

Alain ABERGEL
ABERGEL & Associés
143 rue de la Pompe
75116 PARIS

Olivier PERONNET
FINEXSI Expert & Conseil Financier
14 rue de Bassano
75116 PARIS

GENERALE DE SANTE

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

RAMSAY SANTE

Société anonyme au capital au capital de 72.260.652,00 €
53 avenue Victor Hugo,
75116 Paris
RCS de Paris n° 484 349 360

**Rapport des commissaires à la fusion
sur la rémunération des apports devant être
effectués par
la société RAMSAY SANTE
à la société GENERALE DE SANTE**

*Ordonnance de Monsieur le Président
du Tribunal de Commerce de Paris
du 4 février 2015*

**Rapport des commissaires à la fusion
sur la rémunération des apports devant être effectués par
la société RAMSAY SANTE
à la société GENERALE DE SANTE**

Mesdames, Messieurs les actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris en date du 4 février 2015 concernant la fusion par voie d'absorption de la société Ramsay Santé par la société Générale de Santé, nous avons établi le présent rapport sur la rémunération des apports prévu par l'article L 236-10 du Code de Commerce, étant précisé que notre appréciation sur la valeur des apports fait l'objet d'un rapport distinct.

A la demande du Conseil d'administration de Générale de Santé du 23 avril 2015, notre mission a fait l'objet d'une extension conventionnelle portant sur l'appréciation du caractère équitable de l'opération de fusion prise dans son ensemble. Cette appréciation, complémentaire à notre mission légale, figure en annexe du présent rapport.

La rémunération des apports résulte du rapport d'échange qui a été arrêté dans le traité de fusion signé par les représentants des sociétés concernées en date du 19 mai 2015. Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable du rapport d'échange. A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées, d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Notre mission prenant fin avec le dépôt du rapport, il ne nous appartient pas de mettre à jour le présent rapport pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

A aucun moment nous ne nous sommes trouvés dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévus par la loi.

Nos constatations et conclusions sont présentées ci-après selon le plan suivant :

- 1. Présentation de l'opération**
- 2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération**
- 3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé**
- 4. Conclusion**

1. Présentation de l'opération et description des apports

1.1 Contexte de l'opération

Le rapprochement entre les sociétés RAMSAY SANTE et GENERALE DE SANTE fait suite à la prise de contrôle de GENERALE DE SANTE par les actionnaires de RAMSAY SANTE, RAMSAY HEALTH CARE (UK) Ltd et PREDICA, en octobre 2014.

Il a notamment pour objet de permettre le partage des savoir-faire de chacun, de mettre en place des synergies opérationnelles au sein des pôles territoriaux, et de rationaliser et de simplifier la structure du groupe combiné.

A l'issue de la fusion entre RAMSAY SANTE et GENERALE DE SANTE, le groupe combiné disposera d'une part de marché de l'ordre de 15% du secteur de l'hospitalisation privée en France. Il comptera 115 établissements et centres et accueillera 1,5 millions de patients par an, dont 450.000 dans ses 23 services d'urgence. Il comptera 20.000 salariés et 5.000 praticiens libéraux (cette dernière constituant la première communauté libérale de France).

1.2 Présentation des sociétés concernées

1.2.1 La société GENERALE DE SANTE (absorbante)

GENERALE DE SANTE est une société anonyme au capital de 42.320.396,25 euros, divisé en 56.427.195 actions d'une valeur nominale de 0,75 euro chacune, intégralement souscrites et libérées et de même catégorie, admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext Paris.

Il n'existe pas à la date des présentes de titres, valeurs mobilières, ou droits donnant accès à son capital, autres que les 56 427 195 actions composant son capital social.

A la date du présent rapport, GENERALE DE SANTE détient 25.301 de ses propres actions.

Son siège social est situé au 96, avenue d'Iéna à Paris (75116). Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 383 699 048.

La société a pour objet :

- toutes opérations commerciales et financières se rapportant à la santé et, en particulier, à la protection générale de la santé publique, à la protection sanitaire des individus et de la famille, à l'action sociale en faveur des malades et des souffrants, des handicapés, des personnes âgées et des personnes en situation de détresse ou d'inadaptation sociale, ainsi que l'action sociale et médicale en faveur de la lutte contre les maladies et les atteintes à la santé ;
- toutes opérations commerciales et financières se rapportant à la gestion de tous établissements, services, œuvres, organismes ou institutions, publics ou privés, apportant leur contribution à l'une ou l'autre des activités spécifiées et, en particulier, de ceux dispensant des soins médicaux, comme notamment maisons de santé et de retraite, hôpitaux et cliniques,

établissements spécialisés dans les activités médicales et chirurgicales, de soins de suite et de réadaptation, ainsi que les établissements de psychiatrie et de santé mentale ;

- la création, l'acquisition, la location, la prise à bail, l'installation, l'exploitation de tous établissements ou fonds de commerce se rapportant à l'une ou l'autre des activités spécifiées ;
- la prise à bail, l'acquisition, l'exploitation ou/et la cession de tous procédés, brevets, marques ou licences concernant ces activités ;
- la participation directe ou indirecte, de quelque nature que ce soit, dans toutes opérations, entreprises ou personnes morales de droit privé ou de droit public pouvant se rattacher à ces activités ;
- toutes opérations quelconques contribuant directement ou indirectement à la réalisation de l'un des objets visés ci-dessus ou susceptibles d'en favoriser l'extension ;
- l'acquisition, la détention, la gestion et la cession de participations par tous moyens dans toutes sociétés ou groupements ;

Et généralement, toutes opérations industrielles, commerciales, financières, civiles, mobilières ou immobilières pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'un des objets visés ci-dessus ou à tous objets similaires ou connexes.

La société GENERALE DE SANTE clôture son exercice social le 31 décembre de chaque année. Il sera toutefois proposé à l'assemblée générale de GENERALE DE SANTE convoquée pour le 9 juin 2015 de modifier les dates d'ouverture et de clôture de l'exercice social et de les fixer respectivement au 1^{er} juillet et au 30 juin de chaque année.

1.2.2 La société RAMSAY SANTE (absorbée)

RAMSAY SANTE est une société anonyme au capital de 72.260.652 euros, divisé en 72 260 652 actions d'une valeur nominale de 1 euro chacune, toutes entièrement libérées et de même catégorie. Les actions de RAMSAY SANTE ne sont pas admises aux négociations sur un marché réglementé ou sur un système multilatéral de négociations organisé.

Il n'existe pas à la date des présentes de titres, valeurs mobilières, ou droits donnant accès à son capital, autres que les 72 260 652 actions composant son capital social.

RAMSAY SANTE a émis 54 614 236 obligations ordinaires pour un montant nominal de 1 euro et portant intérêt au taux de 8%, venant à échéance au 14 juin 2016.

RAMSAY SANTE ne détient aucune de ses propres actions à la date des présentes.

Son siège social est situé au 53, avenue Victor Hugo à Paris (75116). Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 484 349 360.

La société a pour objet :

- la prise de participations minoritaires ou majoritaires, en ce incluses la détention intégrale du capital d'une ou plusieurs sociétés, par tous moyens et en particulier par acquisition ou souscription au capital de sociétés existantes ou à constituer par apports en nature et en numéraire et la gestion de ces participations, notamment par voie de prêt d'actionnaires, par voie d'achat, de vente ou d'échange d'actions, de parts sociales, d'obligations ou de valeurs mobilières de toute nature et dans toutes sociétés ;
- l'octroi de toutes cautions, garanties et plus généralement toutes opérations autorisées aux termes de l'article L. 511-7 3ème du Code Monétaire et Financier ;
- la fourniture de prestations de services de conseil et d'assistance en matière commerciale, financière, comptable, juridique, fiscale, technique, administrative, informatique, en matière de négociation de tout type de contrats et de gestion et la fourniture de toute autre prestation de services au profit de sociétés, entités ou groupements dont la majorité du capital ou des droits de vote est contrôlée par la société ;

Et généralement toutes opérations financières, commerciales, industrielles, immobilières et mobilières pouvant se rattacher, directement ou indirectement, aux objets ci-dessus spécifiés ou à tout autre objet connexe ou complémentaires.

La société RAMSAY SANTE clôture son exercice social le 30 juin de chaque année.

1.2.3 Liens entre les sociétés et administrateurs communs

Liens entre les sociétés :

A la date du présent rapport, RAMSAY SANTE et GENERALE DE SANTE n'ont aucun lien en capital, mais sont sous contrôle commun.

Le capital de RAMSAY SANTE sera en effet détenu à hauteur de 57,02% par la société RAMSAY HEALTH CARE (UK) Ltd et à hauteur de 42,98% par la société PREDICA, le capital de GENERALE DE SANTE étant quant à lui détenu à hauteur de 48,80% par la société RAMSAY HEALTH CARE (UK) Ltd et à hauteur de 36,81% par la société PREDICA.

Administrateurs communs :

Monsieur Christopher REX est Président du conseil d'administration de GENERALE DE SANTE et administrateur de RAMSAY SANTE.

Messieurs Craig McNALLY et Bruce SODEN sont administrateurs de GENERALE DE SANTE et de RAMSAY SANTE.

Madame Françoise DEBRUS est administratrice de RAMSAY SANTE et représentant permanent de CREDIT AGRICOLE ASSURANCES, administrateur de GENERALE DE SANTE.

1.3 Description de l'opération

Les modalités de réalisation de l'opération, qui sont présentées de façon détaillée dans le projet de traité de fusion signé par les représentants des sociétés concernées le 19 mai 2015, peuvent se résumer comme suit.

Aspects juridiques :

Sous réserve de la réalisation des conditions suspensives visées au paragraphe 1.4.5 ci-après et dans les conditions prévues au projet de traité de fusion, RAMSAY SANTE apportera et transfèrera à GENERALE DE SANTE, à la date de réalisation de l'opération, l'ensemble de ses biens, droits et obligations, en ce compris les engagements hors bilan, actifs et passifs, sans exception ni réserve, composant son patrimoine, conformément aux articles L. 236-1 et suivants du Code de Commerce.

Aspects fiscaux :

Sur le plan fiscal, RAMSAY SANTE et GENERALE DE SANTE ont décidé de donner un effet rétroactif à la fusion au 1^{er} juillet 2015 à 00h00.

En conséquence, les résultats comptable et fiscal de RAMSAY SANTE depuis la date d'effet seront repris respectivement dans les résultats comptable et fiscal de GENERALE DE SANTE, qui s'est engagée à les déclarer et à payer l'impôt correspondant.

GENERALE DE SANTE et RAMSAY SANTE, personnes morales ayant leur siège social en France et donc soumises à l'impôt sur les sociétés en France dans les conditions de droit commun, ont déclaré vouloir soumettre l'opération de fusion au régime prévu à l'article 210-A du Code Général des Impôts (« CGI »).

En conséquence, GENERALE DE SANTE s'est engagée à respecter l'ensemble des prescriptions visées à l'article 210-A du CGI et à se conformer à toutes les obligations légales en vigueur en ce qui concerne les déclarations à établir pour le paiement de l'impôt sur les sociétés comme de toutes les impositions et taxes résultant de la réalisation de la fusion.

La fusion intervenant entre deux personnes morales passibles de l'impôt sur les sociétés, elle bénéficiera des dispositions de l'article 816 du CGI. En conséquence, la présente fusion sera enregistrée moyennant le paiement d'un droit fixe de cinq cents (500) euros.

Date d'effet comptable :

Conformément aux dispositions de l'article L. 236-4 2° du Code de Commerce, GENERALE DE SANTE et RAMSAY SANTE ont convenu que l'opération de fusion aura, au plan comptable, un effet rétroactif au premier jour de l'exercice de RAMSAY SANTE, soit le 1^{er} juillet 2015 à 00h00, c'est à dire antérieurement à la date à laquelle la fusion sera soumise aux assemblées générales de GENERALE DE SANTE et de RAMSAY SANTE.

Corrélativement, les résultats de toutes les opérations effectuées par RAMSAY SANTE à compter de la date d'effet jusqu'à la date de réalisation de l'opération seront exclusivement selon le cas au profit ou à la charge de GENERALE DE SANTE, ces opérations étant considérées comme accomplies par GENERALE DE SANTE.

1.4 Présentation des apports

1.4.1 Méthode d'évaluation retenue

En application de l'article 743-1 du règlement n°2014-03 de l'Autorité des Normes Comptables relatif à la comptabilisation et l'évaluation des opérations de fusion et assimilées, la présente opération de fusion étant réalisée entre sociétés sous contrôle commun, les actifs et passifs seront apportés sur la base de leur valeur nette comptable à la date d'effet de l'apport.

L'apport étant prévu avec un effet rétroactif au 1^{er} juillet 2015 à 00h00, les actifs apportés et les passifs transférés ont été retenus pour leur valeur comptable estimée au 30 juin 2015.

Les parties ont tenu compte des états financiers de RAMSAY SANTE au 30 juin 2014 et des états intermédiaires au 28 février 2015 pour établir le bilan d'apport estimé au 30 juin 2015.

1.4.2 Description des apports

Les apports sont constitués de l'intégralité des éléments d'actif et de passif composant le patrimoine de RAMSAY SANTE, dans l'état où ils se trouveront à la date de réalisation de l'opération.

L'actif net devant être transmis par RAMSAY SANTE à GENERALE DE SANTE est donc estimé provisoirement à **80 899 573 euros**.

1.4.3 Détermination de l'actif net définitif

Les termes et conditions du projet de traité de fusion ont été établis sur la base des comptes sociaux estimés de RAMSAY SANTE au 30 juin 2015.

L'actif net définitif apporté sera déterminé sur la base des comptes annuels définitifs de RAMSAY SANTE au 30 juin 2015, selon les mêmes règles que celles utilisées pour établir l'actif net estimé au 30 juin 2015.

1.4.4 Rémunération des apports

En application du rapport d'échange de 10 actions GENERALE DE SANTE pour 37 actions RAMSAY SANTE, 19 529 900 actions nouvelles GENERALE DE SANTE de 0,75 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées, seraient créées par GENERALE DE SANTE au titre d'une augmentation de capital de 14 647 425 euros, les actionnaires de RAMSAY SANTE ayant déclaré renoncer à la rémunération de 22 actions RAMSAY SANTE.

A l'issue de la fusion, le capital de GENERALE DE SANTE serait ainsi porté de 42 320 396,25 euros à 56 967 821,25 euros. Il sera divisé en 75 957 095 actions de 0,75 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

La différence entre le montant de la valeur nette comptable de l'actif net transmis par RAMSAY SANTE, estimé provisoirement à 80 899 573 euros et le montant nominal de l'augmentation de capital de GENERALE DE SANTE de 14 647 425 euros, soit un montant estimé provisoirement à 66 252 148 euros, constituera la prime de fusion.

Le montant définitif de la prime de fusion sera déterminé par référence au montant définitif de l'actif net apporté, à savoir l'actif net comptable au 30 juin 2015 de RAMSAY SANTE.

Dans l'hypothèse où la valeur nette comptable définitive de l'actif net transmis par RAMSAY SANTE à la date d'effet de la fusion telle que déterminée sur la base des comptes définitifs de RAMSAY SANTE serait supérieure à l'actif net provisoire de 80 899 573 euros, ladite variation viendrait augmenter le montant de la prime de fusion sans que cette modification ne vienne affecter le nombre d'actions GENERALE DE SANTE émises en rémunération de la fusion.

Le montant définitif de la prime de fusion sera inscrit au passif du bilan de GENERALE DE SANTE au compte « prime de fusion », sur lequel porteront les droits des actionnaires anciens et nouveaux de GENERALE DE SANTE.

La prime de fusion pourra recevoir toute affectation conforme aux principes en vigueur décidée par l'assemblée générale des actionnaires de GENERALE DE SANTE. Notamment, il sera proposé à l'assemblée générale de GENERALE DE SANTE appelée à approuver le projet de fusion d'autoriser le conseil d'administration à procéder à tout prélèvement sur la prime de fusion en vue (i) d'imputer tout ou partie des charges, frais, droits, impôts et honoraires occasionnés par la fusion, (ii) de reconstituer, le cas échéant, au passif de GENERALE DE SANTE, les réserves et provisions réglementées comptabilisées chez RAMSAY SANTE et (iii) de reconstituer, le cas échéant, toute dotation à la réserve légale.

1.4.5 Conditions suspensives

La fusion envisagée est subordonnée à la réalisation des conditions suspensives suivantes :

- l'enregistrement par l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») du document de fusion établi conformément aux dispositions de l'article 212-34 du Règlement Général de l'AMF (le « Document E ») ;
- la confirmation devenue définitive par l'AMF que la réalisation de la fusion ne donnera pas lieu à la mise en œuvre préalable d'une offre publique de retrait au sens de l'article 236-6 du Règlement Général de l'AMF visant les actions de GENERALE DE SANTE à l'initiative de RAMSAY HEALTH CARE (UK) Ltd et PREDICA ; étant précisé que les parties pourront à tout moment renoncer d'un commun accord à cette condition ;
- l'approbation par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de RAMSAY SANTE du projet de fusion et de la dissolution sans liquidation de RAMSAY SANTE ;
- l'approbation par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de GENERALE DE SANTE du projet de fusion, des apports correspondants et de l'augmentation de capital de GENERALE DE SANTE en rémunération de l'apport-fusion de RAMSAY SANTE.

2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération

2.1 Méthodes d'évaluation et valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés parties au projet de traité de fusion

Le rapport d'échange de la présente fusion a été déterminé par les parties sur la base de la comparaison des valeurs réelles de GENERALE DE SANTE et de RAMSAY SANTE.

Dans leur approche des valeurs réelles, les parties ont écarté les critères suivants :

- l'actif net comptable,
- l'actif net réévalué,
- les multiples de transactions comparables,
- l'analyse du cours de bourse,

pour retenir :

- l'actualisation des flux futurs de trésorerie
- les comparables boursiers,
- l'analyse du prix d'acquisition de GENERALE DE SANTE en 2014 par RAMSAY HEALTH CARE (UK) Ltd et PREDICA.

2.2 Actualisation des flux de trésorerie

Les flux de trésorerie prévisionnels ont été déterminés à partir des budgets et plans d'affaires établis par les managements respectifs de chacune des deux sociétés en *standalone* (i.e. indépendamment des conséquences attendues de la fusion).

Mi-mars 2015, le gouvernement a annoncé une baisse des tarifs hospitaliers de 2,5% dans le secteur privé pour la campagne 2015 (i.e. effective au 1^{er} mars 2015).

Les prévisions *standalone* de chacune des deux sociétés ont été ajustées en conséquence pour tenir compte des baisses tarifaires décidées par le gouvernement, ainsi que des plans d'actions envisagés par le management de chaque société pour réduire l'impact de ces baisses.

Les plans d'affaires ainsi établis pour une durée de 3 ans (2015 -2017) chez GENERALE DE SANTE et de 4 ans (2015 – 2018) chez RAMSAY SANTE ont ensuite été extrapolés pour couvrir un horizon explicite de 5 ans (2015 – 2019).

Le taux d'actualisation des flux de trésorerie a été fixé à 7,6% pour les deux sociétés¹.

¹ Le taux d'actualisation a été calculé selon la formule du MEDAF en retenant les hypothèses suivantes :

- « [...] un taux sans risque normalisé de 3,5%, soit un niveau intégrant un taux d'intérêt réel (hors inflation) de 2% et un taux d'inflation anticipé à long terme de 1,5% »,
- Un coefficient bêta de 0,9, « en ligne avec la moyenne d'un échantillon de sociétés comparables »,
- Une prime de risque de marché de 4,5%.

La valeur terminale a été calculée en considérant un taux de croissance à l'infini de 1,5 %.

Des tests de sensibilité ont été menés sur la marge d'EBITDA normative projetée à l'infini selon deux scénarii traduisant une plus ou moins grande convergence des niveaux de marge entre les 2 sociétés.

Sur la base de ces travaux, le rapport d'échange ressort dans une fourchette comprise entre 3,6 et 3,9 actions RAMSAY SANTE pour une action GENERALE DE SANTE.

2.3 Comparables boursiers

Les parties ont retenu un échantillon restreint composé de deux sociétés : RHÖN KLINIKUM, et LUZ SAUDE.

Les multiples moyens observés sur cet échantillon ont été appliqués aux EBITDA prévisionnels 2015e, 2016e et 2017e issus des plans d'affaires de chaque société.

Il en résulte des rapports d'échange compris entre 3,0 et 3,6, étant observé que compte tenu de la taille restreinte de l'échantillon de sociétés comparables et des perspectives de croissance de l'échantillon sensiblement différentes de celles de GENERALE DE SANTE et RAMSAY SANTE, les parties ont considéré ce critère à titre secondaire.

2.4 Analyse du prix d'acquisition de GENERALE DE SANTE en 2014

Les parties se sont référées à l'acquisition hors marché, le 1^{er} octobre 2014, d'un bloc majoritaire par RAMSAY HEALTH CARE (UK) LTD et PREDICA, représentant 83,43% du capital de GÉNÉRAL DE SANTÉ, suivie de l'acquisition de 2,18% supplémentaires à l'issue de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « OPAS ») le 14 novembre 2014.

Les multiples induits par le prix d'acquisition de 16 € par action GÉNÉRALE DE SANTÉ font ressortir des parités comprises entre 3,4 et 3,9.

2.5 Synthèse des approches mises en œuvre par les parties

Synthèse de l'évaluation

	Parité d'échange	
	Basse	Haute
Méthode DCF	3,6	3,9
Comparaisons boursières	3,0	3,6
Offre Générale de Santé	3,4	3,9

Sur la base des rapports d'échange ainsi calculés, les parties ont retenu un rapport de 10 actions GENERALE DE SANTE pour 37 actions RAMSAY SANTE, correspondant une parité d'échange de 3,7².

² 37 / 10 = 3,7

2.6 Diligences mises en œuvre par les commissaires à la fusion

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires au regard de la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission.

En particulier, nous avons effectué les travaux suivants :

- nous avons pris connaissance de l'opération de fusion envisagée et avons tenu des réunions avec les représentants des sociétés en présence et leurs conseils, tant pour comprendre le contexte dans lequel cette fusion se situe, que pour analyser les modalités comptables, juridiques et fiscales envisagées ;
- nous avons examiné le projet de traité de fusion du 19 mai 2015 et ses annexes et le projet de Document E ;
- nous avons analysé la documentation juridique relative aux sociétés participant à la présente fusion (société absorbée et société absorbante) ;
- nous avons pris connaissance du document de référence 2014 de GENERALE DE SANTE, incluant les comptes consolidés au 31 décembre 2014 de GENERALE DE SANTE ayant fait l'objet d'une certification sans réserve par ses commissaires aux comptes, et des états comptables semestriels consolidés au 31 décembre 2014 ainsi que des états comptables annuels consolidés au 30 juin 2014 de RAMSAY SANTE, ayant fait l'objet d'une attestation de revue limitée sans observation par son commissaire aux comptes.
- nous avons analysé les données prévisionnelles disponibles (business plan, données budgétaires), en veillant à ce que celles-ci ne présentent pas d'incohérence entre les sociétés ;
- nous avons tenu des réunions de travail avec les responsables des sociétés en présence, en particulier sur la revue (i) de l'impact de la baisse des tarifs sur les prévisions, (ii) des plans d'actions envisagés pour limiter l'impact de baisses tarifaires sur les résultats et leur chiffrage et (iii) des synergies liées au rapprochement ;
- nous avons examiné les méthodes d'évaluation mises en œuvre dans le cadre de la fusion et nous nous sommes assurés qu'elles étaient adaptées aux sociétés en présence et au contexte de l'opération proposée. Dans ce cadre, nous avons pris connaissance des travaux de détermination des valeurs relatives établies par les parties et leurs conseils ;
- nous avons mis en œuvre des évaluations alternatives et procédé à des tests de sensibilité sur les évaluations menées par les parties ;
- nous avons obtenu une lettre d'affirmation de la part des dirigeants des sociétés concernées par l'opération confirmant notamment l'absence d'évènements ou de faits susceptibles d'affecter de manière significative la valeur des apports.

Enfin, nous avons accompli des diligences spécifiques au contrôle des apports dont nous rendons compte dans un rapport distinct, ainsi qu'à l'appréciation du caractère équitable de l'opération prise dans son ensemble reprises dans l'attestation annexée au présent rapport.

2.7 Commentaires et observations des commissaires à la fusion sur les évaluations exposées dans le projet de traité de fusion

2.8 Critères écartés par les parties

Nos principales remarques sur les critères écartés sont les suivantes :

2.8.1 Actif net comptable

La référence à l'actif net comptable, qui ne constitue pas une méthode d'évaluation 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.

2.8.2 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 holdings ou les sociétés opérant dans certains secteurs (foncières par exemple) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et pour lesquelles les acquisitions et cessions de tels actifs constituent un processus d'exploitation habituel, ce qui n'est pas le cas de GENERALE DE SANTE ou de RAMSAY SANTE.

2.8.3 Analyse du cours de bourse

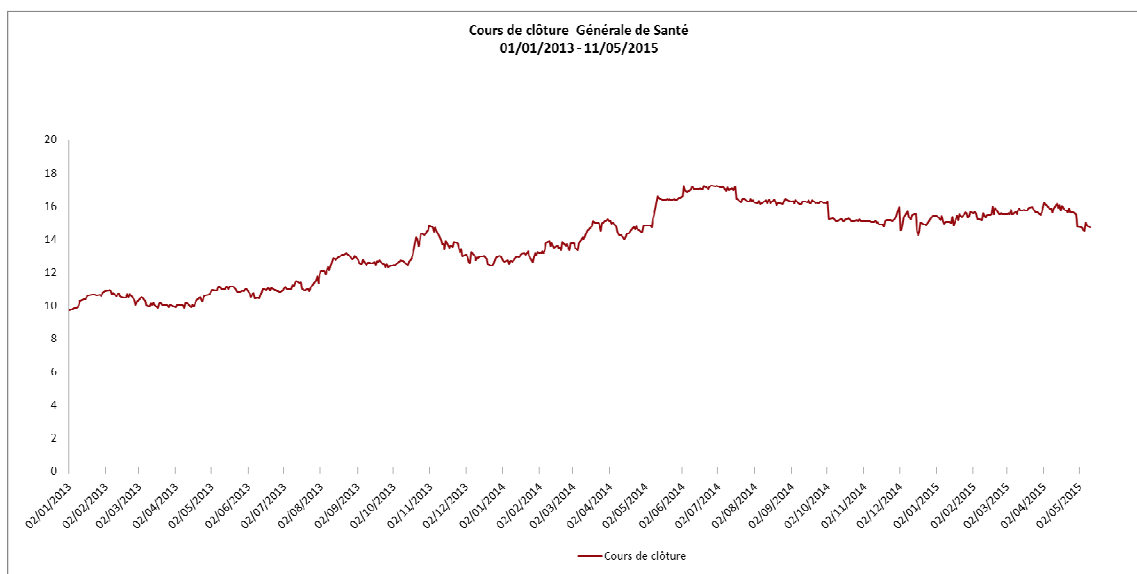
Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la société librement négociées sous réserve d'un niveau de flottant et de liquidité suffisant.

Cette méthode a été écartée par les parties dans la mesure où la société RAMSAY SANTE n'est pas cotée en bourse.

Nous relevons que GENERALE DE SANTE présente en effet un flottant limité de 1,81%³ et de faibles volumes de transaction, qui ne permet pas de considérer ce critère comme représentatif.

A titre indicatif, nous présentons toutefois l'évolution du cours de bourse de GENERALE DE SANTE depuis le 1^{er} janvier 2013 ainsi qu'une analyse de la rotation du capital de la société au cours des 24 derniers mois :

³ Pourcentage du capital non détenu par les actionnaires de contrôle, sous déduction de la participation détenue par le « Groupe du Dr. André Attia », considéré comme un actionnaire stable.



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		Rotation du flottant	
							% Flottant	Flottant (€)		
							Hors actions auto-détenues			
Cours spot (11/05/2015)	282	4	282	4	42 301 421	0,00%	1,81%	56 401 894	1 020 874	0,0%
1 mois	960	15	19 191	294	42 301 421	0,05%	1,81%	56 401 895	1 020 874	1,9%
3 mois	1 478	23	88 665	1 385	42 301 421	0,21%	1,81%	56 401 896	1 020 874	8,7%
Depuis OPAS (14/11/2014)	8 826	131	1 067 995	15 823	42 301 421	2,52%	1,81%	56 401 896	1 020 874	104,6%
6 mois	20 968	313	2 579 065	38 482	42 301 421	6,10%	1,81%	56 401 897	1 020 874	252,6%
9 mois	19 642	294	3 731 998	55 849	42 301 421	8,82%	1,81%	56 401 898	1 020 874	365,6%
12 mois	20 639	314	5 283 592	80 300	42 301 421	12,49%	1,81%	56 401 899	1 020 874	517,6%
24 mois	13 058	189	6 659 348	96 587	42 301 421	15,74%	1,81%	56 401 900	1 020 874	652,3%

Source : Nyse Euronext, Document de référence.

[Depuis l'OPAS, le volume d'actions GENERALE DE SANTE échangé est de l'ordre de 1.067 milliers d'actions (soit en moyenne d'environ 8.826 actions / jour de cotation).]

La part du flottant dans le capital de GENERALE DE SANTE étant très limitée (1,81%) et la société RAMSAY SANTE n'étant pas cotée, ce critère d'évaluation n'apparaît effectivement pas pertinent.

Par ailleurs, on peut noter que le titre de la société GENERALE DE SANTE ne fait pas l'objet d'un suivi par des analystes financiers auquel il serait possible de se référer pour mettre en œuvre une approche fondée sur les objectifs de cours des analystes.

2.8.4 Transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachat total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée.

Les parties ont écarté cette méthode, considérant que :

« - il existe peu de transactions récentes portant sur des sociétés qui présentent des caractéristiques comparables à celles de Générale de Santé et Ramsay Santé ;

- concernant les transactions identifiées, peu de données sont disponibles et les multiples obtenus sont relativement dispersés ;

- les multiples observés sur des transactions intègrent bien souvent une prime de contrôle et peuvent amener à surestimer la valeur des sociétés évaluées. »

A titre indicatif, nous avons procédé à notre propre évaluation par les transactions comparables.

Echantillon de transactions comparables retenues

Nous avons analysé les transactions intervenues depuis 2009 sur des sociétés appartenant au secteur commun dans lequel évolue GENERALE DE SANTE et RAMSAY SANTE portant sur une part significative du capital (supérieure à 50%).

Nous avons identifié les transactions suivantes :

Multiples de transactions comparables

Date annonce	Acquéreur	Cible	Pays de la cible	% acquis	Valeur d'entreprise (en K€)	EV/EBITDA
24/09/2014	Fidelidade-Companhia de Seguros	Espinto Santo Saude SGPS (ESS) (now Luz Saúde)	Portugal	100%	662 767	11.3x
07/07/2014	IDC Salud Holding SL (Formerly Capio)	Grupo Hospitalario Quirón	Espagne	100%	1 598 945	11.3x
23/06/2014	Private Group led by CVC Capital Partners	Vedici Groupe	France	100%	380 000	8.4x
01/04/2014	Private Group led by Bridgepoint	Medi-Partenaires & Médipôle Sud Santé	France	100%	1 110 000	8.9x
28/11/2013	Private Group led by GIMV and UI Gestion	Almaviva Sante	France	90%	120 747	8.9x
13/09/2013	Fresenius SE & Co. KGaA	Rhön Klinikum Portfolio of 40 Hospitals	Allemagne	100%	2 934 000	15.2x
07/03/2011	Bridgepoint	Médipôle Sud Santé	France	50%	50 000	nc
05/03/2010	Private Group led by 3i and NI Partners	Vedici	France	100%	200 000	10.0x
11/01/2010	Ramsay Health Care	Proclif	France	57%	170 669	9.2x
11/11/2009	Rhön-Klinikum	Medigreif-Betriebsgesellschaft fuer Krankenhaeuser und Integrative	Allemagne	100%	103 200	6.1x
28/10/2009	Private Group led by Crédit Agricole Private Equity	Cliniques Privees Associees (CPA)	France	100%	102 497	8.4x

Source : Epsilon Research, Documents de référence

Moyenne	9.8x
Médiane	9.1x

Agrégat de référence

L'information disponible sur la valorisation des transactions comparables concernant majoritairement le multiple d'EBITDA induit, nous avons considéré cet agrégat.

Sur la base du multiple médian observé appliqué à l'EBITDA de l'exercice en cours intégrant les baisses tarifaires, le rapport d'échange s'établit à 3,68.

Nous rappelons, toutefois, que cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète sur les cibles et les modalités détaillées des transactions et qu'elle intègre une prime de contrôle dont la prise en compte n'apparaît pas appropriée dans le contexte de la présente fusion entre deux sociétés contrôlées par les mêmes actionnaires. Dans ces conditions, nous ne la présentons pour notre part qu'à titre de recoupement.

2.9 Critères examinés

2.9.1 Actualisation des flux futurs de trésorerie

La méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles pour l'actionnaire constitue à notre avis l'approche la plus pertinente pour fixer les valeurs relatives, car elle permet d'apprécier le potentiel de croissance et de rentabilité future de chaque société.

Nous avons à cet égard examiné les éléments figurant en annexe du projet de traité de fusion et dans le Document E.

Sa mise en œuvre fondée sur les données prévisionnelles établies par la direction de chaque société n'appelle pas de remarque particulière de notre part.

Nous présentons ci-après la synthèse des tests de sensibilité réalisés sur la parité d'échange moyenne en fonction :

- i. du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini :

		Taux de croissance à l'infini				
		1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%
Taux d'actualisation	7,05%	3,73	3,74	3,76	3,77	3,78
	7,30%	3,72	3,74	3,75	3,77	3,78
	7,55%	3,72	3,74	3,75	3,77	3,78
	7,80%	3,71	3,73	3,75	3,76	3,78
	8,05%	3,71	3,72	3,74	3,76	3,77

Sur la base du test de sensibilité mené, le rapport d'échange présente une faible sensibilité aux taux d'actualisation et de croissance à l'infini.

- ii. du taux de réalisation des plans d'économies envisagés par chaque groupe pour limiter l'impact des baisses tarifaires à effet du 1^{er} mars 2015, qui constitue selon nous la principale variable de l'évaluation :

		Taux de réalisation des plans d'économies par Générale de Santé				
		80,0%	90,0%	100,0%	110,0%	120,0%
Taux de réalisation des plans d'économies par Ramsay Santé	80,00%	3,74	3,87	3,96	4,12	4,25
	90,00%	3,64	3,76	3,85	4,01	4,13
	100,00%	3,54	3,66	3,75	3,90	4,02
	110,00%	3,45	3,57	3,65	3,80	3,92
	120,00%	3,36	3,47	3,56	3,70	3,82

Sur la base de cette analyse, nous retiendrons une fourchette de parités d'échange comprise entre 3,65 et 3,90.

2.9.2 Comparables boursiers

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.

2.9.2.1 Choix de l'agrégat

L'agrégat le plus pertinent dans le secteur serait théoriquement l'EBITDAR⁴, qui est calculé avant les loyers et les dotations aux amortissements et provisions. En théorie, l'EBITDAR permet d'éviter les distorsions liées aux politiques de gestion immobilière des sociétés (détenion 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.

De plus, nous observons que les deux sociétés présentent des différences importantes en termes de coût des loyers, ces derniers récemment négociés chez GENERALE DE SANTE sont davantage représentatifs d'un taux d'effort, là où il s'agit plutôt de loyers historiques chez RAMSAY SANTE. La distorsion observée impactant la formation du résultat de chaque société, il convient de tenir compte de cette réalité dans une approche *standalone* fixant des valeurs relatives, ce que ne permettrait pas une comparaison fondée sur l'EBITDAR.

Dans ces conditions, le choix de l'EBITDA, calculé avant les dotations aux amortissements et provisions, permet de tenir compte de la situation respective des sociétés en termes de niveaux de loyers et de limiter l'impact des distorsions résultant de politiques d'amortissements différentes entre les sociétés de l'échantillon.

2.9.2.2 Détermination des multiples des sociétés cotées comparables

De manière alternative et afin de tester la sensibilité de la parité à un échantillon élargi de comparables boursiers, nous nous sommes référés à un échantillon constitué des sociétés RHÖN KLINIKUM, MEDICLIN, SPIRE HEALTHCARE GROUP et LUZ SAUDE.

La capitalisation boursière des sociétés comparables est calculée sur la base d'une moyenne de 3 mois du cours de bourse au 16 avril 2015.

Multiples des sociétés cotées comparables			
En M€	Capitalisation boursière	VE/EBITDA 2015e	VE/EBITDA 2016e
Rhoen Klinikum AG	1 694	9,4x	8,7x
Mediclin AG	170	7,4x	6,9x
Spire	1 346	11,6x	10,5x
Luz Saude	364	8,2x	8,0x
Moyenne		9,2x	8,5x
Médiane		8,8x	8,4x

Source: Rapports annuels des sociétés comparables, Thomson Datastream, Datastream.

⁴ EBITDAR : résultat opérationnel courant + dotations aux amortissements et provisions nettes des reprises + loyers et charges locatives.

2.9.2.3 EBITDA de référence des sociétés en présence

Les EBITDA retenus pour les sociétés correspondent aux plans d'affaires établis par le management de chaque société, sans retraitement de notre part.

Sur cette base, la parité d'échange ressort entre 3,65 et 3,77.

2.9.3 Analyse du prix d'acquisition de GENERALE DE SANTE en 2014

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).

Cette référence, qui intègre une prime de contrôle et qui se situe à une époque où les baisses tarifaires importantes récemment annoncées ne pouvaient pas être anticipées, présente un caractère indicatif.

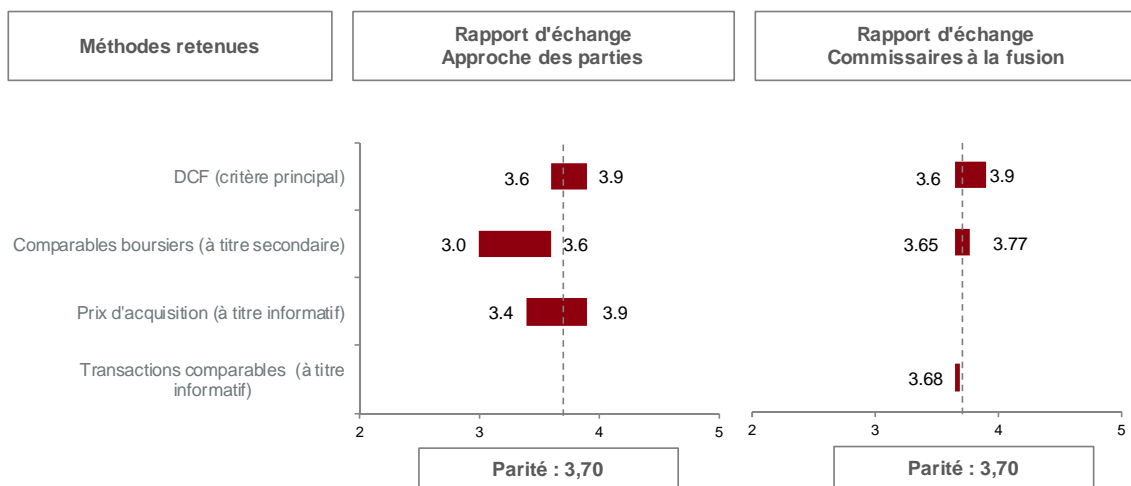
Nos calculs confirment les parités présentées par les parties selon ce critère qui n'appellent pas d'autre remarque de notre part.

Nous n'avons pas identifié d'autre critère d'évaluation applicable adapté à l'objectif recherché de détermination du poids relatif des actions des sociétés en présence.

2.9.4 Synthèse

Les critères examinés de l'actualisation des flux de trésorerie et des comparables boursiers apparaissent adaptés à l'opération considérée et aux objectifs recherchés. Toutefois, parmi ces critères, nous privilégions comme critère principal l'actualisation des flux futurs de trésorerie qui permet de mieux appréhender les spécificités propres à chacune des deux sociétés en présence, et en particulier de tenir compte de leurs perspectives de rentabilité et de croissance respectives.

En complément, nous nous sommes également référés aux critères des transactions comparables et de la prise de contrôle de GENERALE DE SANTE par RAMSAY HEALTH CARE (UK) Ltd et PREDICA qui présentent un caractère indicatif :



Les résultats obtenus sur les approches complémentaires que nous avons mises en œuvre confortent globalement ceux présentés par les parties dans le projet de fusion.

3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé

3.1 Rapport d'échange proposé par les parties

Sur la base de l'analyse multicritères initialement menée dans le cadre de la fusion, les parties ont fixé un rapport d'échange de 10 actions GENERALE DE SANTE pour 37 actions RAMSAY SANTE, soit une parité de 3,7.

3.2 Diligences effectuées pour vérifier le caractère équitable du rapport d'échange

Nous avons mis en œuvre les principales diligences suivantes :

- Nous avons analysé le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes ;
- Nous avons également appréhendé l'incidence du rapport d'échange sur la situation future des deux groupes d'actionnaires.

3.3 Appréciation et positionnement du rapport d'échange proposé

Pour chacun des critères examinés, le rapport d'échange proposé de 10 actions GENERALE DE SANTE pour 37 actions RAMSAY SANTE se situe dans la fourchette de valeurs résultant des méthodes d'évaluation des valeurs relatives pertinentes présentées ci-dessus.

Sur la base de cette évaluation multicritères, le rapport d'échange proposé apparaît acceptable, étant observé qu'il ne présente aucune prime notable pour l'un ou l'autre des groupes d'actionnaires.

3.4 Incidence du rapport d'échange proposé sur la situation des différentes catégories d'actionnaires

3.4.1 Evolution du bénéfice net consolidé par action GENERALE DE SANTE

Le management de GÉNÉRALE DE SANTÉ a établi un plan d'affaires combiné 2015-2017 par agrégation des prévisions établies par chacune des deux sociétés et en tenant compte des conséquences de la fusion sur l'impôt dû par le nouveau groupe, mais sans appréhender de synergies à ce stade.

Sur la base du plan d'affaires combiné et en tenant compte de la parité proposée de 3,7, l'opération est immédiatement relative sur le résultat par action de GÉNÉRALE DE SANTÉ avec une relation supérieure à 20% sur les 3 prochaines années.

En conséquence, la fusion présente un intérêt immédiat pour l'actionnaire de GÉNÉRALE DE SANTÉ qui verra la capacité bénéficiaire de la société, et donc sa capacité distributive, augmenter du fait de la fusion.

Le plan d'affaires combiné ainsi établi n'intègre aucune synergie liée à la fusion. En l'espèce, nous comprenons que la fusion ne générera pas de dysnergie notable, mais devrait permettre au nouvel ensemble de bénéficier :

- i. de synergies de coûts liées au rapprochement, un certain nombre de postes de dépenses sur lesquels des économies sont envisagées ayant d'ores et déjà été identifiés et une première estimation réalisée ;
- ii. de synergies opérationnelles entre les établissements des deux groupes, notamment au sein des pôles territoriaux ;
- iii. une meilleure capacité de répercussion des baisses tarifaires grâce à la massification résultant de la fusion.

Ces synergies viendront renforcer le caractère relatif de l'opération pour l'actionnaire de GÉNÉRALE DE SANTÉ.

3.4.2 Conséquences de l'opération pour l'actionnaire de RAMSAY SANTE

Les actionnaires de RAMSAY SANTÉ, à savoir les actionnaires de contrôle RAMSAY HEALTH CARE (UK) Ltd et PRÉDICA, sont également actionnaires à 85,61% de GÉNÉRALE DE SANTÉ. Dans ces conditions, leur dilution sur le bénéfice net par action avant synergies de RAMSAY SANTÉ se trouvera en grande partie compensée par la relation de leur bénéfice net par action avant synergies de GÉNÉRALE DE SANTÉ, de sorte que, pris globalement, ils ne subiront pas de dilution importante dans leurs droits aux résultats. En revanche, la fusion leur permettra de mettre en œuvre et bénéficier des synergies envisagées liées au rapprochement des 2 groupes qu'ils contrôlent.

Dans ces conditions, le rapport d'échange proposé nous paraît équitable et n'appelle pas d'autre remarque de notre part.

4. Synthèse

La présente fusion s'inscrit dans le prolongement de la prise de contrôle de GENERALE DE SANTE par RAMSAY HEALTH CARE (UK) Ltd et PREDICA, actionnaires de RAMSAY SANTE et de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée qui s'en est suivie.

Le rapport d'échange proposé de 10 actions GENERALE DE SANTE pour 37 actions RAMSAY SANTE a été fixé sur la base de valeurs relatives jugées pertinentes.

La fusion sera immédiatement relative en termes de bénéfice net par action pour l'actionnaire de GENERALE DE SANTE.

Par ailleurs, la fusion permettra à chaque groupe d'actionnaires de bénéficier de la totalité des synergies attendues qu'il s'agisse des synergies de coûts directement liées au rapprochement ou des synergies opérationnelles résultant de la complémentarité de chaque groupe au sein de pôles territoriaux, et de l'effet de massification procuré par la fusion.

Dans ces conditions, le rapport d'échange proposé de 10 actions GENERALE DE SANTE pour 37 actions RAMSAY SANTE apparaît équitable pour les différents groupes d'actionnaires.

5. Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le rapport d'échange de 10 actions GENERALE DE SANTE pour 37 actions RAMSAY SANTE arrêté par les parties présente un caractère équitable.

Fait à Paris, le 22 mai 2015
Les Commissaires à la Fusion

Alain ABERGEL

Olivier PERONNET

Commissaires aux comptes
Membres de la Compagnie Régionale de Paris

Annexe : Attestation complémentaire des commissaires à la fusion sur le caractère équitable de l'opération prise dans son ensemble