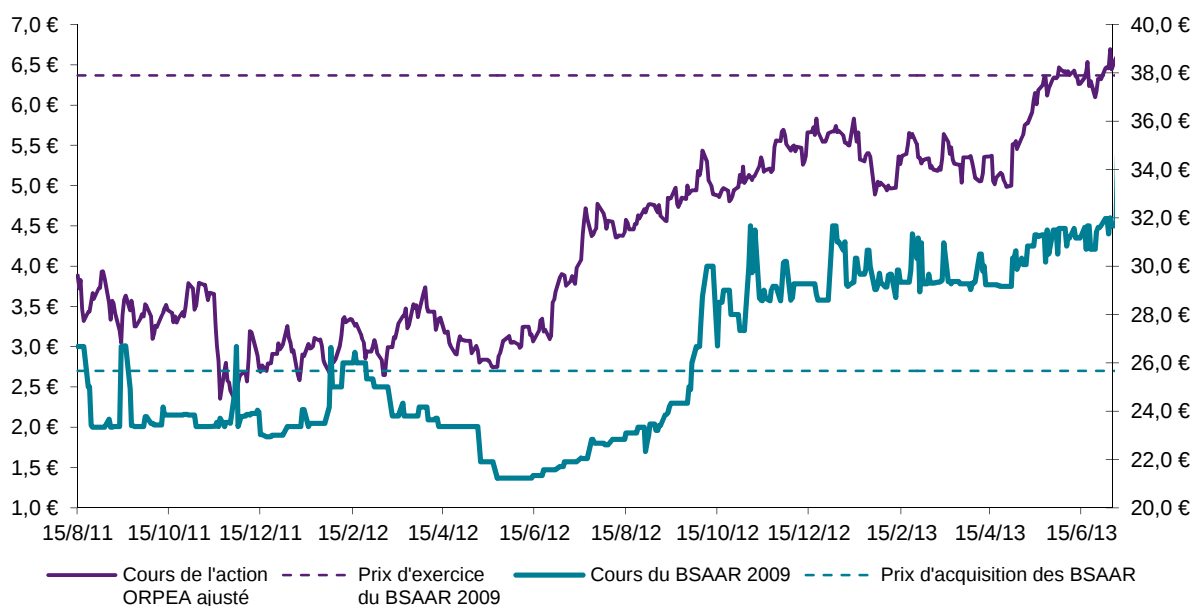
² Le flottant des BSAAR 2009 est défini comme le nombre total de BSAAR 2009 en circulation à la date du présent document auquel est retraité le nombre de BSAAR 2009 détenu par Monsieur Jean-Claude Marian

Note : les volumes quotidiens moyens incluent les jours où les volumes effectivement constatés sur Euronext ont été nuls

Depuis l'admission à la cotation des BSAAR 2009, la liquidité offerte par le marché est limitée : en moyenne et depuis un an, il s'est échangé quotidiennement environ 491 BSAAR 2009.

Le marché n'offre pas une liquidité quotidienne aux porteurs, depuis son admission le BSAAR 2009 a fait l'objet d'échanges seulement dans une proportion de 69 séances sur 100 possibles.

Le graphique ci-dessous présente l'évolution du cours de l'action Orpea et du BSAAR 2009 depuis le 15 août 2011 :



Source : Euronext, Datastream au 5 juillet 2013

Note : le cours de l'action Orpea ajusté correspond au produit du cours de l'action Orpea et de la parité d'exercice du BSAAR 2009

L'analyse des références de cours de bourse a été menée au 5 juillet 2013, soit le dernier jour de cotation du BSAAR 2009 avant l'annonce du principe de l'opération.

Au 5 juillet 2013	Prix de l'action Orpea	Prix du BSAAR 2009	Prime /(Décote) induite par le prix de l'Offre
Cours de clôture le 5 juillet 2013	35,915 €	4,500 €	16,7%
CMPV 5 jours	36,124 €	4,592 €	14,3%
CMPV 1 mois	35,674 €	4,414 €	18,9%
CMPV 3 mois	34,418 €	4,313 €	21,7%
CMPV 6 mois	33,078 €	4,098 €	28,1%
CMPV 9 mois	32,864 €	4,015 €	30,8%
CMPV 12 mois	32,343 €	3,810 €	37,8%
Plus haut depuis 12 mois	36,700 €	4,600 €	14,1%
Plus bas depuis 12 mois	27,340 €	1,610 €	226,1%
Plus haut depuis le 15 août 2011	36,700 €	4,600 €	14,1%
Plus bas depuis le 15 août 2011	23,660 €	1,300 €	303,8%

Source : Euronext, Datastream au 5 juillet 2013

CMPV : Cours Moyen Pondéré par les Volumes

Le prix de l'Offre fait ressortir une prime de 16,7% par rapport au dernier cours coté du BSAAR 2009, avant l'annonce du principe de l'opération.

Le prix de l'Offre fait également ressortir une prime de respectivement 14,3% et 37,8% par rapport à la moyenne des cours pondérés par les volumes de transactions sur 5 jours et sur 12 mois, avant l'annonce du principe de l'opération.

2.3 **Evaluation théorique du BSAAR 2009 fondée sur le modèle binomial de Cox-Ross-Rubinstein**

La valeur théorique des BSAAR 2009 peut être déterminée en utilisant le modèle binomial fondé sur les travaux de Cow, Ross et Rubinstein.

Les hypothèses suivantes ont été retenues pour la valorisation des BSAAR 2009

- **Références de cours de l'action Orpea :**

Trois références de cours ont été retenues pour la valorisation du BSAAR 2009, le cours de l'action Orpea au 28 août 2013 à la clôture du marché Euronext, les cours moyens pondéré par les volumes sur le mois et sur les cinq jours précédents le 28 août 2013.

- **Dividendes versés par la Société :**

Pour les prévisions de dividendes futurs, les données de consensus Datastream I/B/E/S au 28 août 2013 ont été retenues. Le consensus anticipe le versement d'un dividende de 0,70€ en 2014 au titre de l'exercice 2013 et de 0,80€ en 2015 au titre de l'exercice 2014. L'évaluation théorique prend en compte l'ajustement de la parité d'exercice si le rendement de l'action Orpea excède 2,0%.

- **Références de volatilité de l'action Orpea :**

Plusieurs références de volatilité ont été retenues pour la valorisation du BSAAR 2009 :

- La volatilité historique de l'action Orpea sur différents horizons : 100 jours, 1 an, 2 ans et 3 ans

Au 28 août 2013	Périodes de référence			
	100 jours	1 an	2 ans	3 ans
Volatilité historique	16,9%	17,7%	21,3%	20,8%

- Les volatilité implicites, induites par les cours au 28 août 2013 des deux souches convertibles Orpea.

Principales caractéristiques des OCEANE 2016

Maturité	1 ^{er} janvier 2016
Nominal	44,23 euros
Coupon	3,875%
Protection des porteurs en cas de versement de dividende	Ajustement du ratio de conversion contre tout versement de dividende
Ratio de conversion actuel	1,107 action Orpea pour 1 OCEANE
Clause de forçage (<i>Soft-call</i> émetteur)	A partir du 15 janvier 2014, en cas de franchissement par l'action Orpea du seuil de 130% du nominal
Cours au 28 août 2013	49,34 euros

Principales caractéristiques des ORNANE 2020

Maturité	1 ^{er} janvier 2020
Nominal	46,56 euros
Coupon	1,750%
Protection des porteurs en cas de versement de dividende	Ajustement du ratio de conversion contre tout versement de dividende
Ratio de conversion actuel	1,017 action Orpea pour 1 ORNANE
Clause de forçage (<i>Soft-call</i> émetteur)	A partir du 1 ^{er} février 2017, en cas de franchissement par l'action Orpea du seuil de 130% du nominal
Cours au 28 août 2013	46,68euros

La tableau ci-dessous indique les niveaux de volatilité implicite induite par les cours des deux souches convertibles sur la base des paramètres de marché et de marge de crédit Orpea au [21] août 2013 :

Au 28 août 2013	OCEANE 2016	ORNANE 2020
Volatilité implicite	23,0%	25,2%

- Taux sans risque :

Le taux sans risque retenu est le taux swap euro, celui-ci a fait l'objet d'une interpolation afin d'être conforme à la maturité des BSAAR 2009, le 14 août 2015.

Au 28 août 2013, le taux swap interpolé à 2 ans est de 0,63%.

- Taux de prêt-emprunt de titres

Pour ce calcul, le taux de prêt-emprunt de titres représente la marge annuelle au dessus de l'Euribor acquittée à l'actionnaire prêteur de titres Orpea au cours d'une transaction de prêt-emprunt de titres Orpea.

La marge de prêt-emprunt sur l'action Orpea retenue est de 50bps.

- Parité d'exercice des BSAAR 2009

La parité d'exercice des BSAAR 2009 a été ajustée en décembre 2011 afin de tenir compte du détachement du droit préférentiel de souscription dans le cadre de l'augmentation de capital de 203M€.

La parité d'exercice est égale à 1,062 action Orpea pour 1 BSAAR 2009.

- Clause de forçage

Cette clause de forçage peut être activée par la Société si le cours de l'action Orpea atteint 56,90€ d'ici l'échéance du BSAAR 2009. La valeur de cette clause peut être approchée en considérant que celle-ci correspond à l'achat par la société d'un *call* d'échéance 14 août 2015 et de prix d'exercice 56,90€.

Ainsi, le BSAAR 2009 peut être valorisé comme un *call spread*, c'est-à-dire, le prix d'un *call* dont le prix d'exercice est de 37,90€ et de maturité 14 août 2015 diminué du prix d'un *call* dont le prix d'exercice est de 56,90€ de maturité identique.

Le tableau ci-dessous présente les valeurs théoriques du BSAAR 2009 en fonction du cours de l'action Orpea et des références de volatilité de l'action Orpea :

Au 28 août 2013		Volatilité historique				Volatilité implicite	
		100 jours	1 an	2 ans	3 ans	OCEANE 2016	ORNANE 2020
		16,90%	17,7%	21,3%	20,8%	23,0%	25,2%
Cours de l'action Orpea	Clôture 35,190€	2,77€	2,89€	3,37€	3,31€	3,56€	3,77€
	CMPV 5 jours 35,220€	2,79€	2,91€	3,39€	3,33€	3,57€	3,78€
	CMPV 1 mois 35,639€	3,00€	3,12€	3,58€	3,52€	3,76€	3,96€

CMPV : Cours Moyen Pondéré par les Volumes

2.4 Synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre

Références de cours sur Euronext	Au 5 juillet 2013	Prix du BSAAR 2009	Prime /(Décote) induite par le prix de l'Offre
	Cours de clôture le 5 juillet 2013	4,500 €	16,7%
	CMPV 5 jours	4,592 €	14,3%
	CMPV 1 mois	4,414 €	18,9%
	CMPV 3 mois	4,313 €	21,7%
	CMPV 6 mois	4,098 €	28,1%
	CMPV 9 mois	4,015 €	30,8%
	CMPV 12 mois	3,810 €	37,8%
	Plus haut depuis 12 mois	4,600 €	14,1%
	Plus bas depuis 12 mois	1,610 €	226,1%
Valorisation théorique	Au 28 août 2013	Prix du BSAAR 2009	Prime /(Décote) induite par le prix de l'Offre
	Minimum	2,77 €	89,5%
	Maximum	3,96 €	32,6%
	Moyenne	3,35 €	56,7%

CMPV : Cours Moyen Pondéré par les Volumes

3. **RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT**

■ **RAPPORT SUR L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE DES BSAAR ORPEA**

ASSOCIÉS *en* FINANCE

29 août 2013

■ OBJET

La société Orpea (la « Société ») a émis le 14 août 2009 pour un montant de 216.7 millions d'euros (M euros) des Obligations à Bons de Souscription et/ou d'Acquisition d'Actions Remboursables (ci-après « OBSAAR ») avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription (ci-après les « DPS ») des actionnaires.

Ces OBSAAR avaient fait l'objet d'engagements de souscription par des Etablissements Bancaires.

Ceux-ci étaient subordonnés à l'engagement irrévocable de l'Actionnaire Principal, via sa société FORINVEST, de leur racheter, à la date de règlement/livraison des OBSAAR, au prix unitaire de 2,7 euros, le solde des BSAAR détachés des OBSAAR souscrites par les Etablissements Bancaires et non acquis, dans les conditions mentionnées à l'alinéa précédent, par les Cédants de DPS.

Par ailleurs, la société FORINVEST proposait à des cadres et mandataires sociaux de sociétés du groupe Orpea d'acquérir des BSAAR au prix unitaire de 2,7 euros.

Les BSAAR ont été admis aux négociations sur NYSE EURONEXT à Paris le 14 août 2011.

L'Actionnaire Principal a déclaré auprès de l'AMF le 15 décembre 2011 détenir 706 547 BSAAR soit 59.33% des BSAAR émis.

Le 9 juillet 2013, Orpea a procédé à une émission d'ORNANE d'un montant de 198.4 millions d'euros à échéance du premier janvier 2020 et annoncé conjointement son intention de mettre en œuvre un projet de rachat des BSAAR sous la forme d'une Offre Publique d'Achat Simplifiée (l'OPAS).

Le Conseil d'administration de la société Orpea a, dans sa séance du 29 août 2013, décidé d'arrêter les termes définitifs d'une OPAS portant sur les 1 163 399 BSAAR encore en circulation au prix de 5.25 euros par BSAAR, étant précisé que l'Actionnaire Principal n'a pas pris part aux délibérations et au vote.

La société Orpea a demandé à Associés en Finance, expert indépendant des parties et nommé le 26 juillet 2013, d'attester l'équité du prix de rachat des BSAAR en procédant à leur évaluation. En effet, Associés en Finance n'entretient aucun lien juridique, capitalistique ou de dépendance économique avec Orpea et ses actionnaires, ni n'a effectué de mission de nature à le mettre en position de conflit d'intérêt pour l'appréciation de cette opération. Ce rapport constitue un rapport d'expertise indépendante au sens du Titre VI / Livre II du Règlement Général de l'AMF, du fait des potentiels conflits d'intérêt engendrés par l'opération.

La seule opération réalisée avec la société a été l'attestation du caractère équitable du prix de cession des BSAAR à leur émission en août 2009.

■ **PRESENTATION DE L'EXPERT**

Associés en Finance, société indépendante détenue par ses associés personnes physiques, est sans conflit d'intérêt dans ses domaines d'intervention. Elle a une expérience de plus de trente ans dans les systèmes d'information, d'évaluation de sociétés et les modèles de valorisation. Associés en Finance a développé et entretient un modèle d'évaluation, TRIVAL, et dispose donc de bases de données propriétaires. TRIVAL s'appuie sur des analyses fondamentales. Il détermine pour chacune des 490 sociétés suivies, un taux de rentabilité interne par actualisation d'excédents de trésorerie, un niveau de risque anticipé et une mesure de la liquidité du titre en bourse. Cette analyse est réalisée par une équipe d'une douzaine d'analystes financiers, constituant le bureau d'études indépendant d'Associés en Finance.

Depuis 1994, Associés en Finance a élargi ses activités à des missions d'expertise, en s'appuyant sur la qualité de ses bases de données européennes, sur l'expertise de ses collaborateurs et de son réseau de consultants, et sur son indépendance. Elle a effectué de nombreuses missions de conseil et d'expertises indépendantes, dont plus de quatre-vingt portant sur des opérations publiques de marché. Leur liste est consultable sur le site internet de la société www.associes-finance.com. Elle intervient aussi largement dans des missions d'évaluation, d'expertise et de conseil dans des opérations non publiques, notamment l'évaluation d'instruments financiers.

Au cours des 24 derniers mois, Associés en Finance est intervenu en qualité d'expert indépendant au titre de l'offre publique d'achat initiée par Match.com Europe Limited sur les actions de Meetic, sur l'offre mixte initiée par Carrefour sur les actions Guyenne et Gascogne et sur l'OPR-RO de la Banque des Antilles initiée par le Groupe BPCE.

Associés en Finance n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général. Les compétences et l'expérience dont Associés en Finance dispose en matière d'analyse et d'évaluation financière ainsi que les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité, préalable à la fois exigeant et indépendant requis par ce type de mission.

Bertrand Jacquillat, Président Directeur Général et Co-Fondateur d'Associés en Finance, a enseigné dans de nombreuses universités. Professeur aux Universités de Berkeley, Stanford et Visiting Fellow, Hoover Institution, Professeur à HEC, aux Universités de Lille et de Paris Dauphine (1969-1999). Il est Professeur des Universités à Sciences Po Paris depuis 1999. Vice-Président du Cercle des Economistes, auteur et/ou co-auteur de plus d'une cinquantaine d'articles scientifiques et de nombreux ouvrages, il a dirigé les Cahiers du Cercle des

Economistes en 2007, 2009 et 2010. Il est également administrateur de Klépierre et des Presses Universitaires de France.

Daniel Beaumont est Directeur Général Délégué d'Associés en Finance, Co-Responsable des missions de conseils réalisées. Il supervise également l'équipe d'analystes lors de l'alimentation de la base de données financières prévisionnelles TRIVAL®. Il est Président de la Société Française des Evaluateurs. Il a occupé de nombreux postes de responsabilité au sein d'établissements financiers. Il est diplômé d'HEC.

Catherine Meyer, Associée, est analyste et Responsable transversale de la Formation et du contrôle qualité des travaux réalisés par la société. Elle est diplômée d'HEC et membre de la SFAF.

L'équipe dédiée à cette mission comprenait en outre deux analystes, Pierre Charmion et Stéphanie Milacic, diplômés du Master Gestion d'actifs de l'université Paris-Dauphine et disposant d'une expérience de plus de deux ans dans l'analyse et l'expertise.

Les honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'offre) se sont élevés à 25 000 € HT.

Nos diligences ont consisté principalement en :

- *L'examen des documents publics mis à notre disposition par la société et/ou ses conseils :*
 - *le détail des cotations de l'action Orpea et du BSAAR*
 - *les opérations sur le capital de la société ayant eu lieu depuis l'émission des BSAAR*
 - *la note d'information concernant l'émission des BSAAR*
 - *la note d'information concernant l'émission de l'ORNANE*
 - *la note d'information concernant l'émission de l'OCEANE*
 - *les comptes annuels et documents de référence de la société depuis 2005*
 - *les éléments d'appréciation du prix de l'OPAS par l'établissement présentateur de l'offre*
- *L'appréciation de la valorisation des BSAAR et des conséquences financières de leur rachat reposant sur :*
 - *la valorisation des BSAAR réalisée à leur émission*
 - *l'analyse des travaux de valorisation des BSAAR effectués par Natixis*
 - *la valorisation des BSAAR selon deux méthodes (méthode binomiale et Black & Scholes)*
 - *l'analyse des transferts de richesse induits par le rachat des BSAAR*
 - *l'analyse de l'impact de l'OPAS sur la valorisation de la société dans le modèle Trival*

Dans le cadre de nos travaux, nous avons été amenés à échanger des informations avec :

- Yves Le Masne, Directeur Général d'Orpea, et Yamina Emmungil, Directrice Juridique d'Orpea
- Xavier Hennequin, Responsable de l'origination Equity Linked chez Natixis, et Alexis Bauza, Vice-Président de l'Equity Capital Market chez Natixis

I. INTRODUCTION

A l'émission, les principales caractéristiques des BSAAR étaient les suivantes:

▪ Code ISIN	▪ FR0010781021
▪ Maturité	▪ 6 ans
▪ Parité	▪ 1 bon pour 1 action
▪ Prix d'exercice	▪ 37.9 euros
▪ Seuil de forçage	▪ 56.9 euros
▪ Nombre de BSAAR émis	▪ 1 191 942
▪ Période d'incessibilité et de non exerçabilité	▪ 2 ans à partir du 15 août 2009
▪ Période d'exercice sans clause de forçage	▪ 1 an à partir du 15 août 2011
▪ Période d'exercice avec clause de forçage	▪ 3 ans à partir du 15 août 2012
▪ Cotation des BSAAR	▪ Les BSAAR sont cotés sur le marché NYSE Euronext Paris depuis le 14 août 2011

Le 8 décembre 2011, Orpea a réalisé une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires. La parité d'exercice a été ajustée conformément aux modalités des BSAAR. A compter de cette date, chaque BSAAR permet de souscrire 1.062 action au prix de 37.90 euros.

Au 28 août 2013, la durée de vie restante du BSAAR est de 1.96 années, 1 163 399 BSAAR sont encore en circulation. Les bons peuvent être exercés à tout moment et sont actuellement proches de la monnaie après prise en compte de la parité d'exercice.

La société se propose de racheter les BSAAR en circulation au prix de 5.25 euros par BSAAR et de les annuler, afin de supprimer la dilution potentielle liée à leur exercice désormais probable et offrir de la liquidité à l'ensemble des porteurs de bons.

II. L'ACTION SOUS-JACENTE

Les comptes passés

ORPEA est un acteur européen de référence dans la prise en charge de la dépendance permanente (maisons de retraites) et temporaire (soins de suite et psychiatrie). Le développement de la société, initialement axé sur la dépendance permanente, a été complété par celui de la dépendance temporaire pour répondre à l'ensemble des besoins. Aujourd'hui, le groupe dispose d'un parc de 431 établissements et de 40 374 lits.

En 2010, Orpea a annoncé l'acquisition de 100% du groupe Mediter et d'une participation de 49% dans le groupe Medibelge. Le groupe est ensuite devenu propriétaire en 2012 de 100% de Medibelge, suite à l'exercice d'une option d'achat sur les 51% restants. En 2012, Orpea a également procédé à l'acquisition d'Artevida, société présente sur le marché de la dépendance en Espagne.

Sur l'exercice 2012, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 1 429 M euros, en hausse de +15.8% dont +8.2% en organique, grâce au maintien de taux d'occupation élevés dans ses établissements arrivés à maturité. Aujourd'hui, Orpea réalise 86% de son chiffre d'affaires en France et 14% à l'international (Belgique, Espagne, Italie et Suisse).

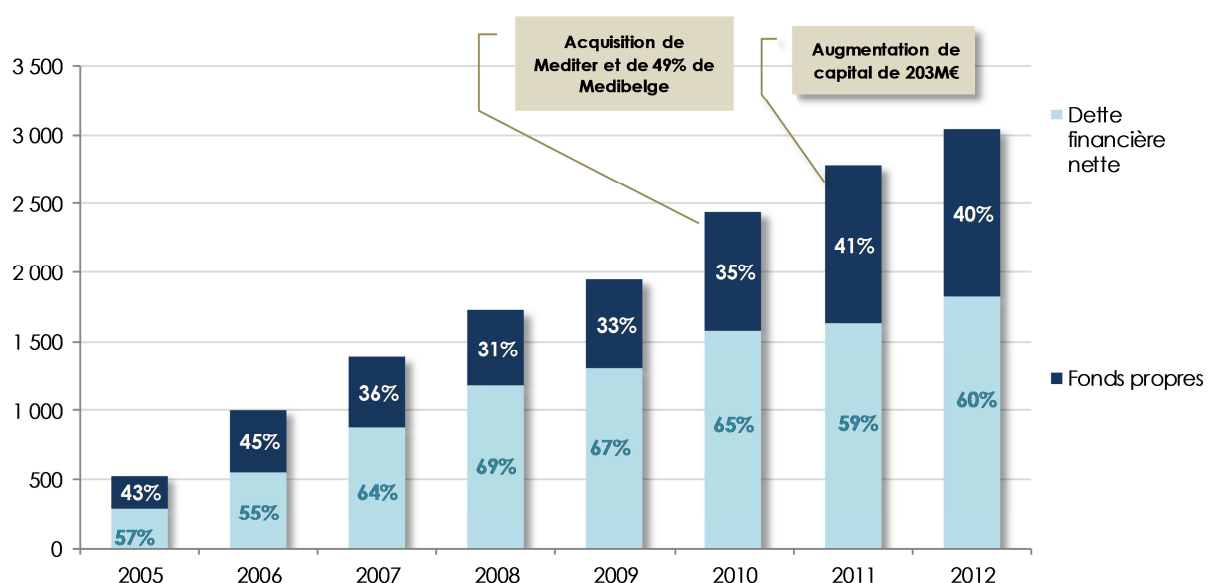
Entre 2008 et 2012, le chiffre d'affaires du groupe a doublé pour atteindre plus d'un milliard d'euros. La croissance a été très soutenue sur ces dernières années, grâce aux opérations de croissance externe d'importance. La croissance organique a bénéficié de l'arrivée à maturité du parc.

Année	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Chiffre d'affaires	310	415	545	702	843	964	1 234	1 429
<i>Var. %</i>		<i>34%</i>	<i>31%</i>	<i>29%</i>	<i>20%</i>	<i>14%</i>	<i>28%</i>	<i>16%</i>
<i>Dont croissance organique</i>		<i>14.4%</i>	<i>11.0%</i>	<i>13.4%</i>	<i>11.1%</i>	<i>8.7%</i>	<i>8.5%</i>	<i>8.2%</i>
Résultat opérationnel	44	56	72	95	115	130	163	194
<i>Marge opérationnelle</i>	<i>14%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>14%</i>	<i>14%</i>	<i>13%</i>	<i>13%</i>	<i>14%</i>

Année	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Fonds propres	233	457	501	541	642	865	1 152	1 214
Dettes financières nettes	311	565	897	1 195	1 318	1 590	1 642	1 840

Note : Ecarts par rapport au reporting groupe : dans le modèle Trival d'Associés en Finance, la dette nette est hors actifs destinés à être cédés et après prise en compte des provisions pour retraites et engagements assimilés

Evolution de la structure financière d'Orpéa - 2005/2012



Au 1er semestre 2013, le chiffre d'affaires d'Orpéa est en hausse de +14.3% par rapport au premier semestre 2012 dont +7.1% en organique.

La stratégie de développement d'Orpéa à moyen terme vise à poursuivre ses opérations de croissance externe à l'international à la fois en Europe et en Chine, zones qui doivent faire face au vieillissement de leur population. Pour l'exercice 2013, le groupe Orpéa a maintenu un objectif de chiffre d'affaires de 1,6 milliard d'euros, ce qui correspond à une croissance implicite de +12%.

Historique de cours de l'action ORPEA et du BSAAR

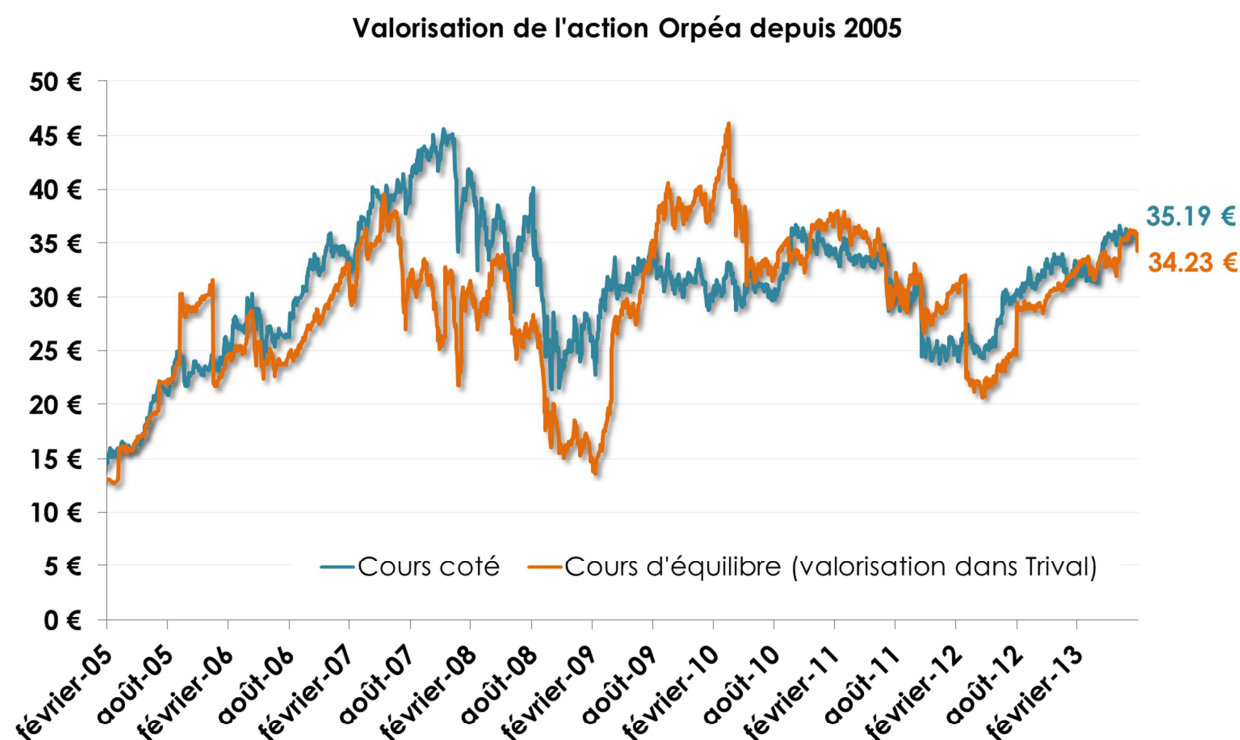
Le cours de l'action ORPEA et sa valorisation dans TRIVAL

L'action ORPEA est éligible au SRD du marché NYSE Euronext Paris sous le code ISIN FR0000184798.

La valeur Orpea est suivie dans le modèle TRIVAL depuis janvier 2005.

Trival est un modèle propriétaire développé par Associés en Finance depuis 2001 qui met en perspective la rentabilité attendue sur le titre (obtenue par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels disponibles pour les actionnaires) avec le risque et la liquidité de celui-ci.

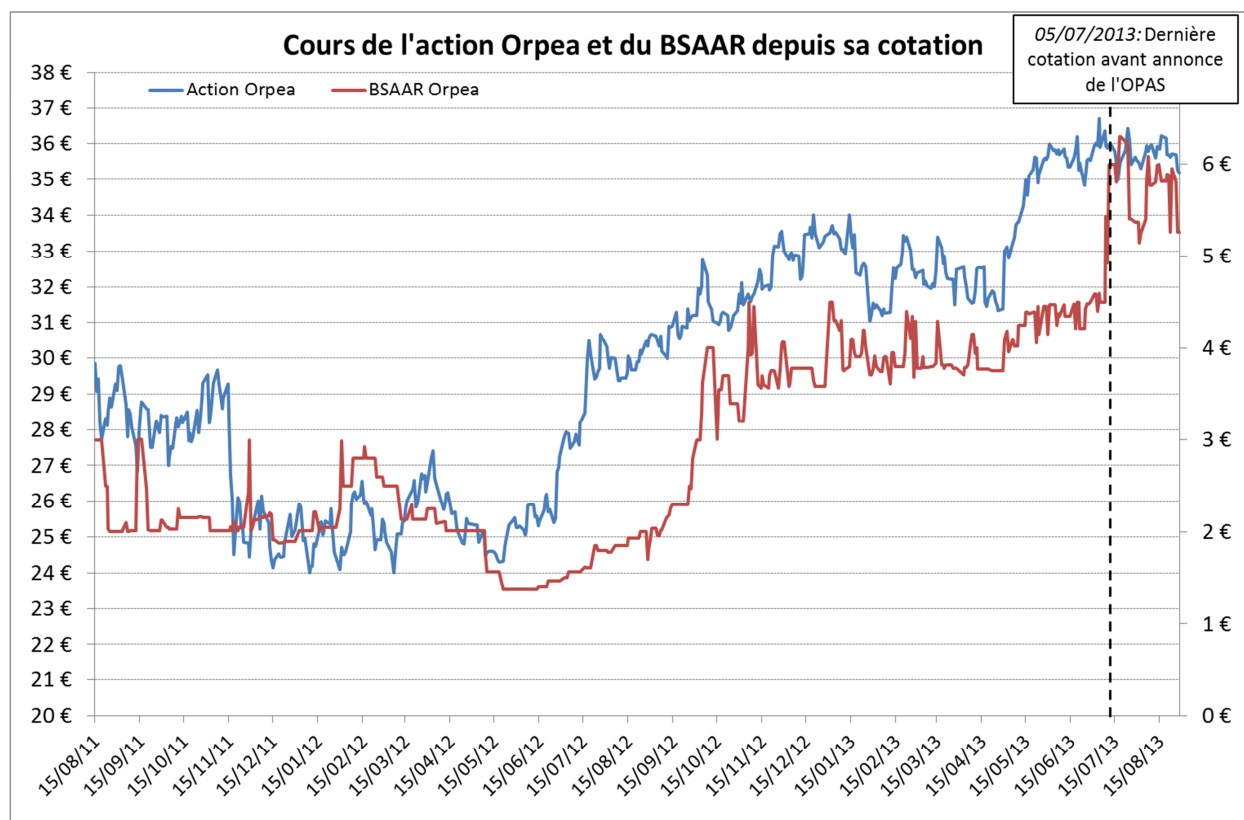
En ce qui concerne Orpea, la croissance 2012-2016 dans Trival est estimée à 8.5%, cohérente avec les estimations de croissance organique de la société (7/8%).



Au 28 août 2013, le titre Orpea apparaît à l'équilibre dans le modèle TRIVAL, avec un écart de 2.8% entre le cours coté (35.19 euros) et son cours d'équilibre (34.23 euros). Le cours retenu pour la valorisation de l'option constitue une référence pertinente, puisqu'il intègre des anticipations de croissance et de rentabilités conformes aux prévisions délivrées par la société.

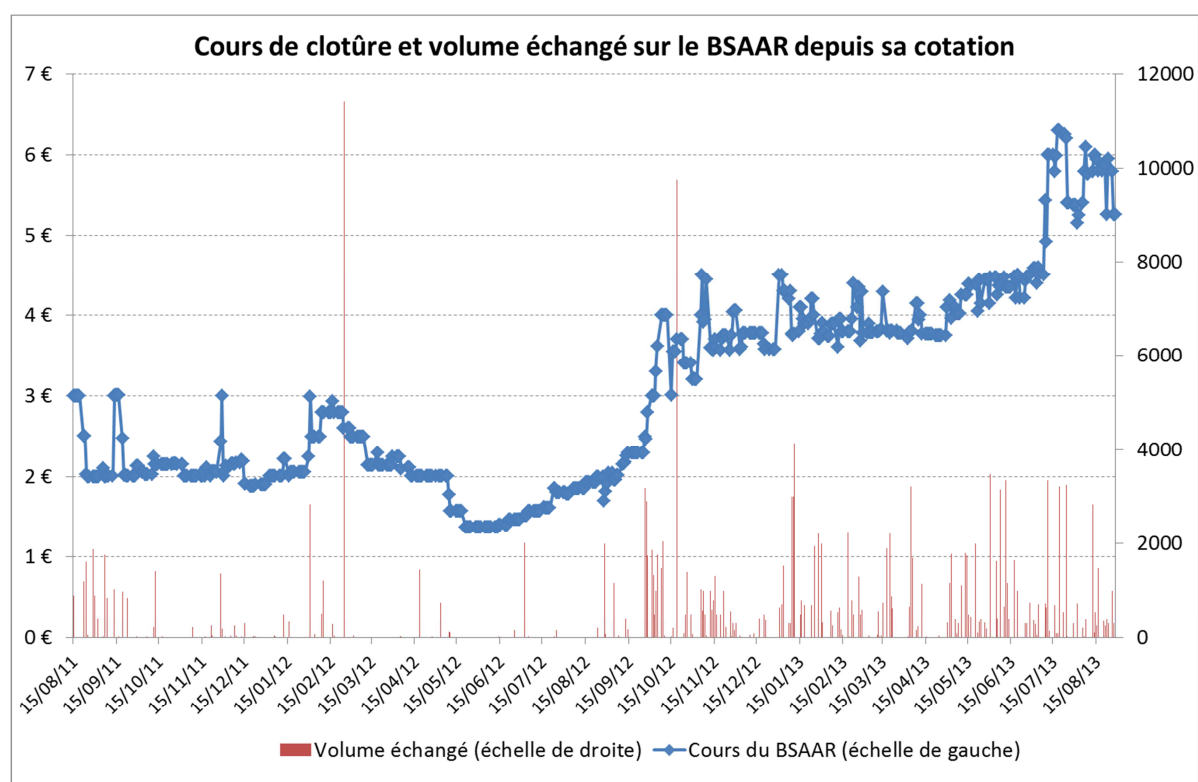
Le cours du BSAAR

Le cours du BSAAR Orpea depuis sa cotation le 14 août 2011 a évolué comme suit :



Depuis le 9 juillet 2013 et l'annonce de l'intention de la société de racheter les BSAAR, le cours de ces derniers a largement franchi son plus haut historique de 4.60 euros pour évoluer aux alentours des 6 euros. Le 28 août 2013, le BSAAR cotait 5.26 euros.

Les cours et les volumes échangés du BSAAR ont évolué comme suit :



Echanges et cotation du BSAAR depuis fin avril 2013 :

DATE	PRIX	VOLUME	DATE	PRIX	VOLUME	DATE	PRIX	VOLUME
F 8/28	5.26	1350	F 8/ 9			F 7/19	6.30	3222
T 8/27	5.26	301	T 8/ 8	5.77	2	T 7/18	6.30	100
M 8/26	5.80	1000	W 8/ 7	6.09	395	W 7/17	5.99	94
F 8/23	5.95	300	T 8/ 6	5.80	25	T 7/16	5.80	700
T 8/22	5.26	393	M 8/ 5	5.40	207	M 7/15		
W 8/21	5.88	254	F 8/ 2	5.25	6	F 7/12	6.00	136
T 8/20	5.89	361	T 8/ 1	5.15	743	T 7/11	6.00	3350
M 8/19			W 7/31	5.37	1	W 7/10	4.92	654
F 8/16	5.81	1473	T 7/30	5.37	10	T 7/ 9	5.43	732
T 8/15	5.94	252	M 7/29	5.37	312	M 7/ 8		
W 8/14	6.00	550	F 7/26			F 7/ 5	4.50	3
T 8/13	5.99	113	T 7/25	5.40	18	T 7/ 4	4.60	721
M 8/12	5.80	2834	W 7/24	6.20	3241	W 7/ 3	4.40	55
			T 7/23			T 7/ 2	4.59	298
			M 7/22	6.25	551	M 7/ 1	4.59	377

Source Bloomberg

DATE	PRIX	VOLUME	DATE	PRIX	VOLUME	DATE	PRIX	VOLUME
F 6/28	4.50	750	F 6/ 7	4.35	3148	F 5/17	4.37	457
T 6/27			T 6/ 6	4.37	6	T 5/16		
W 6/26	4.48	300	W 6/ 5	4.25	427	W 5/15	4.39	502
T 6/25	4.43	300	T 6/ 4	4.47	1630	T 5/14	4.25	1750
M 6/24			M 6/ 3			M 5/13	4.25	1800
F 6/21	4.21	3	F 5/31	4.47	3480	F 5/10	4.25	1116
T 6/20			T 5/30	4.15	12	T 5/ 9		
W 6/19	4.50	1000	W 5/29			W 5/ 8	4.02	312
T 6/18	4.21	6	T 5/28	4.45	198	T 5/ 7	4.02	88
M 6/17	4.48	1650	M 5/27	4.45	315	M 5/ 6	4.10	410
F 6/14			F 5/24	4.15	409	F 5/ 3	3.96	1781
T 6/13	4.35	405	T 5/23	4.45	335	T 5/ 2	4.19	1166
W 6/12	4.35	1160	W 5/22	4.05	101	W 5/ 1		
T 6/11	4.35	3355	T 5/21			T 4/30	4.10	330
M 6/10	4.47	675	M 5/20	4.39	2000	M 4/29		

Source Bloomberg

Avant l'annonce du projet d'OPAS le 9 juillet 2013, le cours du BSAAR cotait 4.50 euros et avait atteint son maximum de 4.60 euros le 4 juillet 2013. Il a bondi à 5.43 euros au moment de l'annonce, atteignant jusqu'à 6.30 euros les 18 et 19 juillet 2013.

Les volumes échangés sur le BSAAR demeurent extrêmement faibles : au 28 août 2013, au cours des 60 dernières séances de bourse, des échanges sur le BSAAR se sont déroulés lors de 83% des séances pour un volume moyen quotidien de 758 BSAAR, soit 0.17% du flottant des BSAAR. Pour ce qui est de la période précédant l'annonce de l'opération, lors des 60 séances de bourse précédant le 9 juillet 2013, des échanges sur le BSAAR se sont déroulés lors de 75% des séances pour un volume moyen quotidien de 757 BSAAR, soit 0.17% du flottant des BSAAR. L'annonce de l'opération n'a donc pas eu d'influence particulière sur les volumes échangés.

Au 28 août 2013, la moyenne sur 60 jours des cours pondérés des volumes échangés du BSAAR s'établit à 5.25 euros.

III. PARAMETRES D'APPLICATION ET VALORISATION THEORIQUE

Deux méthodes sont retenues afin de valoriser le BSAAR, le modèle de Black & Scholes et le modèle binomial. Le modèle binomial permet de prendre en compte l'exercabilité du BSAAR dès le 15 août 2011 et pas seulement à l'échéance (option de type américaine).

Cette spécificité est d'autant plus intéressante que le remboursement du BSAAR et son exercice peuvent être forcés à l'initiative de la société, dans le cas où le cours de l'action Orpea multiplié par la parité d'exercice dépasserait 56.90 euros (soit un cours de l'action Orpea de 53.58 euros compte tenu de la parité d'exercice de 1.062).

Les modèles d'évaluation utilisés nécessitent la détermination des paramètres suivants :

- Le prix de l'action sous-jacente
- Le prix d'exercice des BSAAR
- La clause de forçage
- Le taux d'intérêt sans risque
- Le taux de rendement et le taux de prêt-emprunt de titres
- La volatilité
- La dilution liée à la création d'actions nouvelles par l'exercice des BSAAR ainsi que des autres instruments dilutifs émis par la société

Le prix de l'action sous-jacente

Au 28 août 2013, le cours de clôture de l'action Orpea s'élevait à 35.19 euros.

Le prix d'exercice des BSAAR

Le prix d'exercice du BSAAR est actuellement de 37.9 euros. Compte tenu de la parité d'exercice de 1.062, les BSAAR seront exercés si le cours de l'action Orpea dépasse 35.69 euros. Cette parité d'exercice est susceptible d'évoluer en cas d'émission de nouvelles actions par la société ou si le rendement futur venait à dépasser 2%.

La clause de forçage

La société a la possibilité de forcer l'exercice des BSAAR dès lors que le cours de bourse multiplié par la parité d'exercice dépasse 56.90 euros. Compte tenu de la parité d'exercice de 1.062, l'exercice des BSAAR sera forcé si le cours de l'action Orpea dépasse 53.58 euros. Elle correspond à une augmentation du cours de +52% par rapport à son niveau du 28 août 2013.

Le taux d'intérêt sans risque

Le taux sans risque utilisé reflète la durée de vie restante de l'option. Au 28 août 2013, cette durée est de 1.96 années. Le taux sans risque retenu est obtenu à partir de la moyenne au 28 août 2013 des niveaux sur les trois mois précédents du TEC 2 ans. Le taux retenu s'élève ainsi à 0.31%.

Le taux de rendement et de prêt-emprunt de titre

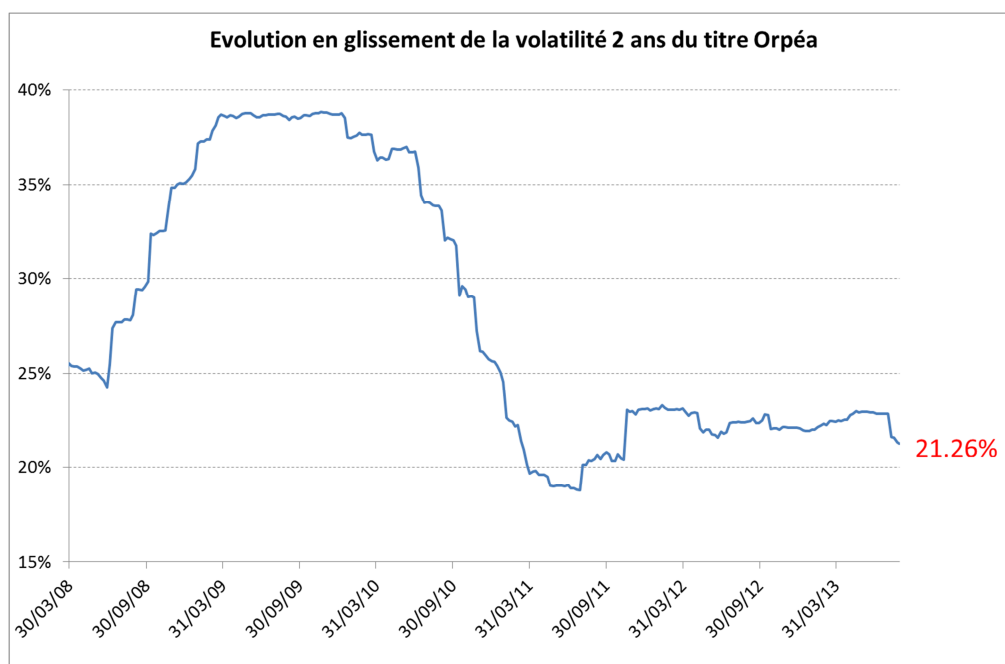
Le dividende d'Orpea a eu tendance à s'accroître lors des dernières années. Le dividende versé en 2009 s'élevait à 0.10 euro, soit un rendement de 0.3%, alors qu'en 2013, le dividende versé a été de 0.60 euro, soit un rendement de 1.68% par rapport au cours du 26 juillet 2013 (date de détachement du dividende). La tendance à la hausse du dividende devant se poursuivre lors des prochaines années et la parité d'exercice étant ajustée dans le cas d'un rendement supérieur à 2%, nous retiendrons ce niveau de 2% pour la valorisation du BSAAR.

Le détenteur du bon qui souhaite couvrir son risque doit vendre à découvert des actions en les empruntant avec un écart de taux estimé à 0.5%.

Niveau de volatilité

- La volatilité d'une action est une mesure de l'incertitude sur la rentabilité du titre. La volatilité de l'action Orpea peut être appréciée au regard de sa volatilité historique ou de la volatilité implicite des instruments optionnels liés au cours de son action.

La volatilité historique du titre Orpea, mesurée par l'écart-type annualisé des rentabilités hebdomadaires de l'action au 28 août 2013, ci-dessous calculée en glissement sur deux années, ressort à 21.26% :



Le calcul de la volatilité implicite ressortant de la cotation du BSAAR (avant l'annonce de l'OPAS) a également été réalisé en complément de l'approche de la volatilité historique du sous-jacent.

Le taux de prêt-emprunt de titre retenu est de 0.50% et le taux sans risque était de 0.22% à cette date. Un modèle binomial identique à celui utilisé pour la valorisation du BSAAR, tenant compte de la dilution et de l'exercabilité à tout moment, a été utilisé. Ainsi, sur ces bases, il est possible par itérations de déterminer la volatilité implicite qui permet d'obtenir le cours du BSAAR.

Du fait des très faibles volumes échangés quotidiennement sur le BSAAR, le cours moyen pondéré des volumes sur les cinq premiers jours de bourse du mois de juillet 2013 est utilisé. Ce cours ressort à 36.12 euros pour l'action et 4.59 euros pour le bon.

Compte tenu de l'existence de la clause de forçage, et des paramètres de valorisation indiqués, la volatilité implicite calculée à partir du cours moyen pondéré des volumes sur les cinq premiers jours de bourse du mois de juillet 2013 ressort à 25.5 % au 5 juillet 2013.

Enfin, l'OPAS ayant été annoncée conjointement à une émission d'ORNANE d'échéance 2020, la volatilité implicite de cette dernière peut être utilisée lors de la valorisation, tout comme celle de l'OCEANE d'échéance 2016. Celles-ci ressortent respectivement à 25.2% et 23.0% au 28 août 2013.

La fourchette de volatilité retenue pour l'évaluation des BSAAR se situe de ce fait entre 21.26%, volatilité historique de l'action, et 25.5%, volatilité implicite du BSAAR. Une volatilité de milieu de fourchette à 23.38% est aussi utilisée. Il est à noter que les volatilités implicites de l'OCEANE et de l'ORNANE se situent dans la fourchette retenue.

La dilution

Les bons permettent la souscription d'actions nouvelles ou l'acquisition d'actions existantes. Il en va de même pour les ORNANE émises le 17 juillet 2013 ainsi que pour les OCEANE émises le 15 décembre 2010. En cas d'acquisition d'actions existantes, l'absence de dilution a pour contrepartie l'impact sur le cours du coût pour la société de la couverture de la position correspondant à la vente d'options. Ce coût ne peut pas être quantifié à l'avance du fait des inconnues sur le prix d'achat des actions et sur l'exercice éventuel des différents instruments optionnels. C'est pourquoi seule l'hypothèse de dilution maximale est retenue.

Dans le modèle binomial, le prix théorique de l'action est corrigé de l'effet de la dilution. Dans l'arbre binomial, le déclenchement de la clause de forçage s'effectue sur la base d'un cours pré-dilution. En revanche, le calcul de la plus-value s'effectue sur la base d'un cours post-dilution. Il convient donc de diminuer le cours du sous-jacent à l'échéance et le cours de forçage de la manière suivante :

- soit S_t , le cours d'Orpea à un moment t donné ;
- le nombre d'actions Orpea composant le capital avant création d'actions nouvelles est de 52 980 435 actions hors autocontrôle;
- le nombre d'actions nouvelles créées suite à l'exercice des BSAAR est de 1 235 530 actions nouvelles (1 163 399 BSAAR avec une parité d'exercice de 1.062) ;
- le prix d'exercice des BSAAR est de 37.90 euros avec une parité d'exercice de 1.062 et le cours de forçage de 56.90 euros ;
- le nombre d'actions nouvelles créées suite à l'exercice des OCEANE est de 4 504 974 actions nouvelles (4 069 534 OCEANE avec un ratio d'attribution d'actions de 1.107) ;
- le nominal des OCEANE est de 44.23 euros avec un ratio d'attribution de 1.107 ;
- le nombre d'actions nouvelles créées suite à l'exercice des ORNANE est de 3 767 880 actions nouvelles (3 704 897 ORNANE avec un ratio d'attribution d'actions de 1.017) ;
- le nominal des ORNANE est de 46.56 euros avec un ratio d'attribution de 1.017.

A tout instant, la dilution est fonction de l'exercice des instruments optionnels, et donc du cours de l'action Orpea.

Le cours après dilution se calcule de la manière suivante :

- si le cours de l'action Orpea est inférieur à $37.90 / 1.062 = 35.69$ euros

Aucun instrument optionnel n'étant exercé, il n'y a aucun effet dilutif.

- si le cours de l'action Orpea est compris entre 35.69 euros et 39.95 euros
(soit $44.23 / 1.107$)

Seuls les BSAAR sont exercés. Le cours après dilution correspond à :

$$((S_t \times 52\,980\,435) + (37.90 \text{ euros} \times 1\,163\,399)) / (52\,980\,435 + 1\,235\,530)$$

- si le cours de l'action Orpea est compris entre 39.95 euros et 45.78 euros
(soit $46.56 / 1.017$)

Les BSAAR et les OCEANE sont exercés. Le cours après dilution correspond à :

$$((S_t \times 52\,980\,435) + (37.90 \text{ euros} \times 1\,163\,399) + (44.23 \times 4\,069\,534)) / (52\,980\,435 + 1\,235\,530 + 4\,504\,974)$$

- si le cours de l'action Orpea est compris entre 45.78 euros et 53.58 euros
(soit $56.90 / 1.062$)

Les BSAAR, les OCEANE et les ORNANE sont exercés. Le cours après dilution correspond à :

$$((S_t \times 52\,980\,435) + (37.90 \text{ euros} \times 1\,163\,399) + (44.23 \times 4\,069\,534) + (46.56 \text{ euros} \times 3\,704\,897)) / (52\,980\,435 + 1\,235\,530 + 4\,504\,974 + 3\,767\,880)$$

- si le cours de l'action Orpea est supérieur à 53.58 euros

Les BSAAR, les OCEANE et les ORNANE sont exercés. L'exercice des BSAAR est forcé par la société au niveau de forçage de $56.90 / 1.062 = 53.58$ euros par action. Le cours après dilution correspond à :

$$((53.58 \times 52\,980\,435) + (37.90 \text{ euros} \times 1\,163\,399) + (44.23 \times 4\,069\,534) + (46.56 \text{ euros} \times 3\,704\,897)) / (52\,980\,435 + 1\,235\,530 + 4\,504\,974 + 3\,767\,880) = 51.77 \text{ euros}$$

La plus-value maximale en cas de forçage est donc égale à 17.08 euros, c'est-à-dire :

$$51.77 \text{ euros} \times 1.062 - 37.90 \text{ euros}$$

L'exercice des BSAAR pouvant avoir lieu à tout moment (option de type américaine), cette plus-value maximale peut être atteinte à tout moment de l'arbre, dès que le cours de l'action Orpea dépasse 53.58 euros.

Le modèle binomial permet de modéliser au plus près les caractéristiques des bons. En revanche, le modèle de Black & Scholes ne permet pas de tenir compte directement de la dilution, ni de l'exerçabilité à tout moment des bons. De ce fait :

- L'arbre binomial a été réalisé en tenant compte de la dilution ainsi qu'en omettant celle-ci. L'impact de la dilution sera approximé comme étant le rapport entre les prix du bon obtenus dans ces deux calculs.
- L'arbre binomial a été réalisé en tenant compte de l'exerçabilité à tout moment des bons ainsi qu'en omettant celle-ci. L'impact de l'exerçabilité à tout moment des bons sera approximé comme étant la différence des prix du bon obtenus dans cette série de calculs.
- Ces deux résultats seront utilisés pour la valorisation du BSAAR par le modèle de Black & Scholes.

IV. RESULTATS DES CALCULS DE VALORISATION

Sur la base du modèle binomial et du modèle de Black & Scholes, la valeur des BSAAR Orpea s'établit comme suit.

Valorisation avec la méthode binomiale

L'utilisation de la méthode binomiale valorise un BSAAR à 3.66 euros pour une volatilité à 23.38% et un prix du sous-jacent à 35.19 euros, après prise en compte de la dilution, de l'exerçabilité à tout moment et de la clause de forçage.

Tableau de sensibilité :

	Volatilité historique du BSAAR	Milieu de fourchette	Volatilité implicite du BSAAR
Niveau de volatilité	21.26%	23.38%	25.50%
Prix binomial du BSAAR	3.29 €	3.66 €	4.03 €

Recoupement des résultats avec la méthode de Black & Scholes

- Avant prise en compte de la dilution et de l'exerçabilité à tout moment :

L'utilisation de la méthode de Black & Scholes consiste dans le cas présent à soustraire du prix d'une option d'achat avec un cours à 35.19 euros * 1.062 = 37.37 euros et un prix d'exercice à 37.90 euros de maturité 1.96 années, le prix d'une option d'achat de même maturité, avec le même cours mais avec un prix d'exercice à 56.90 euros afin de tenir compte de la clause de forçage.

Cours de l'action	37.37
Prix d'exercice	37.90
Maturité	1.96
TEC 2 ans	0.31%
Volatilité	23.4%
Dividente + Prêt/Emprunt	2.50%
Valeur BS	3.79

Cours de l'action	37.37
Prix d'exercice	56.90
Maturité	1.96
TEC 2 ans	0.31%
Volatilité	23.4%
Dividente + Prêt/Emprunt	2.50%
Valeur BS	0.51

Prix du BSAAR avant prise en compte de la dilution et de l'exerçabilité à tout moment:

3.28 euros

La valeur du BSAAR, pour une volatilité de 23.38 %, est estimée à $4.79 - 0.51 = 3.28$ euros.

La même démarche de valorisation est appliquée en retenant une volatilité de 21.26% et 25.5% :

	Volatilité historique du BSAAR	Milieu de fourchette	Volatilité implicite du BSAAR
Niveau de volatilité	21.26%	23.38%	25.50%
Prix BS brut du BSAAR	3.03 €	3.28 €	3.49 €

Les résultats sont compris entre 3.03 euros et 3.49 euros en fonction de la volatilité et du prix du sous-jacent. La prise en compte de la dilution aura pour impact une réduction de ces prix, alors que la prise en compte de l'exercabilité à tout moment ajoutera une prime à la valeur du bon.

- *Prise en compte de la dilution :*

Pour chaque niveau de volatilité, l'arbre binomial a été réalisé en prenant et en ne prenant pas en compte la dilution. Les résultats obtenus sont synthétisés dans le tableau ci-dessous :

	Volatilité historique du BSAAR	Milieu de fourchette	Volatilité implicite du BSAAR
Niveau de volatilité	21.26%	23.38%	25.50%
Prix binomial du BSAAR avec dilution	3.29	3.66	4.03
Prix binomial du BSAAR hors dilution	3.53	3.95	4.38
Impact de la dilution	-6.8%	-7.3%	-8.0%
Prix BS hors dilution	3.03	3.28	3.49
Prix BS après dilution	2.82	3.04	3.21

- *Prise en compte de l'exercabilité à tout moment :*

Pour chaque niveau de volatilité, l'arbre binomial a été réalisé en prenant et en ne prenant pas en compte l'exercabilité à tout moment. Les résultats obtenus sont synthétisés dans le tableau ci-dessous :

	Volatilité historique du BSAAR	Milieu de fourchette	Volatilité implicite du BSAAR
Niveau de volatilité	21.26%	23.38%	25.50%
Prix binomial du BSAAR américain	3.29	3.66	4.03
Prix binomial du BSAAR européen	2.81	3.03	3.22
Prime d'exercabilité à tout moment	0.48	0.63	0.81
Prix BS européen après dilution	2.82	3.04	3.21
Prix BS américain après dilution	3.30	3.67	4.02

Les résultats obtenus par les deux méthodes de valorisation concordent :

	Volatilité historique du BSAAR	Milieu de fourchette	Volatilité implicite du BSAAR
Niveau de volatilité	21.26%	23.38%	25.50%
Prix binomial du BSAAR	3.29 €	3.66 €	4.03 €
Prix BS américain après dilution	3.30 €	3.67 €	4.02 €

Mesure de l'avantage consenti aux porteurs de BSAAR et à l'actionnaire principal particulier

Pour chaque niveau de volatilité, l'avantage consenti aux porteurs de BSAAR et à l'actionnaire principal, dans le cas où ceux-ci apporteraient leurs bons à l'offre, est calculé de la façon suivante :

	Volatilité historique du BSAAR	Milieu de fourchette	Volatilité implicite du BSAAR
Niveau de volatilité	21.26%	23.38%	25.50%
Prix binomial du BSAAR	3.29 €	3.66 €	4.03 €
Nombre de BSAAR	1 163 399	1 163 399	1 163 399
Valeur des BSAAR	3 827 583 €	4 258 040 €	4 688 498 €
Prix de l'OPAS par BSAAR	5.25 €	5.25 €	5.25 €
Valeur de l'OPAS	6 107 845 €	6 107 845 €	6 107 845 €
Prime par BSAAR de l'OPAS	1.96 €	1.59 €	1.22 €
Nombre d'actions	52 980 435	52 980 435	52 980 435
Cours de l'action	35.19 €	35.19 €	35.19 €
Avantage consenti aux porteurs de BSAAR	2 280 262 €	1 849 804 €	1 419 347 €
par action	0.04 €	0.03 €	0.03 €
en % du prix de l'action	0.122%	0.099%	0.076%
% des BSAAR détenu par l'actionnaire principal	60.73%	60.73%	60.73%
% du capital détenu par l'actionnaire principal	23.07%	23.07%	23.07%
Avantage consenti à l'actionnaire principal	858 747 €	696 636 €	534 526 €
par action	0.02 €	0.01 €	0.01 €
en % du prix de l'action	0.046%	0.037%	0.029%

Le transfert de richesse global de la part des actionnaires au profit des porteurs de BSAAR est compris entre 1 419 347 euros et 2 280 262 euros, soit de l'ordre de 3 à 4 centimes d'euro par action hors autocontrôle. Ce transfert de richesse correspond donc à moins de 0.13% du cours de l'action au 28 août 2013.

L'actionnaire principal détient 23.07% (hors autocontrôle) du capital. Il est affecté négativement par l'opération au même titre que l'ensemble des actionnaires et positivement au même titre que l'ensemble des porteurs de BSAAR. Son avantage spécifique se mesure par la différence entre son pourcentage de détention du capital (23.07%) et son pourcentage de détention des BSAAR (60.73%), soit une différence de 37.66%. L'avantage consenti à l'actionnaire principal est compris entre 534 526 euros et 858 747 euros. Cet avantage consenti, ramené à une action existante et sur la base d'un nombre total de 52 980 435 actions hors autocontrôle, est de l'ordre d'un à deux centimes d'euro, soit moins de 0.05% par action.

Les BSAAR ont été cédés par les établissements financiers sur la base d'un prix de 2.70 euros par BSAAR. Un rachat des BSAAR à 5.25 euros correspond à une rentabilité sur la période de 94.4%, soit une rentabilité annuelle de 18.1%. Ce prix de rachat est supérieur de 14.1% au plus haut historique avant annonce de l'OPAS, constaté le 4 juillet 2013. En considérant une volatilité de l'action Orpea de 23.38%, une valorisation du BSAAR à 5.25 euros correspond à un cours de l'action de 38.18 euros soit 8.5% supérieur au cours coté du 28 août 2013.

Mesure de l'effet de l'OPAS sur la valorisation de la société dans TRIVAL

L'initiation de l'OPAS a pour effet de supprimer un niveau de dilution potentiel par l'annulation des BSAAR. En contrepartie, la société renonce à de nouveaux fonds propres potentiels dans le cas où les BSAAR, proche de la monnaie au 28 août 2013, auraient été exercés. Enfin, l'OPAS engendre un décaissement de liquidités afin de payer les porteurs de BSAAR.

Le pourcentage d'acceptation de l'opération par les porteurs de BSAAR est inconnu. Cette acceptation est d'autant plus probable que le prix de rachat proposé par BSAAR de 5.25 euros sera considéré comme attractif. L'actionnaire principal, détenteur de 60.73% des BSAAR en circulation, s'est engagé à apporter la totalité de ses BSAAR à l'offre. En revanche, la participation du public (les porteurs des 39.27% de BSAAR restants) est indéterminée.

Dans le modèle Trival, avant l'annonce de l'OPAS, le nombre d'actions de la société ainsi que les niveaux de fonds propres et de dettes nettes avaient été ajustés pour tenir compte de l'exercice probable des BSAAR et de la dilution engendrée. La valorisation de la société dans TRIVAL évolue de la façon suivante :

- *Si l'OPAS est acceptée par l'actionnaire principal et 100% des autres porteurs de BSAAR :*

L'OPAS sur les BSAAR ayant lieu, il convient de réintégrer à la dette nette préalablement réduite la trésorerie générée par l'exercice des BSAAR ($1\,163\,399 \times 37.90$ euros = 44 092 822 euros), en la retranchant des fonds propres à laquelle elle avait été ajoutée.

De plus, le décaissement de trésorerie relatif à leur rachat ($1\,163\,399 \times 5.25$ euros = 6 107 845 euros) vient s'ajouter à la dette nette.

Enfin, le nombre d'actions, qui avait préalablement été augmenté des actions créées par l'exercice potentiel des BSAAR, est de nouveau réduit à son niveau initial (52 980 435 actions).

	Valorisation TRIVAL avant OPAS	Valorisation TRIVAL après OPAS
Fonds propres	1 228.07	1 183.98
Dettes nettes	1 781.96	1 832.16
Nombre d'actions	54.216	52.980
Cours d'équilibre	34.23 €	34.37 €
		0.41%

L'effet relatif de l'opération impacte davantage la valorisation que la hausse du levier, et conduit à une revalorisation de l'action la société de +0.41%, soit 14 centimes. Sur la base du cours d'Orpea au 28 août 2013, l'OPAS engendre donc une création de valeur de 7 625 287 euros ($0.41\% \times 52\,998\,062 \times 35.19$ euros) pour l'ensemble des actionnaires de la société.

- Si l'OPAS est uniquement acceptée par l'actionnaire principal :

L'OPAS sur les BSAAR ayant lieu, il convient de réintégrer à la dette nette préalablement réduite la trésorerie générée par l'exercice des BSAAR de l'actionnaire principal ($706\,547 * 37.90 \text{ euros} = 26\,778\,131 \text{ euros}$), en la retranchant des fonds propres à laquelle elle avait été ajoutée.

De plus, le décaissement de trésorerie relatif à leur rachat ($706\,547 * 5.25 = 3\,709\,372 \text{ euros}$) vient s'ajouter à la dette nette.

Enfin, le nombre d'actions, qui avait préalablement été augmenté des actions créées par l'exercice potentiel des BSAAR, est de nouveau réduit à son niveau initial (52 980 435 actions) majoré des actions nouvelles potentiellement créées par l'exercice des BSAAR restants ($1.062 \times (1\,163\,399 - 706\,547) = 485\,177 \text{ actions}$).

	Valorisation TRIVAL avant OPAS	Valorisation TRIVAL après OPAS
Fonds propres	1 228.07	1 201.29
Dettes nettes	1 781.96	1 812.45
Nombre d'actions	54.216	53.466
Cours d'équilibre	34.23 €	34.31 €
		0.23%

L'effet relatif de l'opération impacte davantage la valorisation que la hausse du levier, et conduit à une revalorisation de l'action de la société de +0.23%, soit 8 centimes. Sur la base du cours d'Orpea au 28 août 2013, l'OPAS engendre donc une création de valeur de 4 397 210 euros ($0.23\% \times 53\,465\,647 \times 35.19 \text{ euros}$) pour l'ensemble des actionnaires de la société.

La création de valeur nette pour les actionnaires de la société est donc évaluée à un montant compris entre 4.4 millions d'euros et 7.6 millions d'euros, fonction de la participation du public à l'opération. Elle est donc supérieure au transfert de richesse de la part des actionnaires au profit des porteurs de BSAAR, évalué entre 1.4 millions d'euros et 2.3 millions d'euros, engendré par la prime offerte aux porteurs de BSAAR sur leur valorisation.

■ CONCLUSION

La valorisation des BSAAR Orpea aboutit à des résultats concordants pour les deux méthodes retenues :

	Volatilité historique du BSAAR	Milieu de fourchette	Volatilité implicite du BSAAR
Niveau de volatilité	21.26%	23.38%	25.50%
Prix binomial du BSAAR	3.29 €	3.66 €	4.03 €
Prix BS américain après dilution	3.30 €	3.67 €	4.02 €

La méthode binomiale permet d'appréhender de façon plus précise les caractéristiques intrinsèques des BSAAR, en particulier leur faculté à pouvoir être exercés à tout moment. En fonction du niveau de volatilité retenu, la valorisation des BSAAR par cette méthode aboutit à un prix compris entre 3.29 euros et 4.03 euros.

Dans tous les cas, ce prix est supérieur au prix d'émission des bons en août 2009, qui était de 2.70 euros. Le 5 juillet 2013, le dernier cours du BSAAR connu avant divulgation des intentions de la société de réaliser une OPAS était de 4.50 euros. Au 28 août 2013, le BSAAR cotait 5.26 euros.

Du fait de la prime offerte sur la valorisation des BSAAR, l'OPAS réalisée à un prix de 5.25 euros implique un transfert de valeur des actionnaires de la société vers les porteurs de BSAAR compris entre 1.4 millions d'euros et 2.3 millions d'euros, soit un pourcentage du prix de l'action compris entre 0.076% et 0.122%, et un avantage consenti à l'actionnaire principal en particulier compris entre 0.5 million d'euros et 0.9 million d'euros, soit un pourcentage du prix de l'action compris entre 0.029% et 0.046%.

En contrepartie, l'OPAS engendre une création de valeur nette pour les actionnaires de la société du fait de la relation, comprise entre 4.4 millions d'euros et 7.6 millions d'euros, soit un pourcentage du prix de l'action compris entre +0.23% et de +0.41%.

Enfin, l'OPAS permet d'offrir de la liquidité à l'ensemble des porteurs de bons, actuellement limitée sur le marché où les échanges sont très faibles et ne sont pas quotidiens.

Le prix de rachat proposé de 5.25 euros est donc équitable dans les conditions actuelles de marché pour les porteurs de BSAAR et pour l'ensemble des actionnaires de la société.

Bertrand Jacquillat
Président Directeur Général

Daniel Beaumont
Directeur Général Délégué

4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Au cours de sa séance du 29 août 2013, et après avoir pris connaissance (i) de l'ensemble des termes de l'opération envisagée, telle que présentée dans le projet de note d'information relative à l'Offre, (ii) des travaux d'évaluation menés par Natixis, et (iii) du rapport du cabinet Associés en Finance nommé en qualité d'expert indépendant en application des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF concluant de manière positive sur le caractère équitable du prix offert dans le cadre de l'Offre, le Conseil d'administration a :

- pris acte que l'expert indépendant, le cabinet Associés en Finance, a conclu au caractère équitable du prix offert aux porteurs de BSAAR 2009 dans le cadre de l'Offre ;
- constaté que l'Offre permettait aux porteurs de BSAAR 2009 de bénéficier d'une liquidité sur un prix de 5,25 euros par BSAAR 2009 apporté à l'Offre jugé équitable ;
- relevé que cette Offre n'aurait pas d'effet sur la stratégie de la Société, ni de conséquence en matière d'emploi et qu'elle n'aurait pas non plus d'impact sur les capacités financières de la Société, ni sur sa politique de distribution de dividendes ; et
- pris acte de la décision de Monsieur Jean-Claude Marian d'apporter ses BSAAR 2009 à l'Offre.

Après en avoir délibéré, le Conseil d'administration a considéré en conséquence à l'unanimité de ses membres (étant précisé que Monsieur Jean-Claude Marian n'a pas pris part aux délibérations et au vote) que l'Offre était conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires, des porteurs de BSAAR 2009 et de ses salariés, et recommandé aux porteurs de BSAAR 2009 d'apporter leurs BSAAR 2009 à l'Offre.

Le Conseil d'administration a délégué à Monsieur Yves Le Masne, Directeur Général d'Orpea, avec faculté de subdélégation à toute personne de son choix, tous pouvoirs à l'effet (i) de préparer le document intitulé « *Informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'Orpea* », (ii) de signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre et (iii) plus généralement de faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'Offre, notamment conclure et signer, au nom et pour le compte d'Orpea, toutes opérations et tous documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre.

S'agissant de l'intention des administrateurs quant à l'apport à l'Offre des BSAAR 2009 qu'ils détiennent, Monsieur Jean-Claude Marian, qui détient directement et indirectement 706.547 BSAAR 2009, représentant 60,73% des BSAAR 2009 restant en circulation, s'est d'ores et déjà engagé à apporter l'intégralité de ses BSAAR 2009 à l'Offre.

5. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'Orpea seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Ces informations qui feront l'objet d'un document d'information spécifique établi par la Société, seront disponibles sur les sites Internet d'Orpea (www.orpea-corp.com) et de l'AMF (www.amf-france.org), et pourront être obtenues sans frais auprès de :

- Orpea – 3, rue Bellini, 92806 Puteaux Cedex

Le présent projet d'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- Natixis - 47, quai d'Austerlitz, 75013 Paris

6. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION

6.1 Pour la présentation de l'Offre

« Conformément à l'article 231-18 du Règlement général de l'AMF, Natixis, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'il a examinée sur la base des informations communiquées par Orpea, et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Natixis

6.2 Pour la Société

« A ma connaissance, les données du présent projet de note d'information sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Monsieur Yves Le Masne
Directeur général d'Orpea