

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR LA SOCIETE



EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE GENERALE DE SANTE INITIEE CONJOINTEMENT PAR LES SOCIETES RAMSAY HEALTH CARE (UK) LIMITED ET PREDICA



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 13 octobre 2014. Il a été établi conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

Le présent projet de note en réponse reste soumis à l'examen de l'AMF.

avis important

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 I du règlement de l'AMF, le rapport du cabinet Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note d'information en réponse

Le présent projet de note d'information en réponse est disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Générale de Santé (www.generale-de-sante.fr). Des exemplaires du présent projet de note d'information en réponse peuvent également être obtenus sans frais auprès de Générale de Santé, 96 Avenue d'Iéna, 75116 Paris.

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Générale de Santé seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIERES

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE	3
1.1.	Présentation de l'Offre.....	3
1.2.	Contexte de l'Offre.....	4
1.3.	Déroulement de l'Offre	6
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	7
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE GENERALE DE SANTE.....	9
4.	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES.....	9
5.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE.....	9
6.	CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	10
7.	ELEMENTS CONCERNANT GENERALE DE SANTE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	10
7.1.	Structure et répartition du capital.....	10
7.2.	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.....	11
7.3.	Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de Générale de Santé (article L. 233-11 du code de commerce).....	12
7.4.	Participations directes et indirectes au capital de Générale de Santé ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil(s) ou d'une déclaration d'opération sur titres	12
7.5.	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	13
7.6.	Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	13
7.7.	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote	13
7.8.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de Générale de Santé.....	13
7.9.	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions	15
7.10.	Accord conclu par la Société et prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société	19
7.11.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les principaux salariés de Générale de Santé, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	20
8.	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION	20
	ANNEXE Rapport de l'expert indépendant.....	21

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

1.1. Présentation de l'Offre

En application de l'article L. 433-1 du Code monétaire et financier, du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 2° et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, la société Ramsay Health Care (UK) Limited, société à responsabilité (*private limited company*) de droit anglais dont le siège social est sis 1 Hassett Street, Bedford, Bedfordshire, MK40 1HA, Royaume-Uni, identifiée sous le numéro 06043039 (« **RHC UK** »), conjointement avec la société Prévoyance Dialogue du Crédit Agricole (Predica), société anonyme au capital de 986.033.325 euros, dont le siège social est sis 50-56, rue de la Procession - 75015 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 334 028 123 (« **Predica** »), ensemble avec RHC UK les « **Initiateurs** », offrent de manière irrévocable aux actionnaires de la société Générale de Santé, société anonyme au capital de 42.320.396,25 euros dont le siège social est sis 96, avenue d'Iéna - 75116 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 383 699 048 (« **Générale de Santé** » ou la « **Société** ») d'acquérir dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** ») la totalité de leurs actions de la Société qui sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000044471 (mnémonique GDS) (les « **Actions** »), au prix de 16 euros par Action.

Conformément aux dispositions de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF, l'Offre fait suite au franchissement de concert par les Initiateurs du seuil de 30% du capital et des droits de vote de Générale de Santé à la suite de la réalisation le 1^{er} octobre 2014 de l'acquisition par les Initiateurs, dans les conditions décrites à la section 1.2 ci-après, d'un bloc d'actions représentant au total 47.077.017 actions, soit 83,43% du capital et 75,72% des droits de vote théoriques de Générale de Santé (le « **Bloc de Contrôle** »), auprès des anciens actionnaires de contrôle de la Société, Santé SA et Santé Développement Europe SAS.

L'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues, directement ou indirectement par les Initiateurs à la date du présent document, soit un nombre maximum de 9.350.178 actions existantes représentant 16,57% et 24,28% des droits de vote théoriques du capital de la Société sur la base d'un nombre total de 56.427.195 actions et de 108.728.262 droits de vote théoriques.

Il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société. Il n'existe en outre aucun plan d'options de souscription d'actions, ni aucun plan d'attribution d'actions gratuites en cours au sein de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank (« **Crédit Agricole CIB** ») et Lazard Frères Banque ont, en tant qu'établissements présentateurs de l'Offre agissant pour le compte des Initiateurs, déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 10 octobre 2014, étant précisé que seul Crédit Agricole CIB garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par les Initiateurs dans le cadre de l'Offre.

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

1.2. Contexte de l'Offre

1.2.1. Actionnariat de la Société préalablement à la cession du Bloc de Contrôle

Au 30 septembre 2014, préalablement à la réalisation effective de la cession du Bloc de Contrôle de Générale de Santé, et à la connaissance de la Société, le capital de Générale de Santé était réparti comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote ¹	% des droits de vote ¹
Santé Développement Europe SAS	33.660.644	59,65	66.799.834	61,44
Santé SA	13.416.373	23,78	26.832.746	24,68
Sous-total actionnaires de contrôle²	47.077.017	83,43	93.632.580	86,12
Docteur André Attia ³	6.658.657	11,80	12.364.337	11,37
Autres actionnaires	2.666.220	4,73	2.706.044	2,49
Auto-détention	25.301	0,04	25.301 ⁴	0,02
Total	56.427.195	100%	108.728.262	100%

1.2.2. Cession du Bloc de Contrôle

A l'issue d'un processus concurrentiel de cession, Santé SA et Santé Développement Europe SAS (les « **Cédants** »), actionnaires de contrôle de Générale de Santé, ont, le 12 mai 2014, reçu une offre conjointe non-engageante de Crédit Agricole Assurances, Ramsay Health Care Ltd. et Ramsay Santé pour acquérir

¹ Droits de vote théoriques conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

² Actionnaires agissant de concert.

³ Nombre d'actions détenues indirectement par le Docteur André Attia par l'intermédiaire des sociétés SCA Attia Villard Fribourg, Rainbow Santé et l'Arche agissant de concert (source : Décision AMF 2014C2026 du 1^{er} octobre 2014)

⁴ Les actions auto-détenues sont privées de droits de vote.

l'intégralité de leurs titres Générale de Santé représentant 83,43% du capital de Générale de Santé et leur ont consenti une exclusivité en vue de l'acquisition par ces derniers du Bloc de Contrôle.

Le 10 juin 2014, les Cédants ont signé un contrat de cession d'actions (le « **Contrat de Cession** ») avec les Initiateurs (les Initiateurs sont ci-après désignés ensemble, avec les Cédants, les « **Parties** »), aux termes duquel ils se sont engagés à céder le Bloc de Contrôle selon les modalités suivantes :

- 57% des titres acquis par RHC UK, soit 26.833.900 actions, et
- 43% des titres acquis par Predica, soit 20.243.117 actions,

au prix de 16 euros par action après paiement du dividende de 0,75 euros par action intervenu le 22 juillet 2014 (l'« **Opération** »). Le Contrat de Cession comprend certaines déclarations et garanties consenties par les Cédants au profit des Initiateurs.

Parallèlement à la conclusion du Contrat de Cession, la Société a obtenu, par avenant en date du 9 juillet 2014, un report de l'échéance de sa dette bancaire, arrivant normalement à maturité le 24 octobre 2014, jusqu'au 31 mars 2015.

L'Opération a été autorisée par l'Autorité de la Concurrence le 24 septembre 2014 au titre du contrôle des concentrations. Par courrier en date du 15 juillet 2014, le Ministère de l'Economie, de l'Industrie et du Numérique a, par ailleurs, confirmé que l'acquisition du Bloc de Contrôle n'était pas soumise à autorisation préalable d'investissement au titre de la réglementation sur les investissements étrangers en France (articles L. 151-3 et R. 153-1 et suivants du Code monétaire et financier).

Conformément aux termes du Contrat de Cession, les Initiateurs ont procédé, le 1^{er} octobre 2014, à l'acquisition de 47.077.017 actions représentant 83,43% et 75,72% des droits de vote théoriques du capital de la Société. Cette acquisition a été réalisée à un prix de 16 euros par action.

A l'issue de l'Opération, RHC UK détenait 26.833.900 actions de la Société représentant 47,55% du capital et 43,16% des droits de vote théoriques de la Société, et Predica détenait 20.243.117 actions de la Société représentant 35,87% du capital et 32,56% des droits de vote théoriques de la Société.

Les Initiateurs ne détenaient aucune action de la Société préalablement à l'acquisition du Bloc de Contrôle.

1.2.3. Déclarations de franchissement de seuils et des droits de vote

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, les Initiateurs, agissant de concert, ont déclaré le 6 octobre 2014 auprès de l'AMF avoir franchi en hausse, le 1^{er} octobre 2014, les seuils légaux de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 1/3, 50% et 2/3 du capital social et des droits de vote de la Société, et détenir au total à cette date 47.077.017 actions représentant 83,43% du capital et 75,72% des droits de vote de la Société et ont notifié à l'AMF une déclaration d'intention conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 VII du Code de commerce. Cette déclaration de franchissement de seuil et la déclaration d'intention ont fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 7 octobre 2014 sous le numéro D&I 214C2091.

De même, les Initiateurs, agissant de concert, ont déclaré auprès de la Société avoir franchi en hausse, le 1^{er} octobre 2014, les seuils statutaires de 1% et de ses multiples jusqu'à 2/3 du capital et des droits de vote de la Société.

1.2.4. Recomposition du Conseil d'administration et des comités

Le 1^{er} octobre 2014, afin de tenir compte de la nouvelle composition de l'actionnariat, le Conseil d'administration de la Société a fait l'objet d'une recomposition. Messieurs Christopher Rex, Jean-Jacques Duchamp, Peter Evans, Craig McNally et Bruce Soden ont été cooptés par décision du Conseil d'administration en date du 1^{er} octobre en remplacement de la société Santé Europe Participations Sàrl et de Messieurs Paolo Ceretti, Carlo Frau, Alessandro Bertani et Antonino Ligresti, démissionnaires.

Mesdames Anne-Marie Couderc et Valérie Hortefeux sont demeurées membres du Conseil en qualité d'administratrices indépendantes.

Le Conseil d'administration a également désigné Monsieur Christopher Rex en tant que Président du conseil d'administration et Monsieur Jean-Jacques Duchamp en tant que Vice-Président.

Les cooptations réalisées seront soumises à la ratification de la prochaine assemblée générale ordinaire de la Société appelée à se tenir le 18 novembre 2014, conformément aux dispositions de l'article L. 225-24 du Code de commerce.

L'assemblée générale mixte de la Société appelée à se tenir le 18 novembre 2014 statuera également sur la nomination des quatre (4) administrateurs supplémentaires suivants : Predica, représentée par Monsieur Christophe Aubin, Madame Magali Chessé, Monsieur Roderick McGeoch et Monsieur John O'Grady.

Les comités du Conseil ont par ailleurs été partiellement recomposés suite à la démission de certains de leurs membres, et sont désormais composés comme suit :

Comité des nominations et des rémunérations	Comité d'audit
Madame Anne-Marie Couderc (Présidente)	Monsieur Jean-Jacques Duchamp (Président)
Monsieur Christopher Rex	Monsieur Peter Evans
Monsieur Craig McNally	Monsieur Bruce Soden
Monsieur Jean-Jacques Duchamp	Madame Valérie Hortefeux

Messieurs Pascal Roché et Filippo Monteleone ont quant à eux conservé leurs mandats respectifs de Directeur général et Directeur général délégué de la Société.

1.3. Déroulement de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture ainsi qu'un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pendant une période de 10 jours de négociation. Pendant la durée de l'Offre, Crédit Agricole CIB, agissant pour le compte des Initiateurs, s'engage irrévocablement à acquérir en bourse, par l'intermédiaire de Kepler Chevreux en tant que membre du marché acheteur, au prix de 16 euros par Action, toutes les Actions qui seront présentées à l'Offre sur le marché.

Les actionnaires de Générale de Santé dont les Actions sont inscrites en compte auprès d'un intermédiaire financier (établissements de crédit, entreprises d'investissement, etc.) et qui souhaiteraient présenter leurs Actions à l'Offre, devront remettre à leur intermédiaire financier, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, un ordre de vente irrévocable selon les modalités propres à leur intermédiaire.

Les actionnaires détenant leurs Actions au nominatif pur dans les registres de la Société (tenus par son mandataire CM-CIC) et qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre devront préalablement soit les inscrire sous la forme nominative administrée, soit directement les convertir au porteur, chez un intermédiaire habilité de leur choix.

Il est précisé que le conversion au porteur d'actions inscrites au nominatif pourrait entraîner la perte pour ces actionnaires d'avantages liés à la détention de leurs actions sous la forme nominative, y compris l'attribution de droits de vote double.

Les Actions présentées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. Les Initiateurs se réservent le droit d'écarter toutes les Actions apportées qui ne répondraient pas à cette condition.

L'acquisition des actions Générale de Santé dans le cadre de l'Offre se fera, conformément à la loi, par achats sur le marché d'Euronext Paris par l'intermédiaire de Kepler Chevreux, en tant que membre de marché acheteur, agissant en qualité d'intermédiaire pour le compte des Initiateurs. Les actions acquises dans le cadre de l'Offre seront réparties entre les Initiateurs à hauteur de 57 % pour RHC UK et de 43 % pour Predica.

Le règlement-livraison des actions Générale de Santé ainsi acquises sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres et interviendra dans un délai de deux jours de négociation de l'exécution des ordres, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage ou de rémunération des intermédiaires ainsi que les frais de TVA correspondants) afférents à ces opérations resteront à la charge des actionnaires apportant leurs actions à l'Offre.

Le calendrier de l'Offre est décrit à la section 2.6 du projet de note d'information des Initiateurs.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, lors de sa réunion du 7 octobre 2014, le Conseil d'administration de la Société a adopté l'avis motivé ci-après relatif au projet d'Offre, l'ensemble des membres du Conseil étant présents :

*« Le Conseil d'administration de Générale de Santé s'est réuni le 7 octobre 2014 sous la présidence de Monsieur Christopher Rex, afin d'examiner le projet d'offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** ») devant être déposé par les sociétés Ramsay Health Care (UK) Limited et Prévoyance Dialogue du Crédit Agricole (ensemble, les « **Initiateurs** »).*

Le Conseil d'administration a notamment pris connaissance :

- *du projet de note d'information établi par les Initiateurs, décrivant notamment les caractéristiques de l'Offre, les intentions des Initiateurs concernant en particulier les activités et la stratégie de la Société ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par Crédit Agricole Corporate and Investment Bank et Lazard Frères Banque, établissements présentateurs de l'Offre ;*
- *du projet de note d'information en réponse de la Société prévu par l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF, qui sera déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers dans le cadre de l'Offre ; et*
- *du rapport présenté par le cabinet Finexsi, représenté Monsieur Olivier Peronnet, agissant en qualité d'expert indépendant nommé en application des dispositions de l'article 261-1 I 1° du Règlement Général de l'AMF (l'« **Expert Indépendant** »), relatif aux conditions financières de l'Offre.*

Le Conseil d'administration a notamment constaté que :

- (i) *les Initiateurs ont acquis le contrôle de Générale de Santé le 1^{er} octobre 2014 et détiennent de concert 83,43 % du*

capital et 75,72% des droits de vote de la Société ;

- (ii) la Société a refinancé avec succès sa dette bancaire devenue exigible du fait du changement de contrôle, au moyen d'un nouveau contrat de crédit syndiqué comprenant diverses facilités d'un montant total maximum de 1,075 milliard d'euros à échéance 2020, dont seulement 500 millions ont été tirés ;
- (iii) les Initiateurs ont indiqué que leur stratégie à l'égard de Générale de Santé est de faire évoluer son modèle d'offre de soins et d'adapter ses organisations pour qu'elles soient plus simples, plus réactives, plus proches des patients et des praticiens, et ont précisé qu'ils entendent étudier les opportunités de développement de Générale de Santé en Europe ;
- (iv) les initiateurs ont par ailleurs indiqué que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société, et qu'ils entendent s'appuyer sur les talents et le savoir-faire de l'équipe managériale et des salariés de Générale de Santé et poursuivre la politique de la Société en matière d'emploi et de gestion des relations sociales et des ressources humaines et que l'Offre ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur l'emploi ;
- (v) le prix de l'Offre de 16 euros par action correspond au prix par action payé par les Initiateurs pour acquérir le contrôle de la Société à l'issue d'un processus de cession concurrentiel ;
- (vi) la SCA Attia Villard Fribourg et Rainbow Santé qui avaient dans un communiqué en date du 2 juin 2014 annoncé avoir l'intention « d'examiner la possibilité de déposer une offre dans les meilleurs délais à l'ensemble des actionnaires de la société Générale de Santé à un prix unitaire supérieur à celui offert par » les Initiateurs aux anciens actionnaires de contrôle de la Société n'a à sa connaissance pas donné de suite à cette annonce ;
- (vii) ce prix de 16 euros par action fait ressortir une prime 8,5% sur le cours de clôture de l'action Générale de Santé (ajusté du dividende annuel) au 11 mai 2014 (dernier jour de cotation précédant l'annonce de l'entrée en négociation exclusive des Initiateurs avec les anciens actionnaires de contrôle de la Société), et des primes comprises entre 8% et 38,1% par rapport aux cours moyens pondérés (non ajustés du dividende) historiques allant jusqu'à vingt-quatre mois à cette date ;
- (viii) les termes de l'Offre se comparent favorablement aux différents critères de valorisation présentés par l'Expert Indépendant dans son rapport qui conclut au caractère équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Générale de Santé du prix de 16 euros par action proposé dans le cadre de l'Offre ;
- (ix) l'Offre permet aux actionnaires de Générale de Santé qui souhaiteraient céder leurs titres de bénéficier d'une liquidité totale et immédiate à un prix offrant une prime sur les cours ;
- (x) les Initiateurs ont par ailleurs indiqué qu'ils n'envisagent pas de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire, mais ont au contraire l'intention de maintenir l'admission des actions de Générale de Santé aux négociations sur Euronext Paris à l'issue de l'Offre, ce qui permettra (i) à la Société de continuer à bénéficier d'un accès aux marchés de capitaux et d'assurer la liquidité du titre Générale de Santé, et (ii) aux actionnaires minoritaires qui souhaitent continuer à accompagner le développement la Société - désormais adossée à un acteur majeur de la santé privée et à un grand groupe d'assurances - dans une nouvelle phase de son développement, de demeurer actionnaires de celle-ci.

A la lumière des éléments qui précèdent et après en avoir délibéré, le Conseil d'administration statuant à l'unanimité, y compris ses membres indépendants, émet un avis favorable sur le projet d'Offre, qu'il considère comme étant conforme tant aux intérêts de la Société, qu'à ceux de ses actionnaires et de ses salariés. »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE GENERALE DE SANTE

Les membres du conseil d'administration de générale de Santé ne détiennent pas d'actions de la Société.

4. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

Les 25.301 actions auto-détenues par la Société ne seront pas apportées à l'Offre.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE

En application de l'article 261-1 I 1° du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de Générale de Santé, lors de sa séance du 28 juillet 2014, a désigné le cabinet Finexsi, représenté par Monsieur Olivier Peronnet, en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Les conclusions de ce rapport (qui est intégralement reproduit en annexe de la présente note en réponse) sont les suivantes :

« La présente Offre fait suite à l'acquisition par les initiateurs d'un bloc de contrôle représentant 83,4% du capital de la société.

Dans ce cadre et par référence aux critères d'évaluation les plus pertinents, nous observons que le prix d'offre de 16,00 € par action :

- i. correspond strictement au prix d'acquisition du bloc de contrôle, lequel résulte d'un processus de mise en concurrence de plusieurs acquéreurs potentiels dont les mieux disant ont été les initiateurs, agissant de concert ;*
- ii. s'inscrit dans la fourchette haute des estimations par le DCF, lesquelles aboutissent à un prix compris entre 13,15 € et 16,28 € par action et présente une prime de 0,7% par rapport à la valeur centrale de 15,89 €, étant précisé que ces estimations présentent un caractère volontariste marqué dès lors qu'elles intègrent le potentiel de développement de la société par croissance externe sur les prochaines années.*

De surcroît, dans un contexte où le flottant et les volumes apparaissent limités, l'Offre permet aux actionnaires minoritaires d'accéder à la liquidité immédiate pour la totalité de leurs titres sans avoir à subir l'aléa inhérent à la réalisation du plan d'affaires. Par rapport au cours de bourse moyens historiques, le prix de 16,00 € par action offre une prime de +8,0% à +26,0% selon les cours de référence retenus, et de 3,2% par rapport au cours du 9 mai 2014, veille de l'annonce de l'entrée en négociation exclusive. Le cours de bourse n'a, de plus, jamais atteint le prix d'offre au cours des deux années précédant l'annonce.

En l'absence de sociétés cotées et de transactions réellement comparables, les méthodes analogiques n'ont été utilisées qu'à titre de recoupement. Elles permettent de conforter le caractère équitable de la valeur DCF.

Dans ces conditions, nous sommes d'avis que le prix d'offre de 16,00 € par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de GENERALE DE SANTE.

Par ailleurs, à notre connaissance, il n'existe pas d'accord connexe susceptible de remettre en cause le traitement équitable des associés au plan financier. »

6. CLAUSES D'ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

A l'exception du protocole d'accord conclu entre Ramsay Health Care Ltd. et RHC UK, d'une part, et Predica, d'autre part, le 1^{er} août 2014, et dont les termes sont décrits à la section 1.1.3 du projet de note d'information déposé par les Initiateurs auprès de l'AMF le 10 octobre 2014, et du pacte d'actionnaires conclu entre les mêmes parties le 30 septembre 2014, dont les principales stipulations ont, conformément aux dispositions de l'article L.233-11 du Code de commerce, été communiquées à la Société et à l'AMF qui les a portées à la connaissance du public par une décision publiée le 8 octobre 2014 sous le numéro D&I 214C2099, la Société n'a, à la date du présent document, connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

7. ELEMENTS CONCERNANT GENERALE DE SANTE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1. Structure et répartition du capital

Le capital social de Générale de Santé s'élève à 42.320.396,25 euros, divisé en 56.427.195 actions de 0,75 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées.

Au 7 octobre 2014, et à la connaissance de la Société, le capital social et les droits de vote de Générale de Santé sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote ⁵	% des droits de vote ⁵
RHC UK	26.833.900	47,55	26.833.900	43,16
Predica	20.243.117	35,87	20.243.117	32,56
Sous-total Initiateurs	47.077.017	83,43	47.077.017	75,72
Docteur André Attia ⁶	6.676.009	11,83	12.381.689	19,81
Autres actionnaires	2.648.868	4,69	2.688.692	4,32
Auto-détention	25.301	0,04	25.301 ⁷	0,04
Total	56.427.195	100%	62.172.699⁸	100%

7.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

Obligation de déclaration de franchissement de seuils

L'article 12 des statuts de la Société prévoit que, outre les seuils prévus par les dispositions législatives et réglementaires applicables, toute personne physique ou morale qui, agissant seule ou de concert, viendra à détenir un nombre d'actions représentant plus de un pour cent du capital social ou des droits de vote de la Société, devra informer la Société du nombre total d'actions qu'elle possède par lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée au siège social à l'attention du Président du Conseil d'administration, dans un délai de cinq jours calendaires à compter du franchissement dudit seuil de participation, certifiant que les actions ainsi possédées ne le sont pas pour le compte ou sous contrôle d'une autre personne physique ou morale.

⁵ Droits de vote théoriques conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

⁶ Nombre d'actions détenues indirectement par M. Attia par l'intermédiaire des sociétés SCA Attia Villard Fribourg, Rainbow Santé et l'Arche agissant de concert (source : Décision AMF 2014C2092 du 8 octobre 2014)

⁷ Les actions auto-détenues sont privées de droits de vote.

⁸ Nombre de droits de vote théoriques au 1^{er} octobre 2014 sur la base de la déclaration du nombre droits de vote au 1^{er} octobre publiée sur le site internet de la Société conformément aux article L. 233-8 du Code de commerce et 223-16 du règlement général de l'AMF.

Cette obligation d'information s'appliquera également, dans les mêmes conditions, à toute personne physique ou morale qui, agissant seule ou de concert, détient déjà un nombre d'actions représentant plus de trois pour cent du capital ou des droits de vote de la Société, à chaque fois qu'elle viendra à détenir, agissant seule ou de concert, un nombre d'actions supplémentaire représentant un pour cent du capital ou des droits de vote de la Société, tant qu'elle ne détiendra pas, agissant seule ou de concert, un nombre total d'actions représentant plus des deux tiers du capital ou des droits de vote de la Société.

La même obligation d'information s'imposera, dans le même délai et selon les mêmes modalités, à chaque fois que la fraction du capital ou des droits de vote possédés deviendra inférieure à l'un des seuils indiqués ci-dessus.

A la demande, consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale des actionnaires, d'un ou plusieurs actionnaires détenant trois pour cent au moins du capital ou des droits de vote de la Société, le non-respect des obligations de déclarations de franchissements de seuils qui précèdent sera sanctionné, pour les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée, par la privation du droit de vote pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification.

Transfert d'actions

Aucune clause des statuts n'a pour effet de restreindre les transferts d'actions.

7.3. Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de Générale de Santé (article L. 233-11 du code de commerce)

Ramsay Health Care Ltd., RHC UK et Predica ont conclu le 30 septembre 2014, en vue de la réalisation de l'acquisition du Bloc de Contrôle, un pacte d'actionnaires (le "**Pacte d'Actionnaires**") aux fins d'organiser leurs futures relations en tant qu'actionnaires de Générale de Santé. Conformément aux dispositions de l'article L.233-11 du Code de commerce, les principales stipulations du Pacte d'Actionnaires, qui comprennent notamment un droit de premier refus réciproque et un droit de cession conjointe proportionnel réciproque, ont été communiquées à la Société et à l'AMF qui les a portées à la connaissance du public par une décision publiée le 8 octobre 2014 sous le numéro D&I 214C2099.

7.4. Participations directes et indirectes au capital de Générale de Santé ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil(s) ou d'une déclaration d'opération sur titres

A la date du présent document, les actionnaires de la Société détenant plus de 1 % de son capital et/ou de ses droits de vote sont indiqués dans le tableau figurant à la section 7.1 ci-avant.

A l'exception des déclarations de franchissement de seuils décrites à la section 1.2.3 ci-avant, la Société n'a pas connaissance d'autres opérations la concernant ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil(s) depuis le début de l'exercice social en cours.

Par ailleurs, le docteur André Attia a procédé, entre le 9 juin et le 9 octobre 2014, à plusieurs acquisitions de titres de la Société par l'intermédiaire des sociétés SCA Attia Villard Fribourg, Rainbow Santé et l'Arche agissant de concert. Ces acquisitions ont fait l'objet de déclarations d'achats et de ventes de titres publiées

sur le site internet de l'AMF entre le 19 juin et le 10 octobre 2014 conformément aux dispositions de l'article 231-46 du règlement général de l'AMF.

7.5. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Sous réserve des droits de vote doubles prévus par les statuts de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux.

Il est précisé que l'assemblée générale mixte convoquée pour se tenir le 18 novembre 2014 sera appelée à se prononcer sur plusieurs modifications statutaires et notamment sur une réduction de cinq ans à deux ans de la période de détention minimale permettant l'attribution de droits de vote double.

7.6. Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

7.7. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote

Le Pacte d'Actionnaires mentionné ci-avant comporte certaines stipulations pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote, en particulier des engagements de plafonnement des participations (*standstill*), des engagements de conservation de titres (*lock-up*), un droit de premier refus et un droit de cession conjointe proportionnel. Les principales stipulations du Pacte d'Actionnaires ont été communiquées à la Société et à l'AMF qui les a portées à la connaissance du public par une décision publiée le 8 octobre 2014 sous le numéro D&I 214C2099.

7.8. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de Générale de Santé

7.8.1. Règles actuelles

Règles relatives à la composition du Conseil d'administration, à la nomination et au remplacement de ses membres

En vertu de l'article 15 de ses statuts, la Société est administrée par un Conseil d'administration composé de six (6) membres au moins et de onze (11) membres au plus, sous réserve des dérogations prévues par la loi, notamment en cas de fusion.

Les membres du Conseil d'administration peuvent être des personnes physiques ou des personnes morales qui sont nommés, renouvelés et peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire (sous réserve des dérogations prévues par la loi, notamment en cas de fusion et de scission).

Les membres du Conseil d'administration sont nommés pour une durée de trois ans, prenant fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat, sous réserve des dispositions relatives à la limite d'âge.

Ils sont rééligibles sous les mêmes réserves.

Aucune personne physique ayant atteint l'âge de quatre-vingts ans ne peut être nommée membre du Conseil d'administration si sa nomination a pour effet de porter à plus de la moitié le nombre des membres du Conseil d'administration ayant atteint cet âge. Lorsque ce seuil est dépassé, le membre du Conseil d'administration le plus âgé est réputé démissionnaire d'office.

Toute personne morale nommée au Conseil d'administration doit désigner, lors de sa nomination, un représentant permanent qui est soumis aux mêmes conditions et obligations et encourt les mêmes responsabilités civile et pénale que s'il était membre du Conseil d'administration en son nom propre, sans préjudice de la responsabilité solidaire de la personne morale qu'il représente.

En cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges de membres du Conseil d'administration sans toutefois que le nombre membres du Conseil d'Administration restants soit inférieur à six, le Conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire.

Si le nombre des membres du Conseil d'administration devient inférieur à six sans toutefois être inférieur à trois, le Conseil d'administration doit procéder à des nominations à titre provisoire, pour que celui soit composé au minimum de six membres, dans le délai de trois mois à compter du jour où se produit la vacance. Les nominations effectuées par le Conseil d'administration, conformément aux deux paragraphes précédents, sont soumises à ratification par la prochaine assemblée générale ordinaire. A défaut de ratification par l'assemblée générale ordinaire, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le Conseil d'administration n'en demeurent pas moins valables.

Si le nombre des membres du Conseil d'administration devient inférieur à trois, les membres du Conseil d'Administration restants doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire en vue de compléter l'effectif du Conseil d'administration.

L'Administrateur nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonction que pour le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Le Conseil d'administration élit parmi ses membres personnes physiques un Président et un Vice-Président dont il fixe la rémunération et la durée des fonctions, sans que cette dernière puisse excéder la durée de leur mandat de membre du Conseil d'administration. Ils sont rééligibles, sous réserve des cas de cessation de mandats prévus par les dispositions du Code de commerce et, le cas échéant, de l'application de la limite d'âge.

Règles relatives à la modification des statuts de Générale de Santé

L'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société, conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

En application des dispositions de l'article 15.3 des statuts, toute décision du Conseil d'administration relative à un projet de modification des statuts ne peut être adoptée qu'à la majorité de plus des deux tiers de tous les membres du Conseil d'administration.

7.8.2. Règles qui prévaudront à l'issue de l'adoption des nouveaux statuts de Générale de Santé

Le Conseil d'administration de la Société a, lors de sa réunion du 7 octobre 2014, convoqué l'assemblée générale mixte des actionnaires le 18 novembre 2014 à l'effet de se prononcer sur une modification des statuts de la Société.

Les nouveaux statuts sur lesquels l'assemblée générale mixte sera appelée à se prononcer ne modifient pas substantiellement les règles relatives à la composition du Conseil d'administration, à la nomination et au remplacement de ses membres, ou à la modification des statuts, sous réserve (i) de l'allongement de la durée du mandat des administrateurs de trois à quatre ans et (ii) l'abaissement de la limite d'âge des administrateurs de quatre-vingt ans à soixante-quinze ans.

7.9. Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre.

Conformément à l'article 15.3 des statuts actuels de la Société, les décisions du Conseil d'administration sont prises à la majorité des voix des membres présents, réputés présents ou représentés. La voix du Président, du Vice-président ou, le cas échéant, du Directeur Général s'il est membre du Conseil d'Administration, n'est jamais prépondérante en cas de partage des voix.

Toutefois, par exception à ce qui précède, les décisions suivantes du Conseil d'administration concernant la Société et/ou les sociétés qu'elle contrôle au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce sont prises à la majorité de plus des deux-tiers de tous les membres du Conseil d'Administration :

- (i) Approbation et modification du business plan ;
- (ii) Approbation du budget annuel ;
- (iii) Toute modification du budget annuel ;
- (iv) Réalisation, en une ou plusieurs séries d'opérations, de tout investissement (notamment prise de participation, constitution de société, achat d'actifs ou de toute autre manière) non prévu dans le budget annuel et d'un montant supérieur à 10 millions d'euros ;
- (v) Toute vente, cession ou transfert d'actifs non prévu dans le budget annuel et d'un montant supérieur à 5 millions d'euros au cours d'un exercice donné ;
- (vi) Octroi de tout gage, hypothèque, sûreté, garantie ou autre droit de tiers sur des actifs représentant plus de 5 millions d'euros au cours d'un exercice donné ;
- (vii) Souscription, en une ou plusieurs séries d'opérations, de tout endettement ou engagement hors-bilan (y compris au titre de garanties) non prévu dans le budget annuel et supérieur à 5 millions d'euros au cours d'un exercice donné, et toute modification de ces engagements (notamment toute dérogation ou décision pouvant constituer un cas de défaut au titre des contrats de financement) ;
- (viii) Approbation de toute dépense (« *capital expenditures* »), en une ou plusieurs séries d'opérations, non prévue par le budget annuel d'un montant supérieur à 10 millions d'euros au

cours d'un exercice donné ;

(ix) Arrêté des comptes annuels ;

(x) Toute augmentation ou réduction de capital, et notamment toute émission de valeurs mobilières donnant accès au capital ;

(xi) Approbation de toute opération ayant pour effet ou pouvant avoir pour effet de diluer les actionnaires existants ou un impact sur la substance de leurs titres (notamment fusions, scissions, apports en numéraire ou en nature, émission de valeurs mobilières donnant accès au capital, options de souscription ou d'achat d'action, bons autonomes, introduction en bourse, leveraged recapitalization, etc.) ;

(xii) Toute modification des statuts de la Société ;

(xiii) Approbation et modification de programmes de rachat d'actions ;

(xiv) Tout versement de dividendes ou autre distribution (y compris les modalités d'une telle distribution : distribution, réduction de capital, apport partiel d'actif, etc.) ;

(xv) Alliances stratégiques impliquant la Société et/ou ses filiales ;

(xvi) Nomination et révocation des commissaires aux comptes et du cabinet comptable de la Société et modification des principes et méthodes comptables ;

(xvii) Nomination du Directeur Général et fixation et modification significative de la rémunération de ce dernier ;

(xviii) Adoption ou modification de tout plan de stock options ou d'actions gratuites; ou de tout autre plan similaire ; et

(xix) Toute mesure relative à la liquidation ou à la dissolution de la société.

Les nouveaux statuts sur lesquels l'assemblée générale mixte sera appelée à se prononcer le 18 novembre 2014 prévoient une nouvelle liste de décisions requérant l'approbation de la majorité des deux tiers des membres présents, réputés présents ou représentés du Conseil d'administration. La liste complète de ces décisions, comprenant notamment l'approbation de toute mesure prise avant ou pendant la période de toute offre publique visant les titres de la société et dont la mise en œuvre serait susceptible de faire échouer ladite offre, figure à l'article 14.4 du projet de nouveaux statuts annexé aux projets de résolutions publiés au Bulletin des annonces légales obligatoires (BALO) du 13 octobre 2014 sous le numéro 1404767.

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et des dispositions statutaires mentionnées ci-avant, le Conseil d'administration dispose à la date du présent document des délégations suivantes, qui lui ont été conférées par l'assemblée générale des actionnaires de la Société réunie le 11 juin 2013.

Nature des autorisations	Date de l'assemblée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social autorisé	Durée	Utilisation des autorisations
Émission de d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société et/ou de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance avec maintien du droit préférentiel de souscription (Art. L225-129 et s. L228-91 et s. Code de commerce)	11/06/2013	22.350.000 euros Le montant nominal des valeurs mobilières représentatives de créances sur la Société ne pourra excéder 610.900.000 euros	26 mois	Néant
Augmentation du capital de la Société par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres avec maintien du droit préférentiel de souscription (Art. L225-129 et s. Code de commerce)	11/06/2013	22.350.000 euros	26 mois	Néant
Émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société et/ou l'émission de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créances avec suppression du droit préférentiel de souscription (Art. L225-129, L225-134 et s. L228-91 et s. Code de commerce)	11/06/2013	22.350.000 euros Le montant nominal des valeurs mobilières représentatives de créances sur la Société ne pourra excéder 610.900.000 euros	26 mois	Néant

Émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société et/ou l'émission de valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créances avec suppression du droit préférentiel de souscription (Art. L411-2 II Code monétaire et financier)	11/06/2013	4.470.000 euros Le montant nominal des valeurs mobilières représentatives de créances sur la Société ne pourra excéder 122.180.000 euros	26 mois	Néant
Émission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital en rémunération d'apports en nature portant sur des titres de capital ou des valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription (Art. L225-129, L225-147 et s. Code de commerce)	11/06/2013	10 % du capital social au jour de l'émission Le montant nominal des valeurs mobilières représentatives de créances sur la Société ne pourra excéder 61.090.000 euros	26 mois	Néant
Émission de titres de capital au profit de médecins et autres praticiens exerçant leurs activités médicales et/ou paramédicales au sein des établissements détenus par la Société et/ou ses filiales (Art. L225-129, L225-138 Code de commerce)	11/06/2013	1.210.000 euros	18 mois	Néant
Émission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital réservées aux adhérents de plans d'épargne (Art. L225-129 et s. L225-138 et s. Code de commerce, L3332-1 Code du travail)	11/06/2013	1.210.000 euros	26 mois	Néant

Attribution d'options de souscription ou d'achat d'actions au profit des membres du personnel à déterminer parmi les salariés et éventuellement les mandataires sociaux de la Société et des sociétés ou des groupements qui lui sont liés (Art. L225-177 Code de commerce)	11/06/2013	5% du capital social	38 mois	Néant
Attributions gratuites d'actions existantes ou à émettre au profit des membres du personnel salarié et des mandataires sociaux du groupe ou de certains d'entre eux (Art. L225-197-1 Code de commerce)	11/06/2013	3% du capital social	38 mois	Néant
Augmentation du nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription (Art. L225-135-1 Code de commerce)	11/06/2013	15% de l'émission initiale	26 mois	Néant
Réduction du capital social par annulation des actions auto-détenues (Art. L225-209 Code de commerce)	11/06/2013	10% des actions composant le capital social	26 mois	Néant

7.10. Accord conclu par la Société et prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société

Il est précisé que l'Offre n'entraînera pas changement de contrôle de Générale de Santé.

7.11. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les principaux salariés de Générale de Santé, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Les accords de cette nature concernant le Directeur Général et le Directeur Général Délégué de la Société sont décrits à la section 16.3 figurant aux pages 113 et 114 du Document de Référence 2013 de la Société déposé auprès de l'AMF le 30 avril 2014 sous le numéro D.14-0457.

8. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION

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

Pascal Roché, Directeur-Général de Générale de Santé S.A.

ANNEXE

Rapport de l'expert indépendant



F I N E X S I
EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Société anonyme à Conseil d'administration
au capital de 42.320.396,25 €
96, avenue d'Iéna
75116 Paris
RCS de Paris N° 383 699 048

ATTESTATION D'EQUITE

Offre Publique d'Achat simplifiée initiée conjointement par les sociétés RAMSAY HEALTH CARE (UK) LIMITED et PREVOYANCE DIALOGUE DU CREDIT AGRICOLE visant les actions de la société GENERALE DE SANTE

7 octobre 2014

Sommaire

1	<u>Présentation de l'opération</u>	- 25 -
1.1	<u>Sociétés concernées par l'opération</u>	- 25 -
1.1.1	<u>Présentation des sociétés initiatrices</u>	- 25 -
1.1.2	<u>Présentation de la société objet de l'Offre</u>	- 25 -
1.2	<u>Contexte de la présente Offre</u>	- 27 -
1.2.1	<u>Acquisition du bloc de contrôle</u>	- 27 -
1.2.2	<u>Accords constitutifs du concert</u>	- 28 -
1.3	<u>Stratégie et intentions des initiateurs</u>	- 29 -
1.3.1	<u>Stratégie d'investissement</u>	- 29 -
1.3.2	<u>Fusion</u>	- 29 -
1.3.3	<u>Entrée d'investisseurs dans le capital de GENERALE DE SANTE</u>	- 30 -
1.3.4	<u>Distribution d'un dividende exceptionnel</u>	- 30 -
1.3.5	<u>Maintien de la cotation et liquidité du titre</u>	- 30 -
1.3.6	<u>Caractéristiques de l'offre</u>	- 31 -
2	<u>Déclaration d'indépendance</u>	- 31 -
3	<u>Diligences effectuées</u>	- 32 -
4	<u>Présentation des activités et de l'environnement de GENERALE DE SANTE</u>	- 33 -
4.1	<u>Présentation des activités de GENERALE DE SANTE</u>	- 33 -
4.1.1	<u>Bref rappel de l'historique</u>	- 33 -
4.1.2	<u>Les activités actuelles</u>	- 35 -
4.1.3	<u>Situation d'endettement de la société</u>	- 37 -
4.1.4	<u>Politique de gestion immobilière</u>	- 37 -
4.1.5	<u>Le modèle économique et les perspectives</u>	- 39 -
4.2	<u>Matrice SWOT</u>	- 41 -
5	<u>Evaluation de la société GENERALE DE SANTE</u>	- 42 -
5.1	<u>Méthodes d'évaluation écartées</u>	- 42 -
5.1.1	<u>Actif net comptable consolidé</u>	- 42 -
5.1.2	<u>Actif net réévalué</u>	- 42 -
5.1.3	<u>Méthode du rendement</u>	- 42 -
5.1.4	<u>Objectifs de cours de bourse des analystes</u>	- 42 -
5.2	<u>Méthodes d'évaluation retenues</u>	- 43 -
5.2.1	<u>Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (ou DCF)</u>	- 43 -

5.2.2	<u>Transaction récente sur le capital de la société</u>	- 44 -
5.2.3	<u>Cours de bourse de la société</u>	- 44 -
5.2.4	<u>Comparables boursiers (à titre de recoupement)</u>	- 46 -
5.2.5	<u>Transactions comparables (à titre de recoupement)</u>	- 46 -
5.3	<u>Données de référence de la société GENERALE DE SANTE</u>	- 47 -
5.3.1	<u>Nombre de titres de référence retenu</u>	- 47 -
5.3.2	<u>Dette financière nette</u>	- 47 -
5.4	<u>Mise en œuvre de la valorisation de la société GENERALE DE SANTE</u>	- 48 -
5.4.1	<u>Méthodes d'évaluation retenues à titre principal</u>	- 48 -
5.4.2	<u>Méthode d'évaluation retenue à titre secondaire</u>	- 55 -
5.4.3	<u>Méthodes d'évaluation retenues à titre de recoupement</u>	- 55 -
6	<u>Appréciation du prix établi par les établissements présentateurs</u>	- 61 -
6.1	<u>Choix des critères d'évaluation</u>	- 61 -
6.2	<u>Mise en œuvre des différents critères</u>	- 61 -
6.2.1	<u>Données financières</u>	- 62 -
6.2.2	<u>Actualisation des flux de trésoreries futurs</u>	- 62 -
6.2.3	<u>Référence à la transaction préalable</u>	- 63 -
6.2.4	<u>Analyse du cours de bourse</u>	- 63 -
6.2.5	<u>Multiplés observés sur les sociétés cotées comparables</u>	- 63 -
6.2.6	<u>Multiplés observés sur des transactions portant sur des sociétés comparables</u>	- 64 -
6.2.7	<u>Référence aux cours cibles des analystes</u>	- 64 -
7	<u>Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix d'Offre</u>	- 65 -
7.1	<u>Synthèse de nos travaux d'évaluation</u>	- 65 -
7.2	<u>Conclusion</u>	- 65 -
	<u>Annexe unique</u>	- 67 -

Dans le cadre du projet d'Offre Publique d'Achat simplifiée (ci-après dénommée « l'Offre ») initiée par les sociétés RAMSAY HEALTH CARE (UK) LIMITED (ci-après « RHC UK ») et PREVOYANCE DIALOGUE DU CREDIT AGRICOLE (ci-après « PREDICA ») visant les actions de la société GENERALE DE SANTE en suite de l'acquisition d'un bloc de contrôle auprès des actionnaires de référence de GENERALE DE SANTE, nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Notre nomination, par le Conseil d'administration de GENERALE DE SANTE du 28 juillet 2014, a été effectuée sur le fondement de l'article 261-1 I 1° du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») en raison des conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil d'administration que l'Offre est susceptible de générer dans un contexte où, à ce jour, la société est d'ores et déjà contrôlée par les initiateurs.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et les informations qui nous ont été transmises par GENERALE DE SANTE et ses conseils, ainsi que par CREDIT AGRICOLE CORPORATE AND INVESTMENT BANK (ci-après « CREDIT AGRICOLE CIB ») et LAZARD FRERES BANQUE (ci-après « LAZARD ») en qualité de banques présentatrices de l'Offre. Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence et qui n'ont été collectées que pour le strict besoin de notre mission. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués.

1. Présentation de l'opération

1.1. Sociétés concernées par l'opération

1.1.1. Présentation des sociétés initiatrices

RAMSEY HEALTH CARE (UK) LIMITED (« RHC UK ») est une société à responsabilité limitée de droit anglais, dont le siège social est sis 1 Hasset street, Bedford, Bedfordshire, MK 40 IHA, Royaume-Uni, identifiée sous le numéro 06043039. Elle est la filiale de RAMSEY HEALTH CARE LIMITED, groupe hospitalier mondial exploitant plus de 120 hôpitaux et établissements de chirurgie à travers l'Australie, le Royaume-Uni, l'Indonésie et la France. Le groupe est coté à la bourse de Sydney.

La société PREVOYANCE DIALOGUE du CREDIT AGRICOLE (« PREDICA ») est une société anonyme, dont le siège social est sis 50-56 rue de la Procession, 75015 Paris, France. Elle est identifiée sous le numéro 334 028 123 RCS Paris. PREDICA est filiale du groupe CREDIT AGRICOLE, elle propose aux clients de ce même groupe (particuliers, professionnels, entreprises...) une offre d'assurance-vie, de retraite et de prévoyance. Le groupe est aujourd'hui le 2^{ème} assureur-vie en France. L'entreprise compte 739 collaborateurs et totalise 220 Mds € d'encours de contrats gérés (15% de part de marché) pour 14 millions de contrats.

Après l'acquisition, le 1^{er} octobre 2014, du bloc majoritaire⁹ par RHC UK et PREDICA, la participation des sociétés dans le capital de GENERALE DE SANTE est respectivement de 47,6% et de 35,9%¹⁰.

En conséquence, conformément à l'article 234-2 du règlement général de l'AMF¹¹ RHC UK et PREDICA, agissant de concert, proposent de manière irrévocable aux actionnaires de GENERALE DE SANTE, d'acquérir la totalité de leurs actions, au prix de 16,00 € par action.

1.1.2. Présentation de la société objet de l'Offre

Créée en 1987, GENERALE DE SANTE est une société anonyme à Conseil d'administration. Elle exerce une activité d'opérateur multi-spécialiste présent dans les activités de médecine, chirurgie, obstétrique, soins de suite et de réadaptation et hospitalisation à domicile. Le groupe emploie 19.000 salariés à fin décembre 2013.

Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 383 699 048.

Le capital social de GENERALE DE SANTE s'élève, au 30 septembre 2014, à 42.320.396,25 €. Il est composé de 56.427.195 actions toutes de même catégorie. GENERALE DE SANTE a été introduite

⁹ Le bloc majoritaire était détenu jusqu'alors par SANTE DEVELOPPEMENT EUROPE et SANTE SA (Cf. §1.1.2)

¹⁰ Source : Projet de note d'information transmis par le cabinet BREDIN PRAT, conseil de GENERALE DE SANTE.

¹¹ « *Lorsqu'une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, vient à détenir, directement ou indirectement, plus de 30 % des titres de capital ou des droits de vote d'une société, elle est tenue à son initiative d'en informer immédiatement l'AMF et de déposer un projet d'offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote, et libellé à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme par l'AMF.* »

sur le premier marché de la Bourse de Paris le 20 juin 2001, l'action est cotée sur le compartiment B de NYSE EURONEXT PARIS.

La répartition du capital et des droits de vote exerçables au 30 septembre 2014 est la suivante :

Avant acquisition du bloc majoritaire par RHC UK et PREDICA :

Actionnariat au 30 septembre 2014

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote (3)	% des droits de vote
<i>Santé Développement Europe</i>	33 660 644	59,7%	66 799 834	61,4%
<i>Santé SA</i>	13 416 373	23,8%	26 832 746	24,7%
Sous-Total bloc majoritaire de contrôle	47 077 017	83,4%	93 632 580	86,1%
<i>Docteur André Attia (1)</i>	6 658 657	11,8%	12 364 337	11,4%
Total actionnaires détenant plus de 3% du capital	53 735 674	95,2%	105 996 917	97,5%
Actionnaires détenant moins de 3% du capital (2)	2 666 220	4,7%	2 706 044	2,5%
Autocontrôle (4)	25 301	0,04%	25 301	0,02%
Total général	56 427 195	100,0%	108 728 262	100,0%

Source : *Projet de note d'information transmis par le cabinet Bredin Prat.*

(1) *Nombre d'actions détenues indirectement par le Docteur André Attia par l'intermédiaire des sociétés SCA Attia Villard Fribourg, Rainbow Santé et l'Arche agissant de concert.*

(2) *Les actionnaires détenant moins de 3% du capital sont assimilés à du flottant.*

(3) *Droits de vote théoriques conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.*

(4) *Les actions auto-détenues sont privées de droit de vote.*

Les actions auto-détenues sont privées de droit de vote. Conformément aux statuts, un droit de vote double est attribué à toute action nominative entièrement libérée pour laquelle il est justifié d'une inscription en compte au nom d'un même actionnaire pendant une durée d'au moins 5 ans.

Depuis le 1^{er} octobre 2014, le bloc majoritaire est détenu conjointement par RHC UK et PREDICA dans les proportions suivantes :

Actionnariat post acquisition du bloc de contrôle

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote (3)	% des droits de vote
RHC UK	26 833 900	47,6%	26 833 900	43,2%
Predica	20 243 117	35,9%	20 243 117	32,6%
Total initiateurs	47 077 017	83,4%	47 077 017	75,7%
Docteur André Attia (1)	6 676 009	11,8%	12 381 689	19,9%
Total actionnaires détenant plus de 3% du capital	53 753 026	95,3%	59 458 706	95,6%
Actionnaires détenant moins de 3% du capital (2)	2 648 868	4,7%	2 688 692	4,3%
Autocontrôle (4)	25 301	0,04%	25 301	0,0%
Total général	56 427 195	100,0%	62 172 699	100,0%

Source : Projet de note d'information transmis par le cabinet Bredin Prat.

(1) Nombre d'actions détenues indirectement par le Docteur André Attia par l'intermédiaire des sociétés SCA Attia Villard Fribourg, Rainbow Santé et l'Arche agissant de concert.

(2) Les actionnaires détenant moins de 3% du capital sont assimilés à du flottant.

(3) Droits de vote théoriques conformément aux dispositions de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

(4) Les actions auto-détenues sont privées de droit de vote.

1.2. Contexte de la présente Offre

Le contexte de l'Offre est présenté comme suit dans le projet de note d'information établi par les sociétés RHC UK et PREDICA¹² :

1.2.1. Acquisition du bloc de contrôle

« Le 1er octobre 2014, en application d'un contrat d'acquisition d'actions, conclu en date du 10 juin 2014, tel que complété par deux accords additionnels en date du 10 juin 2014 (le "Contrat d'Acquisition d'Actions"), les Initiateurs ont acquis hors marché auprès de Santé SA et sa filiale, détenue à 100 %, Santé Développement Europe SAS, 47 077 017 actions Générale de Santé, représentant 83,43 % des actions et 75,72 % des droits de vote de Générale de Santé (le "Bloc de Contrôle") pour un prix de 753 232 272 euros, soit un prix de 16,00 euros par actions (le "Prix du Bloc de Contrôle"), après constatation de la réalisation de l'ensemble des conditions suspensives. L'acquisition du Bloc de Contrôle par les Initiateurs a été effectuée à hauteur de 57 % par RHC UK et de 43 % par Predica. A cet effet, RHC UK a acquis 26 833 900 actions Générale de Santé représentant 47,55 % du capital et 43,16 % des droits de vote théoriques de la Société et Predica a acquis 20 243 117 actions Générale de Santé représentant 35,87 % du capital et 32,56 % des droits de vote théoriques de la Société. Le Contrat d'Acquisition d'Actions ne contient aucune clause de complément de prix ou mécanisme de réinvestissements des actionnaires cédants dans Générale de Santé ou dans une des sociétés du groupe de chacun des Initiateurs.

¹² Source : Projet de note d'information transmis par le cabinet BREDIN PRAT.

Préalablement à l'acquisition du Bloc de Contrôle, les Initiateurs ne détenaient aucune action Générale de Santé.

Il est rappelé également que l'assemblée générale des actionnaires de Générale de Santé en date du 17 juin 2014 a approuvé la mise en distribution d'un dividende de 0,75 euro par action (soit une somme globale de 42 320 396,25 euros). La mise en paiement de ce dividende est intervenue le 22 juillet 2014, préalablement à l'acquisition du Bloc de Contrôle.

Le projet d'acquisition des actions formant le Bloc de Contrôle a été porté à la connaissance du public par la diffusion, le 12 mai 2014, de communiqués de presse de Santé SA (repris sur le site Internet de Générale de Santé) et de Ramsay Health Care Limited, société de droit australien qui est la société-mère de RHC UK ("Ramsay Health Care Ltd."). Ces publications ont marqué l'ouverture d'une période de pré-offre qui a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 12 mai 2014 sous le numéro D&I 214C0747. Par la suite, la signature du Contrat d'Acquisition d'Actions a également fait l'objet de communiqués de presse le 11 juin 2014. L'acquisition du Bloc de Contrôle a été autorisée par l'Autorité de la Concurrence le 24 septembre 2014 au titre du contrôle des concentrations. La réalisation de l'acquisition du Bloc de Contrôle a été annoncée par la diffusion d'un communiqué de presse conjoint des Initiateurs le 2 octobre 2014. Elle a également donné lieu à des déclarations de franchissement de seuils et d'intention pour les prochains mois effectuées par chacun des Initiateurs conformément aux dispositions de l'article L.233-7 du Code de commerce. ».

1.2.2. Accords constitutifs du concert

« Dans le contexte de l'acquisition du Bloc de Contrôle, les Initiateurs ont conclu une série d'accords relativement à Générale de Santé dont une description [résumée] figure ci-dessous :

Protocole d'accord

Le 1er août 2014, Ramsay Health Care Ltd. et RHC UK, d'une part, et Predica, d'autre part, ont conclu, un protocole d'accord (le "Protocole d'Accord") aux termes duquel les parties reconnaissent agir de concert à l'égard de Générale de Santé et se sont engagées, une fois l'acquisition du Bloc de Contrôle effectuée, à conclure un pacte régissant leurs relations en tant qu'actionnaires de Générale de Santé et à déposer conjointement une offre publique d'achat simplifiée portant sur le solde des actions de la société Générale de Santé qu'elles ne détiennent pas. »

Les principaux thèmes de ce protocole, repris dans le projet de note d'information, sont les suivants :

- Acquisitions des blocs, dépôt et conduite de l'Offre ;
- Projet de fusion avec RAMSAY SANTE SA, société contrôlée par RHC UK, sous réserve du respect de l'ensemble des conditions requises, en ce compris l'information et la consultation éventuelle des instances représentatives du personnel concernées ;
- Liquidité et seuil minimum de participation dans le capital de GENERALE DE SANTE ;
- Entrée d'investisseurs dans le capital de GENERALE DE SANTE.

Les 3 derniers points seront détaillés au § 1.3 ci-après.

Pacte d'Actionnaires

« Le 30 septembre 2014, dans la perspective de la réalisation de l'acquisition du Bloc de Contrôle, Ramsay Health Care Ltd., RHC UK et Predica ont conclu un pacte d'actionnaires (le "Pacte d'Actionnaires") aux fins d'organiser leurs futures relations en tant qu'actionnaires de Générale de Santé. Il est précisé que le Pacte d'Actionnaires est constitutif d'une action de concert. Conformément aux dispositions de l'article L.233-11 du Code de commerce, les principales stipulations du Pacte d'Actionnaires ont été communiquées à la Société et à l'AMF qui les a portées à la connaissance du public. »

Le pacte d'Actionnaires vise notamment à organiser la gouvernance de GENERALE DE SANTE et le transfert des titres de la société. Ces éléments sont explicités et repris dans le projet de note d'information.

Nous n'avons pas identifié dans ce pacte de disposition pécuniaire susceptible d'avoir une incidence sur le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

1.3. Stratégie et intentions des initiateurs

1.3.1. Stratégie d'investissement

« La stratégie des Initiateurs à l'égard de Générale de Santé est de faire évoluer son modèle d'offre de soins et adapter ses organisations pour qu'elles soient plus simples, plus réactives, plus proches des patients et des praticiens. Cette stratégie s'appuie sur les fondamentaux suivants :

- une gestion des établissements en réseau au travers de la création de pôles territoriaux regroupant plusieurs établissements du groupe au sein d'un même bassin de vie,
- une prise en charge globale et coordonnée du patient qui bénéficie d'un accompagnement personnalisé,
- la poursuite de la politique qualité.

Par ailleurs, les initiateurs entendent étudier les opportunités de développement de Générale de Santé en Europe. »

« RHC et Predica entendent définir une stratégie d'investissements commune à l'égard de Générale de Santé ayant pour objectif d'en faire un leader des opérateurs de services de santé en Europe. Ce projet serait mis en œuvre en fonction des conditions de marché et des opportunités dans les pays cibles identifiés en privilégiant des services de santé de qualité reposant sur des technologies à haute valeur ajoutée. ».

1.3.2. Fusion

« [...] l'objectif des Initiateurs est de procéder à l'intégration capitalistique et opérationnelle des sociétés Générale de Santé et Ramsay Santé SA dans les neuf mois de l'acquisition du Bloc de Contrôle, sous réserve du respect de l'ensemble des conditions requises, en ce compris l'information et la consultation éventuelle des instances représentatives du personnel concernées. Cette intégration serait effectuée par voie de fusion-absorption de Ramsay Santé SA

(en tant que société absorbée) par Générale de Santé (en tant que société absorbante). Dans ce cadre, les Initiateurs demanderont à l'AMF de confirmer, en application de l'article 236-6 de son règlement général, que le projet de fusion ne requiert pas la mise en œuvre par eux d'une offre publique de retrait. »

1.3.3. Entrée d'investisseurs dans le capital de GENERALE DE SANTE

« Les parties au Protocole d'Accord déclarent envisager favorablement l'entrée au capital de Générale de Santé de nouveaux investisseurs présents sur le marché de la santé en qualité d'actionnaires minoritaires. Dans ce cadre, il a été convenu que des cessions d'actions Générale de Santé au profit de tels investisseurs puissent être effectuées par RHC UK et Predica (selon une répartition de 57 % / 43 %, respectivement) à tout moment, y compris à la suite de l'acquisition du Bloc de Contrôle, pour autant toutefois que RHC UK et Predica conservent ensemble une participation minimum d'au moins deux tiers du capital et des droits de vote de Générale de Santé jusqu'à la réalisation de la Fusion. Le nombre de titres pouvant ainsi être cédés dépendra, entre autres choses, du nombre d'actions Générale de Santé apportées à l'offre publique d'achat simplifiée. Sous réserve de la réalisation de telles cessions et une fois celles-ci réalisées, les parties ont l'intention de conclure un pacte d'actionnaires non concertant avec ces nouveaux investisseurs. Aux termes du Protocole d'Accord, de telles cessions seraient réalisées sur la base de la valorisation arrêtée avec les cédants du Bloc de Contrôle au titre du Contrat d'Acquisition d'Actions, soit 16,00 euros par action. »

1.3.4. Distribution d'un dividende exceptionnel

« Il est prévu de soumettre à l'assemblée générale de Générale de Santé, convoquée pour se réunir le 18 novembre 2014, une résolution en vue d'approuver une distribution exceptionnelle d'un montant de 1,07 euro par action, représentant environ 60,4 millions d'euros qui serait prélevée sur le poste "prime d'émission, de fusion, d'apport". Le conseil d'administration de la Société serait également convoqué afin de décider le versement d'un acompte sur dividendes à hauteur d'un montant maximum de 79,6 millions d'euros, soit un montant maximum de 1,41 euro par action, qui serait permis grâce à des remontées de dividendes en provenance des filiales de Générale de Santé (la distribution de l'acompte sur dividendes et la distribution de réserves étant ensemble ci-après dénommées la "Distribution").

La Distribution sera financée par l'utilisation à due concurrence des facilités de crédit mises en place lors du refinancement du groupe Générale de Santé intervenu le 1^{er} octobre 2014.

S'agissant de ses deux composantes, la date d'arrêté pour le paiement de la Distribution et la date de mise en paiement de la Distribution interviendront une fois l'Offre clôturée et au plus tard avant la réalisation de la Fusion, en conséquence de quoi, les actionnaires qui apporteront leurs titres à l'Offre n'auront pas droit au bénéfice de la Distribution. »

1.3.5. Maintien de la cotation et liquidité du titre

« Les parties au Protocole d'Accord reconnaissent que Générale de Santé a vocation à demeurer une société cotée pour permettre à la Société de continuer à bénéficier d'un accès aux marchés de capitaux et d'assurer la liquidité du titre Générale de Santé. A cet effet, à l'issue de

l'offre publique d'achat simplifiée et une fois la Fusion réalisée, RHC UK et Predica pourraient envisager de réduire leur participation respective dans Générale de Santé en dessous du seuil des deux tiers du capital de la Société pour autant, toutefois, que la participation détenue de concert par RHC UK et Predica dans Générale de Santé excède à tout moment 50,1 % du capital de la Société et que la participation de RHC UK soit supérieure à celle de Predica. »

« Selon les termes du Pacte d'Actionnaires, les parties s'engagent à faire leurs meilleurs efforts pour que le marché de l'action Générale de Santé dispose d'un flottant minimum avec pour objectif un flottant compris entre 15 % et 20 % du capital sur la base du nombre total d'actions Générale de Santé en circulation au 31 décembre 2015. A cet effet, les parties conviennent de se réunir et de négocier de bonne foi les moyens d'augmenter le flottant si ce dernier venait à représenter moins de 20 % du capital de la Société à cette date.

Dans l'hypothèse où une partie viendrait à décider de céder ses actions dans le cadre du mécanisme de liquidité décrit plus haut, l'autre partie disposerait d'un droit de première offre qui pourra s'exercer sur la totalité des titres offerts dans un délai de huit (8) jours ouvrés à compter de la réception d'une notification de transfert. La partie venderesse pourra alors accepter l'offre qui lui est faite ou vendre les titres à un tiers à un prix qui ne pourra être inférieur au prix proposé par l'autre partie.

Le Pacte d'Actionnaires prévoit que les stipulations décrites ci-dessus, ne trouveront pas à s'appliquer si à l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée le flottant de la Société est supérieur à 20 %. »

1.3.6. Caractéristiques de l'offre

« A la date du présent projet de note d'information, les Initiateurs détiennent ensemble directement 47 077 017 actions Générale de Santé, représentant 83,43 % du capital et 75,72 % des droits de vote théoriques de la Société.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions Générale de Santé non détenues par les Initiateurs à la date de dépôt de l'Offre, soit à la connaissance des Initiateurs, un nombre de 9 350 178 actions Générale de Santé, représentant 16,57 % du capital et 24,28 % des droits de vote théoriques sur la base d'un nombre total de 56 427 195 actions et de 62 172 699 droits de vote de la Société en application de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF au 1^{er} octobre 2014. »

« Les Initiateurs s'engagent irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de Générale de Santé toutes les actions de la Société non détenues par eux visées par l'Offre qui seront apportées à l'Offre, au prix de 16,00 euros par action, pendant une période minimum de dix (10) jours de négociation. »

2. Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER, ainsi que ses associés,

- sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit règlement général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;

- disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission.

Le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

3. Diligences effectuées

Le détail de nos diligences figure en Annexe.

Nos diligences ont principalement consisté à :

- Appréhender le contexte dans lequel se situe l'opération envisagée ;
- Analyser les risques et opportunités identifiés susceptibles d'affecter la valorisation de la société GENERALE DE SANTE ;
- Analyser les données prévisionnelles disponibles (business plans, données budgétaires) ;
- Mettre en œuvre une approche multicritère de valorisation des actions de la société GENERALE DE SANTE ;
- Faire une revue critique du rapport d'évaluation préparé par les Banques Présentatrices de l'Offre ;
- Préparer une attestation d'équité.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) publiées par la société au titre des derniers exercices clos.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le management de la société tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre la situation financière actuelle, les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent. Ces échanges ont principalement porté sur :

- Le contexte et les modalités de l'opération conduisant au dépôt de l'Offre ;
- Le refinancement de la dette in fine à échéance du 24 octobre 2014, repoussée au 31 mars 2015 ;
- L'activité de GENERALE DE SANTE, son évolution et ses perspectives de développement à moyen et long terme.

Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses économiques sur lesquelles se basent les données prévisionnelles sous-tendant le plan d'affaires à 4 ans du management ainsi que du

business plan « croissance externe », puis, sur la base de ces prévisions, modélisé les flux de trésorerie afin de mettre en œuvre une approche fondée sur l'actualisation de ces flux.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (transactionnelles et boursières), nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et transactions comparables à partir de nos bases de données financières.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux de CREDIT AGRICOLE CIB et LAZARD tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre et résumés dans le projet de note d'information. Nous avons dans ce cadre discuté avec leurs représentants.

Une revue qualité a été effectuée par Monsieur OLIVIER COURAU, Associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

4. Présentation des activités et de l'environnement de GENERALE DE SANTE

4.1. Présentation des activités de GENERALE DE SANTE

GENERALE DE SANTE est un groupe français d'hospitalisation. La société exerce une activité d'opérateur multi-spécialiste présent dans les activités de médecine, chirurgie, obstétrique (« MCO »), soins de suite et de réadaptation (« SSR ») et d'hospitalisation à domicile. Premier groupe français d'hospitalisation privée elle dispose de 76 établissements et centres (dont 1 en Italie)¹³.

4.1.1. Bref rappel de l'historique

La présentation suivante de l'historique résulte pour l'essentiel des informations communiquées par la société dans son document de référence.

Créée en 1987 par la COMPAGNIE GENERALE DES EAUX, GENERALE DE SANTE a débuté son activité dans le secteur de la médecine, de la chirurgie et de l'obstétrique.

Un an plus tard, en 1988, elle élargit son activité à tous les domaines de la santé comme la psychiatrie et les activités de soins de suite et de réadaptation. Parallèlement, elle intègre le domaine médico-social via les services dédiés au secteur hospitalier (maintenance, restauration).

Le 20 juin 2001, la société est introduite en bourse et 51% de son capital devient public.

A la suite d'un recentrage stratégique sur ses activités cœur de métier (soins et services hospitaliers), GENERALE DE SANTE cède ses activités médico-sociales en août 2003 et sa participation dans son pôle Services et Santé le 1^{er} juillet 2004.

Au cours des années 2003 et 2004, le groupe fait de la diminution des coûts son objectif principal.

¹³ Source : Document de référence GENERALE DE SANTE 2013.

En 2005 et 2006, GENERALE DE SANTE relance sa stratégie de développement de son réseau d'établissements et acquiert notamment 10 établissements hospitaliers essentiellement en région parisienne (groupe HEXAGONE). La société cède également les murs de 28 sites d'exploitation à GECINA.

En mars 2007, la société est l'objet d'une offre publique d'achat simplifiée (OPAS) initiée par SANTE DEVELOPPEMENT EUROPE et portant sur la totalité des actions GENERALE DE SANTE au prix de 32,50 € par action, coupon attaché.

Entre 2007 et 2012, la société ne réalise pas d'opération individuellement significative. La tendance est cependant tournée vers les cessions et les regroupements de cliniques qui ont prédominé pendant cette période par rapport aux acquisitions et créations de nouveaux établissements, notamment en raison d'une volonté de la société de réduire son endettement financier.

En 2011, la société initie le plan stratégique « MAP 2015 » (Médicalisation, Adaptation, Pôle). Celui-ci vise à l'amélioration de la qualité et de la productivité de la société et passe par une refonte de son organisation. Il est articulé autour de 3 axes :

- *Médicalisation : renforcer le partenariat mis en place avec les médecins du Groupe mais aussi développer une politique de pilotage et d'évaluation de l'offre médicale ;*
- *Adaptation : Afin de répondre aux attentes d'un secteur en pleine mutation, GENERALE DE SANTE a choisi de s'adapter aux nouveaux besoins médicaux et aux attentes des patients en aval et en amont de la prise en charge hospitalière sur chaque territoire où le Groupe est implanté. Cette stratégie d'adaptation repose en grande partie sur une organisation et une culture qui rapprochent la prise de décision du terrain ;*
- *Pôle : le Groupe est organisé en réseau et structuré autour de pôles spécialisés capables d'intégrer l'offre de soins autour de filières coordonnées. Pierres angulaires du Groupe, ces pôles sont les lieux opérationnels d'expression et de mise en œuvre de la stratégie.*

En 2013, GENERALE DE SANTE poursuit son recentrage en se séparant de sa branche psychiatrie (MEDIPSY). Dans le même temps, GENERALE DE SANTE a engagé un processus de regroupement de ses établissements au sein de pôles territoriaux afin de développer des synergies cohérentes et de réaliser des économies d'échelle.

Le Groupe a également investi en 2013 95,7 M€ dans des dépenses d'investissements liées aux immobilisations existantes dont 27,3 M€ d'investissements industriels financés par crédit-bail. Le Groupe n'a procédé à aucune acquisition d'établissement hospitalier en 2013.

Aujourd'hui, le groupe compte plus de 19.000 collaborateurs dont 7.000 infirmier(e)s, 4.000 aides-soignant(e)s et 4.500 praticiens libéraux exerçant au sein des 76 établissements, dont 27 hôpitaux privés, 20 cliniques MCO et 17 cliniques SSR. En 2013, GENERALE DE SANTE a accueilli et soigné plus d' 1 million de patients.

Ces dernières années sont donc marquées par une forte politique de recentrage et de maîtrise des coûts. Depuis 2006, les opérations de croissance externe ont été limitées.

4.1.2. Les activités actuelles

Depuis le recentrage initié avec le plan « MAP 2015 », l'activité du groupe se concentre majoritairement sur les secteurs Médecine/Chirurgie/Obstétrique (« MCO ») et Soins de Suite et de Réadaptation (« SSR ») :

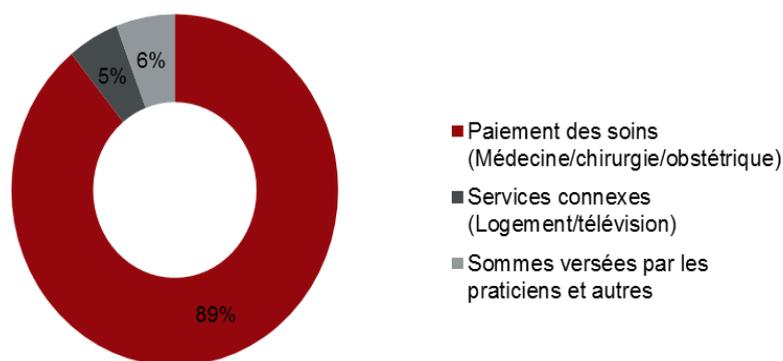
Les cliniques spécialisées MCO interviennent dans le cadre d'affections graves en médecine, chirurgie et obstétrique. Ces établissements évoluent dans un environnement porteur en raison de l'augmentation des besoins liés au vieillissement de la population, à la démographie et aux avancées technologiques.

Les établissements SSR interviennent à l'issue de l'hospitalisation, dans le cadre de la rééducation d'un patient. Leurs activités consistent à traiter et/ou surveiller des malades requérant des soins continus, dans un but de réinsertion.

Le chiffre d'affaires de GENERALE DE SANTE provient essentiellement de trois types d'acteurs :

- La sécurité sociale et les assurances privées complémentaires qui représentent 89% du chiffre d'affaires généré par le groupe en 2013. La grille de tarification est fixée chaque année par les pouvoirs publics ;
- Les services connexes aux soins, principalement les séjours en chambre individuelle et locations de télévisions qui représentent 5% du chiffre d'affaires en 2013 ;
- Les redevances versées par les praticiens en rétribution des services généraux ou administratifs fournis par les établissements du groupe (facturation des actes, recouvrement des honoraires auprès de la sécurité sociale...), soit 5,8% du chiffre d'affaires en 2013.

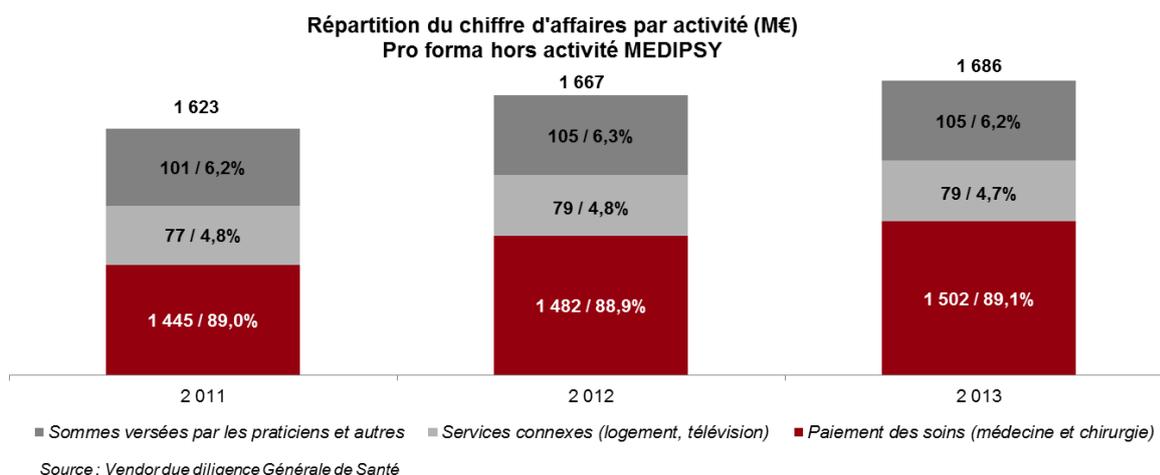
Répartition du chiffre d'affaires 2013 par métier



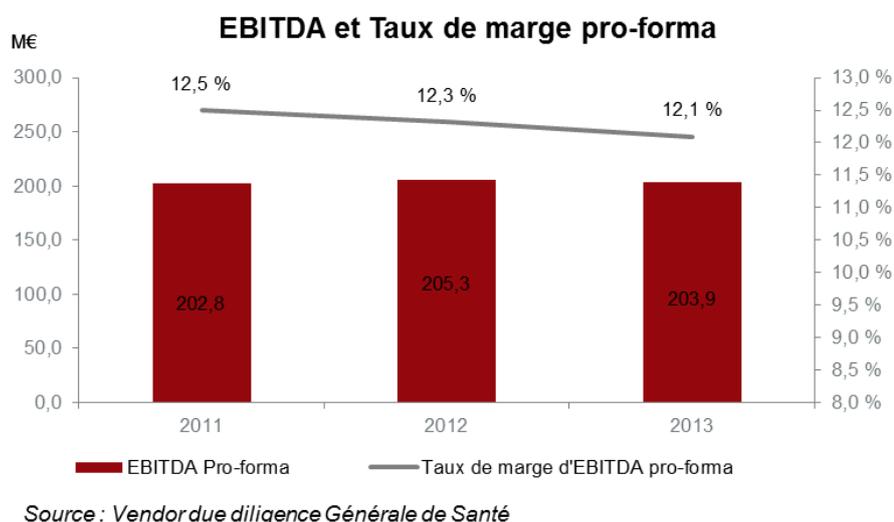
Source : Document de référence Générale de Santé 2013

L'essentiel de son activité est réalisée sur le territoire français. Les structures de court séjour (MCO) représentent actuellement plus de 80% du chiffre d'affaires du groupe.

Suite à la cession des cliniques psychiatriques (MEDIPSY) au second semestre 2013, nous présentons ci-après des données pro-forma (retraitées de cette cession) afin de permettre la comparabilité entre les différents exercices.



Le chiffre d'affaires pro-forma est en légère croissance entre 2011 et 2013, principalement du fait de l'augmentation des volumes.



Sur les 3 derniers exercices, l'EBITDA¹⁴ est stable en valeur absolue, son taux ramené au chiffre d'affaires subissant une légère érosion. Pour autant, ce dernier est supérieur au taux de marge moyen des principaux concurrents français¹⁵ de GENERALE DE SANTE qui s'établit à 9,7% en 2013¹⁶. Le taux de marge des Hôpitaux publics s'établit à 7,3% sur 2013¹⁷.

¹⁴ EBITDA : résultat opérationnel courant + dotations aux amortissements et provisions nettes des reprises.

¹⁵ CAPIO, VEDICI et GROUPE MEDIPOLE SUD SANTE/MEDI-PARTENAIRES.

¹⁶ Source : www.capio.fr, www.vedici.com, www.cfnews.net (Groupe Médipôle Sud Santé/Médi-Partenaires).

¹⁷ Source : Rapport des comptes nationaux de la Santé 2013.

4.1.3. Situation d'endettement de la société

Au 30 juin 2014, la dette financière de la société s'élève à 640 M€. Elle a été contractée pour l'essentiel en 2007 (montant global initial de 1.085 M€) afin de refinancer une partie de l'endettement du groupe, de financer la distribution exceptionnelle de primes d'émission décidée par l'assemblée générale du 17 décembre 2007 et de financer les acquisitions et les dépenses d'investissements. Ce financement était majoritairement remboursable in fine en octobre 2014 (échéance repoussée en juillet 2014 au 31 mars 2015).

Dans le cadre du changement de contrôle intervenu le 1^{er} octobre 2014, la société a « *conclu un nouveau contrat de crédit syndiqué comprenant diverses facilités d'un montant total maximum de 1,075 milliard d'euros à échéance 2020, dont 500 millions ont été tirés immédiatement aux fins principalement de refinancer sa dette bancaire devenue exigible du fait du changement de contrôle.* »¹⁸

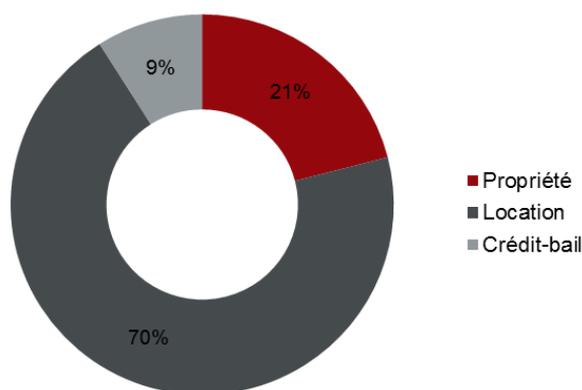
4.1.4. Politique de gestion immobilière

Du fait de son activité, GENERALE DE SANTE a des besoins immobiliers importants.

Dans le cadre de sa politique de recentrage sur son cœur de métier, à savoir les soins et services hospitaliers et afin de réduire son niveau d'endettement financier, GENERALE DE SANTE a procédé, depuis plusieurs années, à l'externalisation d'une partie de son patrimoine immobilier. Ainsi, entre 2006 et 2011, la société a cédé environ 40 actifs auprès de deux investisseurs principaux : GECIMED et ICADE SANTE, passant d'un statut de propriétaire à un statut de locataire.

En suite de ces cessions, le parc immobilier se compose désormais essentiellement de sites en location :

Répartition du parc immobilier (surface occupée)



Source : Document de référence Générale de Santé 2013

¹⁸ Source : Communiqué de presse de GENERALE DE SANTE du 2 octobre 2014.

Les biens immobiliers dont GENERALE DE SANTE demeure propriétaire (y compris les biens en crédit-bail) figurent au bilan, au 31 décembre 2013, pour 798,7 K€ en valeur brute et 483,3 K€ en valeur nette comptable¹⁹.

¹⁹ Source : Document de référence GENERALE DE SANTE 2013

4.1.5. Le modèle économique et les perspectives

1. **Le poids de la réglementation**

Dans un environnement hautement réglementé les moyens du groupe pour générer du résultat sont contraints. Trois facteurs impactant le chiffre d'affaires se détachent :

- L'évolution des tarifs pour les soins réalisés : GENERALE DE SANTE n'a aucune maîtrise sur la tarification de ses prestations. Ce sont les pouvoirs publics qui déterminent la part du coût des traitements pris en charge par la sécurité sociale. Ces décisions sont prises notamment en fonction des contraintes budgétaires. Ainsi, dans un contexte de maîtrise des dépenses publiques, les tarifs de soins MCO ont baissé de 0,24% au 1^{er} mars 2014²⁰.

« [...] pour la deuxième année consécutive, le ministère de la Santé a décidé de baisser les tarifs des cliniques privées. Ils vont ainsi décroître de 0,24% en 2014, après 0,21% en 2013, tandis que ceux des hôpitaux vont se stabiliser [...]. Les tarifs en question concernent les sommes versées par l'assurance maladie à chaque établissement en fonction des actes réalisés. [...] "Par cette baisse des tarifs, l'Etat veut compenser l'avantage, chiffré à 37 millions d'euros en 2014, que les cliniques tirent du crédit d'impôt compétitivité emploi (CICE)"²¹, un dispositif dont les hôpitaux ne profitent pas du fait de leur statut d'établissement public".²²

D'après la FHP MCO (Fédération des cliniques et Hôpitaux Privés de France MCO) la campagne tarifaire MCO 2014 impliquera que deux huitième des bénéficiaires du CICE (Crédit Impôt Compétitivité Emploi) dont bénéficient les cliniques privées en tant qu'entreprises privées, seront "repris" via une baisse des tarifs estimée à 0,49%.

Face à la volonté des pouvoirs publics de maîtriser les dépenses de la Sécurité Sociale, le groupe doit s'appuyer sur d'autres leviers d'actions afin de maintenir ou améliorer ses résultats et marges d'exploitation à savoir :

- L'augmentation du volume de soins réalisés ;
- La réduction des coûts supportés par la société pour fournir ces soins.

Dans ces conditions, nous comprenons que pour les années à venir GENERALE DE SANTE entend poursuivre sa stratégie de recentrage autour des soins MCO et SSR via ses pôles de santé territoriaux.

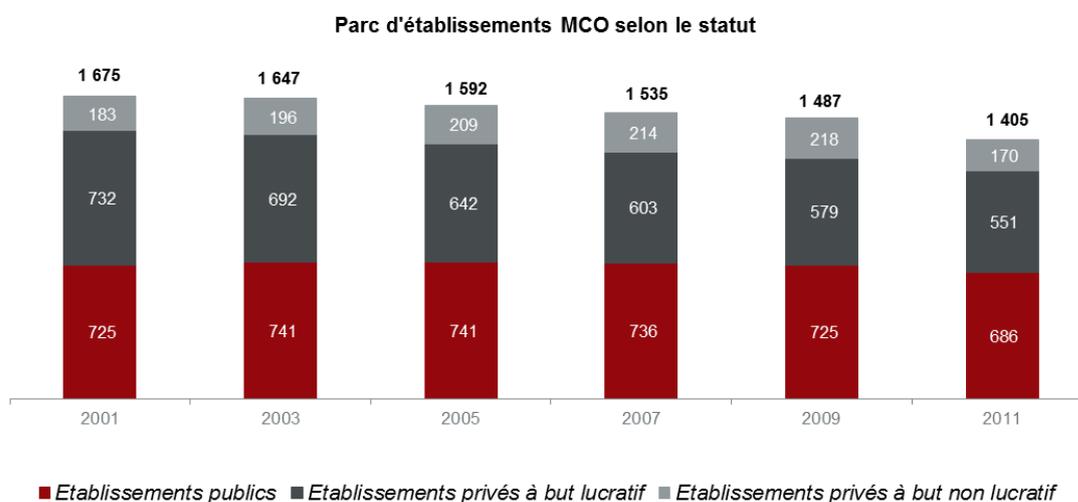
²⁰ Source : Document de référence GENERALE DE SANTE 2013

²¹ Souligné par nos soins.

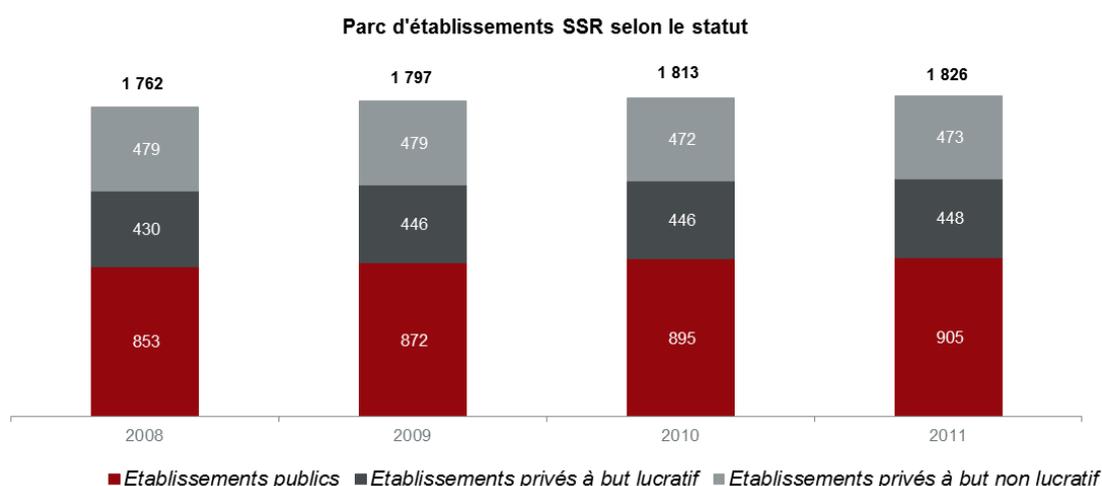
²² Sources : www.mutualite.fr et le FIGARO du 28 février 2014

2. Un secteur en concentration

L'évolution du nombre de cliniques MCO et SSR au cours des dernières années est la suivante :



Source : Etude XERFI "Cliniques de courts séjours (MCO)", Avril 2014



Source : Etude XERFI "Cliniques de soins de suite et de readaptation", Janvier 2014

La tendance à la réduction du nombre d'établissements observée sur les cliniques MCO s'explique par la conjugaison de 2 phénomènes que sont les fermetures d'établissements en difficultés mais également le regroupement et la réorganisation de cliniques dans un secteur en voie de concentration.

A l'inverse, le nombre de cliniques SSR s'inscrit en progression, notamment du fait de la croissance des volumes, soutenue par l'augmentation du nombre de personnes âgées et/ou dépendantes et de la multiplication des maladies chroniques.

4.2. Matrice SWOT

Les forces et faiblesses de la société, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles elle est confrontée sur ses marchés, sont synthétisées dans la matrice ci-dessous :

Forces

- Leader de l'hospitalisation privée en France avec un business modèle éprouvé, orienté sur la productivité et la maîtrise des coûts, et permettant de dégager des taux de marge performants
- Offre de soins globale et diversifiée
- Positionnement territorial sur des zones attractives au regard notamment de la densité de population, de l'offre et de la demande de soins
- Fortes barrières à l'entrée dans un secteur très réglementé et hautement capitalistique
- Capacité d'attraction des meilleurs praticiens

Faiblesses

- Absence de maîtrise des tarifs pratiqués fortement dépendants de la politique de santé publique et revus chaque année
- Importance des investissements, des coûts fixes et des contraintes réglementaires dans le business modèle
- Poids de la dette limitant la capacité de financement de la croissance externe

Opportunités

- Augmentation attendue des volumes (démographie + vieillissement de la population + évolutions thérapeutiques)
- Capacité à dupliquer un business modèle vertueux dans un secteur atomisé, en cours de concentration et offrant des opportunités de croissance externe
- Poursuite du développement de l'offre de soins ambulatoires dans laquelle le groupe est très avancé et leader, ainsi que de nouveaux protocoles (développement de l'offre sur la « médecine de demain »)
- Développement de l'attractivité du groupe pour les professionnels libéraux avec le développement d'activités de recherche et la possibilité d'accueillir des internes

Menaces

- Volonté exprimée de l'Etat de réduire les dépenses de santé qui pourrait se traduire sur les tarifs et donc les marges...
- ... dans un contexte où les capacités de transfert sur les mutuelles apparaissent aujourd'hui limitées
- Situation de surcapacité en France avec environ 20% de lits excédentaires

5. Evaluation de la société GENERALE DE SANTE

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritères de la société GENERALE DE SANTE exposée ci-après.

5.1. Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

5.1.1. Actif net comptable consolidé

La référence à l'actif net comptable consolidé, qui ne constitue pas une méthode d'évaluation, ne nous paraît pas pertinente au cas présent dans la mesure où elle correspond à l'application des conventions comptables auxquelles se réfère la société, qui ne reflètent pas sa valeur.

A titre purement informatif, l'actif net comptable consolidé par action GENERALE DE SANTE s'établit à 7,69 € sur la base des capitaux propres part du groupe au 30 juin 2014.

5.1.2. Actif net réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières), est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et dont les acquisitions et cessions de tels actifs constituent leur processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de GENERALE DE SANTE.

A titre d'information, les seules plus-values latentes notables identifiées concernent la part de l'immobilier toujours détenu en propre par la société. S'agissant de biens concourant à l'activité, leur cession aurait pour contrepartie une augmentation des loyers, ce qui, sur la base des analyses menées, n'apparaît pas créateur de valeur.

5.1.3. Méthode du rendement

Cette méthode, qui consiste à actualiser des dividendes futurs, ne sera pas retenue car la société GENERALE DE SANTE n'a pas annoncé de prévisions en matière de distribution.

5.1.4. Objectifs de cours de bourse des analystes

Le titre de la société fait l'objet d'un suivi limité de la part des analystes compte tenu de son flottant très restreint. Seul Oddo & Cie a publié des objectifs de cours en 2014, sans avoir publié

d'étude détaillée en support. Dans ces conditions, il ne nous semble pas pertinent de retenir ce critère dans notre évaluation. A titre d'information, le dernier objectif de cours avant l'annonce s'établissait à 12,5 €, le 8 mai 2014. Sur cette base, Le prix offert de 16,00 € ferait ressortir une prime de 28%.

5.2. Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritères qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes.

A titre principal, nous avons retenu :

- La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ;
- La référence à la transaction majoritaire intervenue sur le capital de la société préalablement à l'Offre.

Nous avons complété nos travaux par l'analyse des critères de valorisation suivants, retenus à titre secondaire :

- Le cours de bourse de la société GENERALE DE SANTE ;
- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables ;
- La méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des transactions comparables.

5.2.1. Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (ou DCF²³)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la société et nous paraît particulièrement adaptée à la situation de GENERALE DE SANTE.

Les flux de trésorerie prévisionnels ont été établis sur la base du plan d'affaires transmis par la société, complété par le business plan « croissance externe ». Le plan d'affaires a été élaboré par le management sur la période 2014-2017 et le business plan « croissance externe » par le service développement de la société sur la période 2015-2020. Les principales hypothèses de ces prévisions sont détaillées au § 5.4.1.1 qui présente la mise en œuvre du critère du DCF.

La valeur terminale est positionnée à l'issue du plan, soit en 2018 pour le plan d'affaires standalone et en 2021 pour le business plan « croissance externe ».

Les flux de trésorerie ont été actualisés au coût moyen pondéré du capital (CMPC).

²³ Discounted cash-flows

5.2.2. Transaction récente sur le capital de la société

Cette méthode consiste à évaluer une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital (à l'exclusion de l'analyse des cours de bourse qui constitue un critère d'évaluation distinct examiné par la suite).

Concernant GENERALE DE SANTE, l'Offre s'inscrit dans le prolongement de la cession, hors marché, d'un bloc majoritaire de 83,4%, qui constitue une référence directe.

5.2.3. Cours de bourse de la société

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la société librement négociées sous réserve d'un niveau de flottant et de liquidité suffisant.

La société a été introduite à la bourse de Paris le 20 juin 2001. L'action est cotée sur le compartiment B de NYSE Euronext Paris (Code ISIN FR0000044471). L'action GENERALE DE SANTE fait partie de l'indice CAC Health Care.

Sur la base des éléments communiqués par la société et du projet de note d'information²⁴, nous avons considéré que l'actionnariat de référence est représenté par :

- Un bloc de contrôle constitué, avant le changement de contrôle, par les sociétés SANTE DEVELOPPEMENT EUROPE et SANTE SA ayant déclaré agir de concert (47.077.017 actions représentant 83,4% du capital au 30 septembre 2014) ;
- Un actionnaire « stable », à savoir le concert constitué par les sociétés SCA ATTIA VILLARD FRIBOURG, RAINBOW SANTE et l'ARCHE (6.658.657 actions représentant 11,8% du capital au 30 septembre 2014).

Les sociétés SCA ATTIA VILLARD FRIBOURG, RAINBOW SANTE et l'ARCHE, bien que ne contrôlant pas GENERALE DE SANTE, ont été assimilées aux actionnaires « stables » dans la mesure où depuis leur entrée dans le capital, respectivement en 2007, 2008 et 2014, leur participation dans le capital a tendance à se renforcer et où elles n'ont procédé à aucune cession de titre notable.

Ainsi, le capital détenu par les actionnaires de référence représente 95,2% du capital de la société au 30 septembre 2014.

Les autres actionnaires ont été assimilés au capital flottant. Dans ces conditions et sur la base des informations issues du tableau présenté au § 1.1.2, la part du capital flottant ressort à 4,7%, hors auto-contrôle.

Sur la base du cours de bourse au 9 mai 2014 (dernier cours avant la communication, le 12 mai 2014, de l'entrée en négociation exclusive concernant l'acquisition du bloc majoritaire par RHC UK et PREDICA), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

²⁴ Projet d'information communiqué par le cabinet BREDIN PRAT.

Période	Nbre de titres échangés moyen/j	Capitaux échangés moyens (K€/j)	Nbre de titres échangés cumulé	Capitaux échangés cumulés (K€)	Capital (€) Hors actions auto-détenues	Rotation du capital	Nombre d'actions total		Flottant (€)	Rotation du flottant
							% Flottant	Hors actions auto-détenues		
Cours spot (09/05/2014)	12 308	190	12 308	190	42 301 421	0,0%	4,7%	56 402	2 666 220	0,5%
1 mois	2 681	40	53 628	792	42 301 421	0,1%	4,7%	56 402	2 666 220	2,0%
3 mois	3 216	46	199 383	2 856	42 301 421	0,5%	4,7%	56 402	2 666 220	7,5%
6 mois	4 158	56	519 783	7 027	42 301 421	1,2%	4,7%	56 402	2 666 220	19,5%
9 mois	4 583	61	870 746	11 655	42 301 421	2,1%	4,7%	56 402	2 666 220	32,7%
12 mois	5 088	64	1 302 414	16 434	42 301 421	3,1%	4,7%	56 402	2 666 220	48,8%
24 mois	4 149	48	2 116 088	24 380	42 301 421	5,0%	4,7%	56 402	2 666 220	79,4%

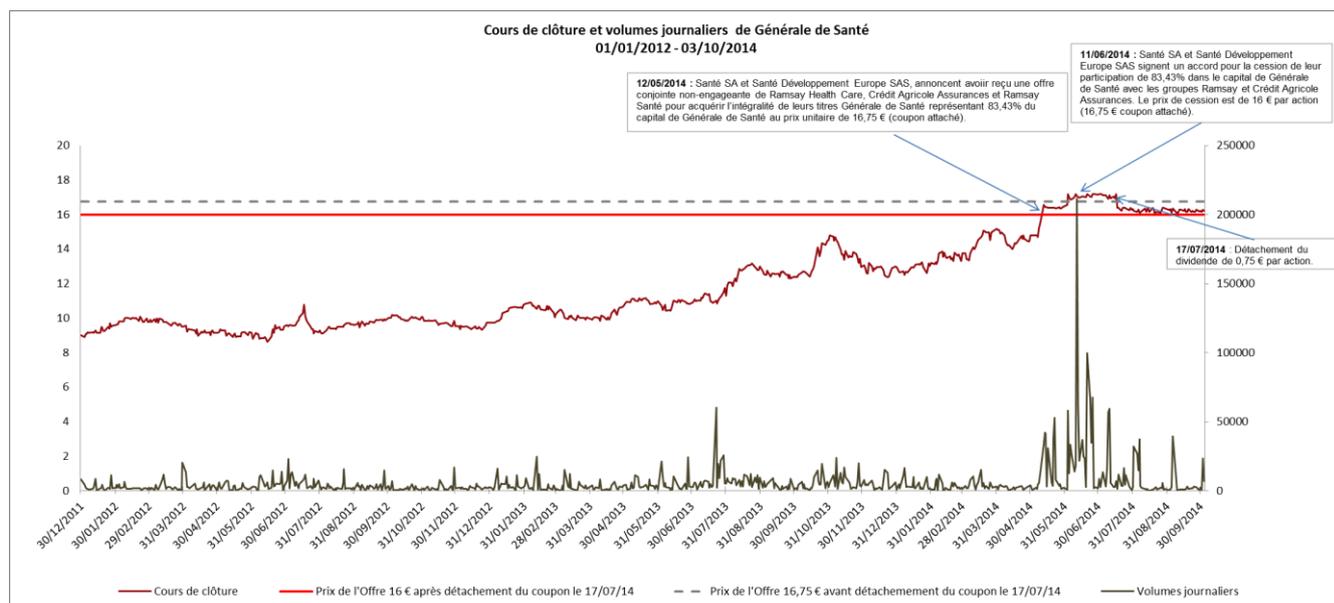
Source : Datastream et Nyse Euronext, Document de référence.

Sur les 12 derniers mois (antérieurs au 12 mai 2014) le volume d'actions GENERALE DE SANTE échangé est de 1.302 milliers d'actions (soit environ 5 milliers / jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 48,8%.

Si l'on étend ces observations sur 24 mois, le volume d'actions échangées passe à 2.116 milliers, soit environ 4 milliers d'actions / jour de cotation et la rotation du seul capital flottant s'établit à 79,4%.

La part du flottant dans le capital étant très limitée (4,7%), nous ne retenons ce critère qu'à titre secondaire.

Le cours de bourse de l'action GENERALE DE SANTE a évolué comme suit entre le 1^{er} janvier 2012 et le 3 octobre 2014, étant précisé que le détachement du coupon de 0,75 € par action est intervenu le 17 juillet 2014.



Nous constatons, qu'à compter du 12 mai 2014, le cours de bourse s'établit autour du prix d'Offre de 16,75 € coupon attaché puis, à compter du 17 juillet 2014, autour de 16,00 € coupon détaché. Le cours de bourse a atteint un maximum de 17,55 € en séance le 3 juin 2014 (avant détachement du coupon de 0,75 € décidé en Assemblée générale, soit 16,80 € coupon détaché) supérieur de 4,8% au prix d'Offre.

Après le détachement du coupon le 17 juillet 2014, le cours de bourse de la société s'est stabilisé très légèrement au-dessus du prix d'Offre de 16,00 € coupon détaché, dans une fourchette de 16,00 € à 16,44 € (en séance).

Le 2 juin 2014, la SCA ATTIA VILLARD FRIBOURG et RAINBOW SANTE, détenteurs de 11,09% du capital de GENERALE DE SANTE à cette date, ont annoncé qu'elles adresseraient, « *dans le jours qui viennent, une lettre d'intention à Santé SA et Santé Développement Europe SAS dans laquelle elles solliciteront la mise à leur disposition de toute l'information communiquée à Ramsay Health Care, Crédit Agricole Assurances et Ramsay Santé afin de pouvoir être en mesure d'examiner la possibilité de déposer une offre dans les meilleurs délais à l'ensemble des actionnaires de la société Générale de Santé à un prix unitaire supérieur à celui offert par Ramsay Health Care, Crédit Agricole Assurances et Ramsay Santé.*²⁵ »

A notre connaissance, aucune suite n'a été donnée.

5.2.4. Comparables boursiers (à titre de recoupement)

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

L'agrégat le plus pertinent dans le secteur serait théoriquement l'EBITDAR²⁶, qui est calculé avant les loyers et les dotations aux amortissements et provisions. L'EBITDAR permet d'éviter les distorsions liées aux politiques de gestion immobilière des sociétés (détention des murs des cliniques ou location). Cependant, les informations disponibles sur les sociétés comparables ne permettent pas de recalculer un EBITDAR fiable susceptible de servir de base à la comparaison recherchée. Dans ces conditions, nous ne sommes pas en mesure de mettre en œuvre une approche pertinente fondée sur l'EBITDAR.

En conséquence, nous avons retenu l'EBITDA, qui apparaît être l'agrégat communément admis par les évaluateurs et les analystes dans ce secteur. L'EBITDA est calculé avant les dotations aux amortissements et provisions et permet de limiter l'impact des distorsions résultant de politiques d'amortissements différentes entre les sociétés de l'échantillon. Nous avons appliqué aux EBITDA normatifs 2014e et 2015e (cf. §5.4.3.1.2) de GENERALE DE SANTE les multiples issus des consensus sur les mêmes périodes.

5.2.5. Transactions comparables (à titre de recoupement)

L'approche par les multiples de transactions comparables consiste à appliquer aux agrégats de la société les multiples de transactions sur des sociétés comparables. Pour les mêmes raisons que précédemment, nous avons considéré les multiples d'EBITDA.

Nous avons recueilli des informations publiques exploitables sur des transactions intervenues depuis 2009.

²⁵ Source : Communiqué de presse de la SCA ATTIA VILLARD FRIBOURG et de RAINBOW SANTE du 2 juin 2014.

²⁶ EBITDAR : résultat opérationnel courant + dotations aux amortissements et provisions nettes des reprises + loyers et charges locatives.

Toutefois, cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète sur les cibles et les modalités détaillées des transactions. Dans ces conditions, nous ne la présentons qu'à titre informatif.

5.3. Données de référence de la société GENERALE DE SANTE

5.3.1. Nombre de titres de référence retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 30 septembre 2014 (56.427.195 actions), diminué du nombre d'actions auto-détenues à cette même date (25.301). Le nombre d'actions ainsi déterminé ressort à 56.401.894 actions.

Il n'y a pas d'instrument potentiellement dilutif en circulation à cette date.

5.3.2. Dettes financières nettes

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminé sur la base des éléments de trésorerie et de dettes financières de la société tels qu'ils figurent dans les comptes consolidés au 31 décembre 2013 et au 30 juin 2014.

Nous avons effectué deux calculs de dette financière nette, l'un au 31 décembre 2013 et l'autre au 30 juin 2014. Le premier, utilisé pour l'évaluation par la méthode du DCF, est déterminé à la fin de l'exercice 2013 dans la mesure où le plan d'affaires du management intègre la totalité du flux 2014. Le second, destiné à l'évaluation par les méthodes analogiques, intègre une dette financière nette à meilleure date.

La dette financière nette ajustée au 31 décembre 2013 et au 30 juin 2014 a été déterminée comme suit :

Générale de Santé - Calcul de la dette financière nette		
M€	31/12/2013	30/06/2014
Dettes financières courantes	(424,2)	(461,5)
Découvert bancaire	(23,2)	(28,1)
Dettes financières courantes	(447,4)	(489,6)
Emprunts et dettes financières	(163,2)	(150,7)
Dettes financières non courantes	(163,2)	(150,7)
Trésorerie disponible	-	-
Actifs financiers courants	4,0	1,8
Trésorerie et équivalents de trésorerie	4,0	1,8
Juste valeur des instruments financiers de couverture	(4,0)	(1,3)
Dettes financières nettes	(610,6)	(639,8)

Source : Document de référence Générale de Santé 2013, Rapport financier Générale de Santé juin 2014

Générale de Santé - Calcul de la dette financière nette ajustée

M€	31/12/2013	30/06/2014
Dette financière nette	(610,6)	(639,8)
Dividendes 2013	(42,3)	-
Intérêts minoritaires	(37,0)	(37,0)
Engagements retraite	(28,1)	(29,8)
Provisions à caractère de dettes après impôts	(24,3)	(19,8)
Impôts différés nets	(2,7)	(6,3)
Participation des salariés	(4,1)	(3,8)
Actifs disponibles à la vente	5,9	5,8
Actif (passif) d'impôts exigibles	2,5	5,4
Participations dans les entreprises associées	0,3	0,3
<i>Dette financière nette ajustée</i>	<i>(740,4)</i>	<i>(725,0)</i>

Source : Document de référence Générale de Santé 2013, Rapport financier Générale de Santé juin 2014, Comptes annuels 2013 des participations minoritaires

- Le versement de dividendes au titre de l'exercice 2013 a été intégré dans la dette ajustée au 31 décembre 2013 pour le montant voté lors de l'Assemblée Générale des actionnaires de GENERALE DE SANTE du 17 juin 2014 (0,75 € par action soit 42,3 M€), étant rappelé que le prix offert de 16,00 € s'entend après distribution du dividende au titre de 2013. Au 30 juin 2014, ce montant est provisionné dans le poste « dettes financières courantes » ;
- Les intérêts minoritaires ont été déterminés sur la base du multiple d'EBITDA 2014e observé sur les comparables boursiers (en l'absence de DCF propre à chaque participation). Certaines participations font apparaître une situation nette négative, du fait du poids de la dette ou d'une absence de rentabilité, nous les avons retenues pour une valeur nulle dans notre calcul ;
- Les provisions à caractère de dettes après impôts correspondent aux provisions pour risques et charges telles qu'elles ressortent des comptes consolidés de la société ;
- Nous avons exclu du calcul des impôts différés nets, les impôts différés passifs liés aux écarts d'évaluations (27 M€) ainsi que les impôts différés actifs sur provisions non-déductibles (14 M€) dans la mesure où nous retenons les provisions à caractère de dettes après impôts.

Les déficits fiscaux activés sont en revanche maintenus dans ce poste et pris en compte dans le calcul de la dette nette ajustée.

Après retraitements, la dette financière nette ajustée s'élève à 740,4 M€ au 31 décembre 2013 et à 725,0 M€ au 30 juin 2014.

5.4. Mise en œuvre de la valorisation de la société GENERALE DE SANTE

5.4.1. Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

5.4.1.1. *L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels*

5.4.1.1.1. Hypothèses retenues au titre du plan d'affaires

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires standalone du management pour la période 2014 – 2017²⁷ ainsi que du business plan « croissance externe », élaboré par le service développement de la société pour la période 2015 – 2020.

Plan d'affaires standalone

Il a été construit selon une approche bottom-up par les responsables de pôles, puis revu par le management en central qui a fixé certaines hypothèses générales. Les principales hypothèses structurantes reprises dans le projet de note d'information sont les suivantes :

- « une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 2.0%
- une marge moyenne d'EBITDA²⁸ de 11.1%
- un montant moyen d'investissements de 4.9% du chiffre d'affaires par an »

Nous pouvons également noter que ce plan d'affaires sur 4 ans :

- Est établi sur le périmètre actuel de la société, sans appréhender de croissance externe ;
- Retient globalement une hypothèse de stabilité des tarifs sur l'horizon explicite ;
- Prévoit une augmentation des volumes, en particulier de l'ambulatoire ;
- Tient compte, sur la dernière année de l'horizon explicite, du décalage créé par le préfinancement du CICE en 2013 ;
- Intègre les bénéfices attendus du plan « MAP 2015 », en particulier en ce qui concerne la rationalisation des charges externes ;
- Intègre des « coûts de restructuration récurrents », c'est-à-dire des coûts de réorganisation supportés chaque année pour adapter la structure aux besoins ;
- Prévoit une relative stabilité du besoin en fond de roulement.

Ce plan d'affaires n'intègre enfin aucune nouvelle cession sur le parc immobilier dont le groupe demeure propriétaire. Au regard des analyses menées, quand bien même des plus-values latentes peuvent exister, d'éventuelles cessions ne seraient pas significativement créatrices de valeur, dès lors que la société devrait alors supporter des loyers dont le montant serait corrélé à ce prix de cession. Il n'est donc pas apparu nécessaire de considérer des analyses alternatives en la matière.

Plan d'affaires « croissance externe »

Le management nous a également communiqué un plan d'affaires traduisant ses ambitions de croissance externe à l'horizon 2020.

²⁷ Ce plan d'affaires correspond également à celui qui a été présenté aux initiateurs le 23 janvier 2014.

²⁸ EBITDA post CVAE

Ce plan d'affaires a été construit sur la base d'une étude menée par le cabinet ROLAND BERGER dans le cadre de la cession, lequel a défini les typologies de cibles potentielles sur la base de 3 axes de développement successifs :

- Renforcement des pôles existants dans les métropoles où la société est présente ;
- Renforcement du maillage territorial autour de grands bassins identifiés en province ;
- Implantation sur de nouveaux territoires, en particulier dans les métropoles où la société n'est pas ou peu présente.

Sur la base de cette analyse stratégique, le service développement de la société a identifié des cibles et simulé leur acquisition. Cette simulation est traduite dans un plan d'affaires à horizon 2020.

Ce plan d'affaires repose notamment sur des hypothèses de prix d'acquisition théoriques des cliniques cibles en fonction des agrégats connus, une hypothèse de convergence rapide des marges d'EBITDA des cliniques acquises avec celles observées chez GENERALE DE SANTE, en tenant compte des coûts de restructuration nécessaires à l'atteinte de cet objectif, et intègre la cession de l'immobilier acquis qui vient en déduction de l'investissement.

Dans ces conditions, ce plan d'affaires « croissance externe » nous paraît volontariste et traduit les ambitions du management ainsi que le potentiel de développement externe de la société sur les 6 prochaines années.

La mise en œuvre de ce plan d'affaires demeure toutefois conditionnée à la décision de l'actionnaire majoritaire, ainsi qu'à l'obtention des financements requis. Sur ce dernier point, nous comprenons que des solutions de financement étaient examinées par le groupe avant la cession du bloc de contrôle à RHC UK et PREDICA.

Aucune modification n'a été apportée par l'expert indépendant à ce business plan « croissance externe » dont les flux viennent majorer ceux du plan d'affaires standalone, les synergies créées étant prises en compte dans les hypothèses d'amélioration des marges des cliniques acquises.

Notons qu'au global, le plan d'affaires combiné traduit une progression du chiffre d'affaires qui apparaît volontariste et donc favorable à l'actionnaire.

5.4.1.1.2. Détermination des flux

- Variation du Besoin en Fonds de Roulement d'Exploitation (BFRE)

Nous avons retenu les hypothèses déterminées par le management à savoir une quasi-stabilité sur l'horizon du plan.

- Investissements (ou CAPEX)

Les investissements (hors croissance externe) retenus sont ceux issus du plan d'investissement établi par le management en cohérence avec le plan standalone.

Concernant le business plan « croissance externe », les investissements considérés s'entendent nets de la cession de l'immobilier détenu par les cibles.

- Impôts sur les sociétés

L'impôt sur les sociétés est calculé sur la base du taux en vigueur en France. Nous avons considéré une suppression de la contribution exceptionnelle de 10,7% à partir de l'année 2016, tel que cela est prévu par la loi (la contribution exceptionnelle est applicable jusqu'au 30 décembre 2016).

Les déficits reportables n'ont pas été imputés sur les flux mais retenus directement dans la dette nette de la société compte tenu de leur consommation rapide dans le DCF (il n'y a donc pas d'impact lié à l'actualisation, ce qui est favorable à l'actionnaire minoritaire).

5.4.1.1.3. Travaux d'évaluation

Flux normatif

Pour le calcul de la valeur terminale issue du plan d'affaires standalone, le flux normatif a été déterminé par extrapolation du flux 2017 au taux de croissance à l'infini.

Concernant la croissance externe, le flux normatif a été déterminé de manière analogue à partir du flux 2020.

Compte tenu des incertitudes sur le maintien du bénéfice du CICE (ou d'un mécanisme similaire) au-delà de l'horizon explicite du plan d'affaires, l'économie liée à cette disposition a été retenue pour la moitié de sa valeur dans le flux terminal, étant précisé que cette hypothèse apparaît, selon nous, favorable à l'actionnaire minoritaire de GENERALE DE SANTE dans un contexte où les pouvoirs publics ont exprimé la volonté de « neutraliser » le bénéfice du CICE pour les acteurs privés de la santé, dès lors que l'hôpital n'en bénéficie pas.

Le niveau des « coûts de restructuration récurrents » normatif a été fixé en relation avec le management.

Les investissements et les dotations aux amortissements ont été alignés à un même niveau en fin de plan par référence aux investissements prévisionnels de l'année 2017.

Au niveau du flux terminal, la variation annuelle du besoin en fonds de roulement d'exploitation du groupe a été considérée comme nulle.

Le taux d'impôt retenu à l'infini, soit 34,43%, correspond au taux en vigueur en France après suppression de la contribution exceptionnelle de 10,7%.

Croissance à l'infini

Il n'existe pas de référence objective communément admise pour fixer le taux de croissance au-delà de l'horizon explicite. Par référence aux pratiques de place actuelles, nous avons retenu un taux de croissance à l'infini compris entre 1,0% et 1,5%. Dans un contexte de pression sur les tarifs (avec des baisses ces deux dernières années dans le cadre de la volonté affichée de réduire les dépenses de santé publique), le taux de 1,5% nous paraît être un maximum.

Il convient ici de rappeler que ce taux est un taux de croissance organique, la croissance externe ayant fait l'objet d'une modélisation séparée en complément du plan d'affaires standalone. Au global, la croissance du plan d'affaires combiné retenu dans notre évaluation ressort à un niveau nettement supérieur jugé ambitieux.

Nous testerons donc la sensibilité de la valeur au taux de croissance dans une fourchette de 1,0% à 1,5%.

Taux d'actualisation

Comme indiqué au § 5.2.1, nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital de la société pour actualiser les flux de trésorerie futurs. Ce coût a été estimé à 6,36% sur la base :

- D'un taux sans risque de 2,04% correspondant au taux moyen OAT TEC 10 (moyenne 1 an calculée au 4 septembre 2014 - Source : BANQUE DE FRANCE) ;
- D'une prime de risque de 5,46% (moyenne 1 an à septembre 2014 des primes de risques ASSOCIES EN FINANCE – Source : ASSOCIES EN FINANCE) ;
- D'un bêta désendetté de 0,85 (1,11 ré-endetté) déterminé sur la base de la moyenne des bêtas d'un échantillon composé des sociétés comparables (Source : DATASTREAM) ;
- D'un gearing correspondant au gearing financier observé au 31 décembre 2013 ;
- D'un coût de la dette avant IS à 3,92% correspondant au taux moyen observé sur l'année 2013 (Source : Document de référence 2013).

Une prime de risque spécifique de 2% a été attribuée au plan d'affaires « croissance externe » dans la mesure où il existe un plus grand aléa dans la réalisation de ces prévisions, tant au niveau du nombre d'acquisitions réalisées, que de leur séquençement.

Les flux financiers ont été actualisés au 1^{er} octobre 2014.

Au regard des taux d'actualisation observés par ailleurs dans le secteur, ce taux de 6,36% constitue selon nous un minimum, ce qui est favorable à l'actionnaire minoritaire.

Dans ces conditions, nous ne procéderons pas à un test de sensibilité sur le taux d'actualisation, mais plutôt sur la prime de risque spécifique qui constitue une variable traduisant l'aléa dans la réalisation du business plan « croissance externe ».

Calculs de valorisation

Sur ces bases et en considérant le taux de croissance à l'infini en haut de fourchette, soit 1,5%, la valeur d'entreprise ressort à 1.636 M€. Compte tenu de la dette financière ajustée, le montant des fonds propres part du groupe s'établit à 896 M€ et la valeur par action GENERALE DE SANTE à 15,89 €.

Les sensibilités de la valeur par action de GENERALE DE SANTE à une variation combinée du taux de croissance à l'infini (entre 1% et 1,5%) et de la prime de risque spécifique appliquée au plan d'affaires « croissance externe » (de + / - 1 pts) sont présentées ci-après :

Générale de Santé - Test de sensibilité

		Prime de risque spécifique BP croissance externe		
		1,00%	2,00%	3,00%
Taux de croissance à l'infini	1,00%	14,86	13,18	11,94
	1,25%	16,28	14,47	13,15
	1,50%	17,83	15,89	14,48

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette réduite de valeurs de 13,15 € à 16,28 € par action, avec une valeur centrale de 15,89 € tenant compte du taux de croissance à l'infini en haut de fourchette, ce qui est favorable à l'actionnaire minoritaire.

Le prix proposé offre une prime de 0,7% par rapport à la valeur centrale résultant de cette analyse des flux futurs actualisés.

5.4.1.2. La transaction de référence sur le capital de GENERALE DE SANTE

Selon les informations portées à notre connaissance, le processus de cession ayant conduit à l'Offre a été initié au premier semestre 2013. Les cédants ont notamment mandaté la banque ROTHSCHILD pour les accompagner dans ce processus.

La première phase a consisté en une revue stratégique (à laquelle a été associé le cabinet ROLAND BERGER) et un sondage des potentiels investisseurs industriels, financiers ou institutionnels identifiés sur plusieurs continents.

Au cours du second semestre 2013, des contacts ont été établis avec les investisseurs ayant manifesté un intérêt pour le projet. Il leur a été transmis un « info-pack » et des séances de présentation ont été organisées avec le management.

Après cette phase d'échanges, les actionnaires de contrôle ont reçu un nombre limité d'offres indicatives (ou « non-binding ») au début de l'année 2014. Les discussions se sont ensuite poursuivies pendant quelques mois, avant que les cédants ne décident d'entrer en négociations exclusives avec RHC UK et PREDICA, dont l'offre était la mieux disante.

Nous comprenons qu'au cours de ces négociations RHC UK et PREDICA ont relevé le prix offert, ce qui a conduit à la signature, le 10 juin 2014, d'un accord de cession. En application de cet accord, RHC UK et PREDICA ont acquis, hors marché, le 1^{er} octobre 2014, auprès de SANTE SA, et de sa filiale détenue à 100%, SANTE DEVELOPPEMENT EUROPE SAS, 83,4% des actions de GENERALE DE SANTE au prix de 16,00 € par action (après détachement du dividende au titre de l'exercice 2013), soit 753.232.272 €.

L'accord de cession prévoit une clause d'ajustement de prix dans le cas où le prix proposé par RHC UK et PREDICA dans le cadre de la présente OPAS serait supérieur à 16,00 € par action, ce qui n'est pas le cas.

Dans ce cadre, le prix, qui résulte d'un processus compétitif entre des investisseurs industriels et financiers, apparait librement négocié et n'est assorti d'aucun complément de prix (à l'exception de la clause protectrice en cas de relèvement du prix d'Offre). Il constitue donc une référence pertinente pour apprécier le prix d'Offre, étant précisé que s'agissant d'une transaction portant sur un bloc de contrôle, ce prix tient vraisemblablement compte du caractère majoritaire du bloc et intègre de ce fait une prime de contrôle, là où l'Offre vise des actions minoritaires. En calant le prix d'Offre sur ce prix de 16,00 € par action, les initiateurs font bénéficier les actionnaires minoritaires de cette prime.

De surcroît, les cédants ont accordé une garantie de passif, ce qui ne sera pas le cas des minoritaires qui décideraient d'apporter leurs actions à l'Offre.

5.4.2. Méthode d'évaluation retenue à titre secondaire

5.4.2.1. La référence au cours de bourse GENERALE DE SANTE

Nous présentons ci-dessous les cours de bourse moyens pondérés par les volumes au 9 mai 2014 :

Analyse cours de bourse Générale de Santé	Cours	Offre	Prime sur le prix de l'offre de 16 € coupon détaché	Volumes moy. échangés
Cours spot au 9 mai 2014	15,5 €	16,00 €	3,2%	12 308
CMPV ⁽¹⁾ 1 mois	14,81 €	16,00 €	8,0%	2 681
CMPV ⁽²⁾ 60 jours	14,44 €	16,00 €	10,8%	3 216
CMPV 6 mois	13,59 €	16,00 €	17,7%	4 158
CMPV 9 mois	13,47 €	16,00 €	18,8%	4 583
CMPV 12 mois	12,70 €	16,00 €	26,0%	5 088
CMPV 24 mois	11,59 €	16,00 €	38,1%	4 149
Cours le plus haut sur 12 mois ⁽³⁾	15,5 €	16,00 €	3,2%	
Cours le plus bas sur 12 mois ⁽⁴⁾	10,4 €	16,00 €	53,4%	
Cours le plus haut sur 24 mois ⁽³⁾	15,5 €	16,00 €	3,2%	
Cours le plus bas sur 24 mois ⁽⁵⁾	8,6 €	16,00 €	85,8%	

Source : Nyse Euronext.

⁽¹⁾ CMPV : cours moyen pondéré par les volumes.

⁽²⁾ Calculé conformément à l'article 233-3 du règlement général de l'AMF.

⁽³⁾ Le 9 mai 2014.

⁽⁴⁾ Le 7 juin 2013.

⁽⁵⁾ Le 14 juin 2012.

Le cours de bourse de GENERALE DE SANTE pendant les douze derniers mois avant l'annonce de l'ouverture de négociations exclusives entre RHC UK / PREDICA et les principaux actionnaires de GENERALE DE SANTE, a fluctué entre 10,4 € et 15,5 €. Au cours le plus bas, l'Offre de l'initiateur fait ressortir une prime de 53,4%. Le cours le plus haut, qui correspond au dernier cours avant l'annonce, fait ressortir une prime de 3,2%.

Le prix d'Offre fait ressortir des primes de respectivement 8,0% et 26,0% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes à 1 mois et à 12 mois.

5.4.3. Méthodes d'évaluation retenues à titre de recoupement

1. Sociétés cotées comparables

a. Détermination de l'échantillon de sociétés comparables

Comme nous l'avons vu, GENERALE DE SANTE est fortement dépendante de la politique de santé publique fixée au niveau national.

Il n'existe donc pas de société qui lui soit directement comparable (pas de comparable boursier exerçant la même activité en France).

A titre indicatif, nous avons élargi la comparaison aux sociétés cotées européennes présentant des caractéristiques similaires en terme d'activité et identifié 5 comparables européens :

- **RHOEN KLINIKUM** est une entreprise allemande du secteur hospitalier privé. En 2013 elle dispose de plus de 17 000 lits. Le groupe a réalisé sur l'exercice 2013 un chiffre d'affaires de 3.014 M€ et une marge d'EBITDA de 9%. Le 13 septembre 2013, la cession de 43 hôpitaux appartenant à RHOEN-KLINIKUM au groupe de santé allemand FRESenius est annoncée pour un montant 3,07 milliards d'euros²⁹ ;
- **SPIRE HEALTHCARE GROUP** est une entreprise britannique présente dans le secteur hospitalier privé. En 2013 le groupe possède 39 établissements et emploie 6.900 personnes au Royaume Uni. Son chiffre d'affaires 2013 s'élève à 765 M£ pour une marge d'EBITDA de 20%. La société a été introduite en bourse le 23 juillet 2014 sur le London Stock Exchange ;
- **EUROMEDICA** est un opérateur hospitalier grec. C'est le premier groupe hospitalier privé de Grèce avec 72 établissements (11 cliniques). En 2013, l'entreprise a réalisé un chiffre d'affaires de 137 M€ pour une marge d'EBITDA négative de -15%;
- **ATHENS MEDICAL CENTRE** est une entreprise grecque présente dans le secteur hospitalier privé. Elle possède 8 cliniques sur le territoire grec et 3 centres de diagnostic en Roumanie pour une capacité totale de 1 200 lits. En 2013, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 142 M€ pour une marge d'EBITDA négative de -9%;
- **ESPIRITO SANTO SAUDE SA** est une entreprise portugaise spécialisée dans l'offre de soins hospitaliers et de soins aux personnes âgées. Le groupe gère 27 établissements (7 cliniques) et environ 1200 lits. Son chiffre d'affaires 2013 est de 374 M€ pour une marge d'EBITDA de 15%.

La société a fait l'objet de 3 offres d'achat successives en août et en septembre 2014 par les groupes GRUPO ANGELES, JOSE DE MELLO et FOSUN INTERNATIONAL. Les prix offerts s'élèvent respectivement à 4,30 €, 4,40 € et 4,72 € par action. En conséquence de ces offres et des mouvements spéculatifs qui ont pu intervenir autour de ce titre, les multiples extériorisés par cette société peuvent être considérés comme des valeurs hautes.

Nous avons exclu EUROMEDICA de notre analyse car il n'existe pas de consensus disponible pour les années 2014 et 2015, rendant impossible la mise en œuvre de l'approche analogique pour cette société.

Nous avons également exclu ATHENS MEDICAL CENTRE, en raison des multiples d'EBITDA induits par cette société (15,1x en 2014 et 14,8x en 2015) qui ne nous paraissent pas cohérents avec les multiples observés sur les autres sociétés de l'échantillon.

²⁹ Source : Reuters France.

D'une manière plus générale, ces 2 sociétés grecques connaissent des difficultés importantes qui ne permettent pas de procéder à une comparaison directe.

Le cours de bourse retenu pour déterminer la valeur d'entreprise de chacune des sociétés est la moyenne sur 3 mois des cours de clôture pondérés par les volumes, observée au 16 septembre 2014.

Perspectives de rentabilité des sociétés cotées comparables

En millions	Pays	Capitalisation boursière	Devise	Croissance du CA			Croissance de l'EBITDA			Marge d'EBITDA		
				2013a	2014e	2015e	2013a	2014e	2015e	2013a	2014e	2015e
Générale de santé (pro-forma)	France	934	€	1%	1%	3%	-1%	0%	4%	12%	12%	12%
Rhoen Klinikum AG (1)	Allemagne	3 252	€	nd	nd	nd	nd	nd	nd	9%	10%	13%
Spire	Royaume-Uni	842	£	nc	9%	9%	nc	3%	10%	20%	19%	19%
Espirito Santo Saude SA	Portugal	371	€	9%	3%	3%	42%	6%	6%	15%	16%	16%
Moyenne (hors Générale de Santé)				8,6 %	6,2 %	5,9 %	na	4,6 %	7,9 %	14,9 %	14,9 %	16,2 %
Médiane (hors Générale de Santé)				8,6 %	6,2 %	5,9 %	na	4,6 %	7,9 %	15,2 %	15,6 %	16,1 %

Sources : consensus Thomson One pour les Sociétés, Business Plan du Management pour Générale de Santé.

(1) En raison d'une variation de périmètre, nous ne sommes pas en mesure de calculer des pourcentages de variation fiables d'une année sur l'autre.

L'analyse du consensus sur l'échantillon de sociétés comparables retenues fait apparaître globalement des perspectives de croissance et de marge d'EBITDA supérieures à celles de GENERALE DE SANTE. Dans ces conditions, le multiple induit par les comparables boursiers étrangers bénéficiant de meilleures perspectives fixe une valeur haute pour GENERALE DE SANTE.

Le fait que l'échantillon soit restreint à 3 sociétés et le constat de l'existence de business model différents (notamment en raison de l'impact des réglementations nationales) et donc de perspectives distinctes, sont des limites à la comparaison qui expliquent pourquoi ce critère a été examiné à titre accessoire.

Nous obtenons les multiples suivants sur la base des agrégats estimés issus des consensus d'analystes pour 2014 et 2015 renseignés sur la base de données financières THOMSON ONE :

Multiples des sociétés cotées comparables

En millions	Pays	Capitalisation boursière	Devise	VE/EBITDA 2014e	VE/EBITDA 2015e
Rhoen Klinikum AG	Allemagne	3 252	€	9,1x	8,2x
Spire	Royaume-Uni	842	£	9,7x	8,8x
Espirito Santo Saude SA	Portugal	371	€	9,3x	8,8x
Moyenne				9,37x	8,59x
Médiane				9,29x	8,77x
Min				9,13x	8,18x
Max				9,68x	8,81x

Sources : Rapports annuels 2013 des sociétés comparables, Thomson Reuters, Datastream

La dette nette est calculée à partir des dernières données disponibles (31 mars 2014)

b. EBITDA de référence de la société

Les EBITDA 2014e et 2015e, retenus pour GENERALE DE SANTE, correspondent aux agrégats issus des plan d'affaires³⁰ établis par le management de la société, auxquels nous avons réintégré la CVAE³¹ des exercices correspondants et pour lesquels les coûts de restructuration récurrents sont retenus (en substitution des coûts de restructuration figurant dans le plan d'affaires pour 2014 et 2015) pour le montant normatif, déterminé par référence à l'analyse menée dans le cadre des DCF.

c. Valorisation selon les multiples de sociétés comparables

Valorisation par les comparables boursiers

	Valeur par action (en €)	Prime induite par l'Offre
Minimum	15,80	1,2%
Maximum	16,76	-4,5%

En appliquant le multiple médian observé sur les comparables boursiers aux EBITDA 2014e et 2015e retraités, la valeur par action GENERALE DE SANTE **ressort entre 15,80 € et 16,76 €**. Sur ce critère, le prix d'Offre fait ressortir une prime de 1,2% si l'on se place sur la borne inférieure de la fourchette et une décote de 4,5% si l'on se place sur la borne supérieure de la fourchette.

Les résultats de ce critère indicatif constituent, selon nous, une fourchette haute dès lors que des comparables, soumis à d'autres réglementations nationales, présentent globalement des perspectives de croissance et des marges supérieures à GENERALE DE SANTE.

2. Transactions comparables

a. Multiples observés sur des transactions comparables

Nous avons analysé les transactions intervenues au cours des 5 dernières années sur des sociétés appartenant au secteur dans lequel évolue GENERALE DE SANTE et portant sur une part significative du capital (supérieure à 40%). Comme indiqué au § 5.2.5, nous avons retenu des multiples fondés sur l'EBITDA.

Nous avons identifié les transactions suivantes, intervenues depuis octobre 2009, pour lesquelles des informations publiques étaient disponibles :

- L'acquisition de VEDICI GROUPE par CVC CAPITAL PARTNERS annoncée en juin 2014 ;

³⁰ Le plan d'affaires « croissance externe » ne débute qu'en 2015 et ne présente pas de flux d'EBITDA significatif pour l'année 2015.

³¹ La CVAE s'analyse comme une charge opérationnelle.

- L'acquisition de MEDI-PARTENAIRES/MEDIPOLE SUD SANTE par BRIDGEPOINT annoncée en avril 2014 ;
- L'acquisition d'ALMAVIVA SANTE par GIMV ET UI GESTION annoncée en novembre 2013 ;
- L'acquisition de 40 établissements RHOEN KLINIKUM par FRESENIUS SE & Co. KGAA annoncée en septembre 2013 ;
- L'acquisition de MEDIPOLE SUD SANTE par BRIDGEPOINT annoncée en mars 2011 ;
- L'acquisition de VEDICI par 3I AND NI PARTNERS annoncée en mars 2010 ;
- L'acquisition de PROCLIF par RAMSAY HEALTH CARE annoncée en janvier 2010 ;
- L'acquisition de MEDIGREIF-BETRIEBSGESELLSCHAFT FUER KRANKENHAEUSER UND INTEGRATIVE GESUNDHEITZENTREN MBH par RHOEN-KLINIKUM annoncée en novembre 2009 ;
- L'acquisition de CLINIQUES PRIVEES ASSOCIEES (CPA) par CREDIT AGRICOLE PRIVATE EQUITY annoncée en octobre 2009.

Nous n'avons pas retenu ici l'acquisition de GENERALE DE SANTE par RHC UK et PREDICA qui constitue en tant que tel un critère (Cf. § 5.4.1.2), ni la cession de MEDIPSY par GENERALE DE SANTE à RAMSAY SANTE qui concerne des activités relevant d'un business model distinct.

Le détail des multiples de transactions comparables est le suivant :

Transactions comparables

Date annonce	Acquéreur	Cible	Pays de la cible	%acquis	Valeur d'entreprise K€	VE/EBITDA
23/06/2014	Private Group led by CVC Capital Partners	Vedici Groupe	France	100%	380 000	8,4 x
01/04/2014	Private Group led by Bridgepoint	Medi-Partenaires & Médipôle Sud Santé	France	100%	1 110 000	8,9 x
28/11/2013	Private Group led by GIMV and UI Gestion	Almaviva Sante	France	90%	120 747	8,9 x
13/09/2013	Fresenius SE & Co. KGaA	Rhoen Klinikum Portfolio of 40 Hospitals	Germany	100%	2 934 000	15,2 x
07/03/2011	Bridgepoint	Médipole Sud Santé	France	50%	50 000	N.C
05/03/2010	Private Group led by 3i and NI Partners	Vedici	France	100%	200 000	10,0 x
11/01/2010	Ramsay Health Care	Proclif	France	57%	170 669	9,2 x
11/11/2009	Rhoen-Klinikum	Medigreif-Betriebsgesellschaft fuer Krankenhaeuser und Integrative	Germany	100%	103 200	6,1 x
28/10/2009	Private Group led by Crédit Agricole Private Equity	Cliniques Privées Associees (CPA)	France	100%	102 497	8,4 x
	Moyenne					9,4 x
	Médiane					8,9 x

b. EBITDA de référence de la société

L'EBITDA 2013 retenu pour GENERALE DE SANTE correspond à l'EBITDA retraité³² de la variation de périmètre intervenue en 2013 suite à la cession des cliniques psychiatriques, auquel nous avons réintégré la CVAE³³ de l'exercice et des coûts de restructuration normatifs.

L'EBITDA 2014e, retenu pour GENERALE DE SANTE, correspond à celui défini au § 5.4.3.1.2.

c. Valorisation selon les transactions comparables

Valorisation par les transactions comparables

	Valeur par action (en €)	Prime induite par l'Offre
Minimum	14,51	10,3%
Maximum	15,23	5,0%

En appliquant le multiple médian observé sur les transactions identifiées aux EBITDA 2013a et 2014e retraités, la valeur par action GENERALE DE SANTE **ressort entre 14,51 € et 15,23 €**. Sur ce critère, le prix d'Offre fait ressortir une prime de 10,3% si l'on se place sur la borne inférieure de la fourchette et une prime de 5,0% si l'on se place sur la borne supérieure de la fourchette.

On pourra noter qu'en se référant à des transactions qui sont majoritaires, les valorisations ainsi obtenues intègrent une prime de prise de contrôle.

³² L'EBITDA 2013 pro-forma a été déterminé dans le cadre de la Vendor due diligence de GENERALE DE SANTE.

³³ La CVAE s'analyse comme une charge opérationnelle.

6. Appréciation du prix établi par les établissements présentateurs

Le CREDIT AGRICOLE CIB et LAZARD, agissant comme établissements présentateurs de l'Offre, ont préparé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant à la section 3 de la note d'information³⁴.

Nous avons analysé ces éléments et nous sommes rapprochés des représentants des Banques Présentatrices pour échanger sur les méthodes et critères d'évaluation retenus.

1.1 Choix des critères d'évaluation

Nous sommes en accord avec les Banques Présentatrices pour présenter, à titre principal, l'approche par l'actualisation des flux de trésorerie futurs ainsi que la transaction préalable sur le capital de GENERALE DE SANTE. Les Banques Présentatrices ont choisi de présenter, également à titre principal, l'analyse des cours de bourse historiques et la référence aux multiples de transactions comparables. Pour notre part, nous retenons ces deux méthodes à titre secondaire. Comme nous, les Banques Présentatrices retiennent les comparables boursiers à titre secondaire. Les objectifs de cours de bourse des analystes sont présentés à titre indicatif par les banques, nous avons décidé d'écarter cette méthode compte tenu du suivi limité dont le titre fait l'objet.

Enfin nous sommes en accord avec les dernières méthodes écartées, à savoir l'actif net comptable, l'actif net réévalué et la valeur de rendement fondée sur les dividendes futurs.

La mise en œuvre des différents critères appelle plusieurs remarques de notre part.

1.2 Mise en œuvre des différents critères

Les Banques Présentatrices ont eu accès au plan d'affaires du management pour la période 2014-2017.

En complément de ce plan d'affaires, nous avons obtenu d'une part l'actualisation budgétaire 2014 qui porte exclusivement sur la mise à jour des tarifs et ne fait pas ressortir de différence notable par rapport au budget initial et d'autre part le business plan « croissance externe » traduisant les ambitions du management en la matière.

³⁴ Projet de note d'information transmis par le cabinet BREDIN PRAT.

6.1.1. Données financières

Les établissements présentateurs retiennent une dette financière nette ajustée unique au 30 juin 2014 de 715 M€ quand nous retenons :

- Une dette financière nette ajustée au 31 décembre 2013 égale à 740,4 M€ pour nos calculs de DCF qui intègrent la totalité du flux 2014 ;
- Une dette financière nette ajustée au 30 juin 2014 de 725,0 M€ pour les méthodes analogiques.

Dans ce cadre, l'analyse de l'écart au 30 juin 2014 provient principalement des éléments suivants :

- Selon les chiffres publiés par la société au 30 juin 2014, la dette financière nette (non ajustée) s'élève à 639,8 M€. Les Banques Présentatrices considèrent, à la même date, une dette financière nette égale à 597 M€. Cet écart de présentation (42 M€) au niveau de la dette financière nette correspond aux dividendes, et demeure sans incidence sur le montant de la dette financière dette ajustée utilisée dans les calculs ;
- Les établissements présentateurs retiennent les intérêts minoritaires pour leur valeur comptable de 14 M€ au 30 juin 2014. Pour notre part, nous avons valorisé les intérêts minoritaires sur la base d'un multiple d'EBITDA observé sur les comparables boursiers. Sur cette base, ceux-ci s'élèvent à 37,0 M€.

1.2.1 Actualisation des flux de trésoreries futurs

Concernant les prévisions considérées

Alors que nous avons intégré les flux résultant du business plan « croissance externe », les Banques Présentatrices n'ont pas tenu compte du potentiel de croissance externe du groupe.

En revanche, là où nous avons considéré une croissance annuelle de l'activité de 1,5 % au-delà de l'horizon explicite pour le plan d'affaires *standalone*, c'est-à-dire à compter de 2018, les Banques Présentatrices ont extrapolé ce plan d'affaires en considérant une réduction progressive de la croissance de l'activité jusqu'en 2025, date à laquelle elles retiennent également 1,5 % de croissance annuelle.

Les Banques Présentatrices n'ont donc pas tenu compte du potentiel de croissance externe du groupe, mais ont considéré des taux de croissance plus élevés des activités du périmètre actuel à l'horizon 2025.

Concernant les hypothèses retenues dans le plan d'affaires *standalone*

Les établissements présentateurs ont scindé le flux de trésorerie 2014 pour ne tenir compte dans leurs calculs que du flux estimé pour le second semestre 2014 et en conséquence d'une dette nette ajustée au 30 juin 2014.

Afin de limiter le risque d'erreur, nous nous sommes fondés sur le flux de trésorerie 2014, tel qu'estimé par la société, et avons considéré la dette au 31 décembre 2013 pour assurer la cohérence des données utilisées.

Nous avons retenu des coûts de restructuration non récurrents correspondants à ceux repris dans l'actualisation budgétaire pour la période 2014 – 2017, ainsi qu'un coût normatif dans la valeur terminale. Les Banques Présentatrices n'ont pour leur part retenu aucun coût de restructuration non récurrent.

Concernant la valeur terminale

En extrapolant le plan d'affaires du management sans retraitement, les Banques Présentatrices ont maintenu le plein bénéfice du CICE dans la valeur terminale, alors que nous avons considéré qu'il serait réduit de moitié à compter de 2018.

Concernant le taux d'actualisation

Les Banques Présentatrices retiennent un taux d'actualisation de 7,1% correspondant au coût moyen pondéré du capital (CMPC) de la société. Nous retenons un taux de 6,36%.

Concernant la valeur par action

La valeur centrale obtenue par les Banques Présentatrices se situe dans une fourchette comprise entre 12,86 € et 15,23 € pour une valeur centrale de 14,00 € l'action. Pour notre part, nous calculons une fourchette de 13,15 € à 16,28 €, et une valeur centrale de 15,89 € l'action.

1.2.2 Référence à la transaction préalable

La référence au prix d'acquisition du bloc de contrôle, considérée de manière analogue par les Banques Présentatrices et l'expert indépendant, n'appelle pas de commentaire de notre part.

1.2.3 Analyse du cours de bourse

Les primes sont extériorisées par les Banques Présentatrices par rapport à des cours de bourse moyens dont est déduit un montant de 0,75 € par action correspondant au dernier dividende versé en juillet 2014.

Dans la mesure où l'analyse repose notamment sur des cours moyens historiques, nous n'avons, pour notre part, procédé à aucun ajustement sur les cours observés.

L'analyse du cours de bourse mise en œuvre par les Banques Présentatrices n'appelle pas d'autre remarque.

1.2.4 Multiples observés sur les sociétés cotées comparables

Tout comme nous, les établissements présentateurs fondent leur analyse sur les multiples d'EBITDA.

Dans leur échantillon de sociétés comparables, les Banques Présentatrices ont sélectionné SPIRE HEALTHCARE GROUP et RHOEN-KLINIKUM, que nous retenons également. En revanche, ils ne retiennent pas la société ESPIRITO SANTO SAUDE SA dans la mesure où elle fait actuellement l'objet de différentes offres (cf. §5.4.3.1.1). Pour notre part, nous l'avons estimée comparable, relevant qu'il s'agissait d'une valeur haute dans la mesure où cette société a vu son cours

progresser ensuite d'offres successives sur le titre. Les principales divergences de nos travaux tiennent donc à la composition de l'échantillon.

Les fourchettes de valeurs obtenues se situent entre 15,25 € et 16,00 € pour les Banques Présentatrices de l'Offre, et entre 15,80 € et 16,76 € dans notre analyse.

1.2.5 Multiples observés sur des transactions portant sur des sociétés comparables

Les Banques Présentatrices basent leur analyse, qu'elles retiennent à titre principal, sur les multiples d'EBITDA. Pour notre part, nous avons également retenus des multiples d'EBITDA, mais ne présentons cette méthode de valorisation qu'à titre indicatif.

Les fourchettes de valeurs obtenues se situent entre 15,23 € et 17,08 € pour les Banques Présentatrices de l'Offre, et entre 14,51 € et 15,23 € dans notre analyse.

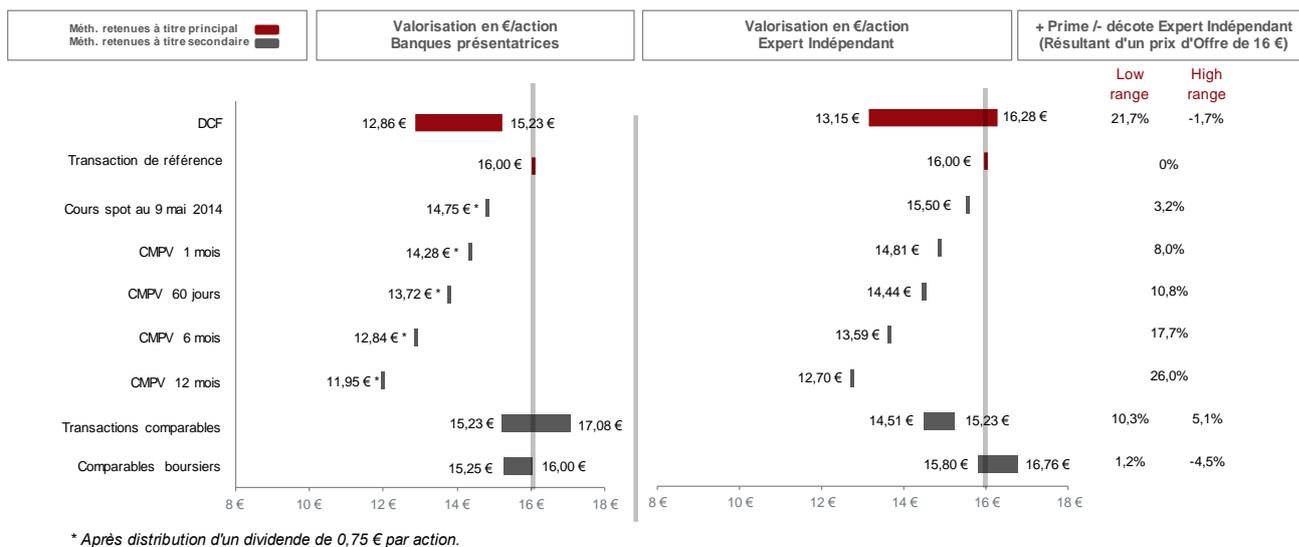
1.2.6 Référence aux cours cibles des analystes

Les Banques Présentatrices présentent cette méthode à titre indicatif et font ressortir un dernier cours cible d'Oddo & Cie du 8 mai 2014 (avant acquisition du bloc majoritaire) à 12,50 €, extériorisant ainsi une prime de 28% par rapport au prix d'Offre. Pour notre part, nous considérons qu'il n'est pas pertinent de retenir ce critère de valorisation. En effet, le titre de la société fait l'objet d'un suivi limité de la part des analystes et seule Oddo & Cie a publié des objectifs de cours avant l'annonce de la cession du bloc majoritaire.

7. Synthèse de nos travaux et appréciation sur le caractère équitable du prix d'Offre

7.1. Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, le prix d'Offre, soit 16,00 € par action, fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :



7.2. Conclusion

La présente Offre fait suite à l'acquisition par les initiateurs d'un bloc de contrôle représentant 83,4% du capital de la société.

Dans ce cadre et par référence aux critères d'évaluation les plus pertinents, nous observons que le prix d'offre de 16,00 € par action :

- iii. correspond strictement au prix d'acquisition du bloc de contrôle, lequel résulte d'un processus de mise en concurrence de plusieurs acquéreurs potentiels dont les mieux disant ont été les initiateurs, agissant de concert ;
- iv. s'inscrit dans la fourchette haute des estimations par le DCF, lesquelles aboutissent à un prix compris entre 13,15 € et 16,28 € par action et présente une prime de 0,7% par rapport à la valeur centrale de 15,89 €, étant précisé que ces estimations présentent un caractère volontariste marqué dès lors qu'elles intègrent le potentiel de développement de la société par croissance externe sur les prochaines années.

De surcroît, dans un contexte où le flottant et les volumes apparaissent limités, l'Offre permet aux actionnaires minoritaires d'accéder à la liquidité immédiate pour la totalité de leurs titres sans

avoir à subir l'aléa inhérent à la réalisation du plan d'affaires. Par rapport au cours de bourse moyens historiques, le prix de 16,00 € par action offre une prime de +8,0% à +26,0% selon les cours de référence retenus, et de 3,2% par rapport au cours du 9 mai 2014, veille de l'annonce de l'entrée en négociation exclusive. Le cours de bourse n'a, de plus, jamais atteint le prix d'offre au cours des deux années précédant l'annonce.

En l'absence de sociétés cotées et de transactions réellement comparables, les méthodes analogiques n'ont été utilisées qu'à titre de recoupement. Elles permettent de conforter le caractère équitable de la valeur DCF.

Dans ces conditions, nous sommes d'avis que le prix d'offre de 16,00 € par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de GENERALE DE SANTE.

Par ailleurs, à notre connaissance, il n'existe pas d'accord connexe susceptible de remettre en cause le traitement équitable des associés au plan financier.

Fait à Paris le 7 octobre 2014

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Lucas ROBIN
Associé

Olivier PERONNET
Associé

PJ : Annexe unique

Annexe unique

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER :

L'activité de FINEXSI E&CF s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'ORDRE DES EXPERTS COMPTABLES et la COMPAGNIE NATIONALE DES COMMISSAIRES AUX COMPTES. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs dont l'essentiel à un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers :

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Montant de la rémunération perçue :

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 190.000 €, hors taxes, frais et débours.

Description des diligences effectuées :

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

1 - Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission

2 - Collecte des informations et des données nécessaires à la mission :

- Prise de connaissance des notes d'analyse sectorielles pointues afin de mieux appréhender le marché et l'activité de la cible, des notes d'analyse sur les comparables de la société et des notes d'analyse sur les transactions comparables

3 - Appréciation du contexte de l'Offre :

- échange avec les conseils de la cible
- Echange avec le conseil des vendeurs du bloc de contrôle
- Echange avec les Banques Présentatrices

4 - Analyse de la transaction et de la documentation juridique liée

5 - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de GENERALE DE SANTE

6- Revue des plans d'affaires du management

7 - Analyse du cours de bourse :

- Analyse du flottant et de la liquidité
- Analyse de l'évolution du cours

8 - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs

9 - Mise en œuvre des méthodes analogiques :

- Comparables boursiers (mise en œuvre mais non retenu à titre principal)
- Transactions comparables (mise en œuvre mais non retenu à titre principal)

10 - Obtention de la lettre d'affirmation du représentant de la société cible et des initiateurs

11 - Analyse de la note d'information

12 - Revue indépendante

13 - Rédaction du rapport

Calendrier de l'étude :

Date	Réalisation
28 juillet	- Désignation de Finexsi en tant qu'expert indépendant par le Conseil d'administration de Générale de Santé
Semaine du 28 juillet	- Réunion de travail avec le conseil juridique de Générale de Santé (Me Pouchepadass), le Directeur Juridique de Générale de Santé (M. de Faultrier) et la banque conseil des actionnaires cédants (Rothschild) - Réunion avec la Direction de Générale de Santé sur la présentation de l'opération - Rédaction d'un projet de lettre de mission sur cette base - Collecte de l'information publique disponible - Recherche des transactions comparables à partir de la base de données Epsilon notamment - Identification et collecte de données sur les comparables boursiers
Semaine du 4 août	- Réunion de travail avec Générale de Santé sur les transactions comparables et comparables boursiers
Semaine du 1er septembre	- Réunion avec la direction financière de Générale de Santé sur le processus le budgétaire et les hypothèses structurante du plan d'affaires
Semaine du 15 septembre	- Réunion de travail avec la direction financière de Générale de Santé sur les éléments financiers de la société - Réunion avec les administratrices indépendantes de Générale de Santé - Réunion avec la banque conseil des cédants (Rothschild)
Semaine du 22 septembre	- Réunion de travail avec les banques présentatrices de l'Offre (Crédit Agricole et Lazard) sur l'approche d'évaluation mise en œuvre - Réunion de travail avec la Direction du Développement sur les prévisions de croissance externe - Conférence téléphonique avec les conseils juridiques de Générale de Santé - Réunion avec la Direction Générale
Semaine du 29 septembre	- Réunion avec les administratrices indépendantes de Générale de Santé - Finalisation de notre approche de valorisation multicritère - Rédaction de l'attestation d'équité - Préparation des lettres d'affirmation - Revue indépendante du rapport du cabinet FINEXSI
Semaine du 6 octobre	- Présentation et remise du rapport d'évaluation au Conseil d'administration de Générale de Santé

Liste des personnes contactées ou rencontrées :

Nom	Prénom	Fonction
<u>Société Générale de Santé</u>		
ROCHE	Pascal	Directeur Général
MONTELEONE	Filippo	Directeur Général Délégué
JEUDY	Arnaud	Directeur Financier
PAVY	Delphine	Directrice du Développement
DE FAULTRIER	Jean	Directeur Juridique
COUDERC	Anne-Marie	Administratrice Indépendante
HORTEFEUX	Valérie	Administratrice Indépendante

Banque Conseil des actionnaires Générale de Santé (Rothschild Global Financial Advisory)

DE BRETEUIL	François	Managing Director
HAMMOUDI	Amine	Assistant Director
BOUALLOU	Youssef	Analyst

Avocats de Générale de Santé (cabinet Bredin Prat)

PRAT	Sébastien	Avocat Associé
POUCHEPADASS	Matthieu	Avocat Associé
BLOTTIAUX	Marine	Avocate

Banques présentatrices de l'Offre (Crédit Agricole Corporate & Investment Bank et Lazard Frères)

CONSTANT	Nicolas	Managing Director Lazard
DUHAMEL	Charles	Directeur Lazard
ESTEVE	Aymeric	Sous-Directeur Lazard
EYMARD	Sébastien	Managing Director CA-CIB
PETTIT	Guillaume	Vice Président CA-CIB

Sources d'information utilisées :

Informations communiquées par la société GENERALE DE SANTE :

- Le Business Plan 2014-2017 ;
- Les accords de cession conclus par RHC UK et PREDICA ainsi que de l'ensemble de la documentation s'y rapportant ;
- La liste des entités contactées en vue de l'opération ;
- Le détail des offres reçues dans le cadre du processus de cession ;
- Le rapport d'audit stratégique ;
- La vendor due diligence ;
- Le document de référence au 31 décembre 2013 de la société GENERALE DE SANTE ;

- Le rapport financier semestriel GENERALE DE SANTE au 30 juin 2014 ;
- Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par les Banques Présentatrices.

Informations de marché :

- Communication financière de GENERALE DE SANTE sur les exercices 2011, 2012, 2013 et 2014 ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché : DATASTREAM ; THOMSON REUTERS, NYSE EURONEXT ;
- Données de marchés : DATASTREAM, EPSILON RESEARCH.

Personnel associé à la réalisation de la mission :

Les signataires, Olivier PERONNET (associé) et Lucas ROBIN (associé), ont été assistés de Maxime ROGEON et de FIONA BENOUAICHE.

La revue indépendante a été effectuée par Oliver COURAU, associé du cabinet.