

Cas Générale de Santé

Si vous souhaitez poser des questions à l'auteur de ce cas, vous pouvez le contacter via la boîte aux lettres du site www.vernimmen.net.

Yann Le Fur

Juin 2006

Ce document ne peut être utilisé, reproduit ou cédé sans l'autorisation du Groupe HEC

- *Les éléments présentés dans ce cas sont inspirés d'opérations réelles, il convient néanmoins de souligner que certains faits et certaines données ont été modifiés par rapport à la réalité à des fins pédagogiques.*

Annexe 1 – Eléments financiers

BILAN			
(en millions d'euros)	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005
Immobilisations incorporelles	165	177	289
Immobilisations corporelles	570	609	521
Immobilisations financières et autres actifs non courants	28	55	86
Immobilisations	763	842	895
Stocks	21	23	27
Clients et autres créances d'exploitation	211	221	245
Fournisseurs	-144	-148	-169
Autres actifs et passifs court terme	-162	-160	-114
Besoin en fonds de roulement	-74	-65	-11
ACTIF ECONOMIQUE	689	777	884
Capitaux propres part du groupe	262	279	303
Intérêts minoritaires	11	3	7
Capitaux propres totaux	273	282	310
Emprunts et dettes financières à long terme	422	509	512
Dettes financières courantes	58	85	87
Trésorerie et équivalents de trésorerie	64	98	24
Endettement net	416	496	575
ACTIF ECONOMIQUE	689	777	884

COMPTE DE RESULTAT			
(en millions d'euros)	2003	2004	2005
CHIFFRE D'AFFAIRES	1 132	1 250	1 436
Frais de personnel et participation des salariés	-559 <i>-49,4%</i>	-592 <i>-47,3%</i>	-648 <i>-45,1%</i>
Achats consommés	-202 <i>-17,9%</i>	-230 <i>-18,4%</i>	-265 <i>-18,4%</i>
Autres produits & charges opérationnels	-141 <i>-12,5%</i>	-166 <i>-13,3%</i>	-202 <i>-14,1%</i>
Impôts et taxes	-58 <i>-5,1%</i>	-64 <i>-5,1%</i>	-74 <i>-5,2%</i>
Loyers	-50 <i>-4,4%</i>	-58 <i>-4,6%</i>	-68 <i>-4,7%</i>
Excédent brut d'exploitation	122 <i>10,7%</i>	141 <i>11,3%</i>	179 <i>12,5%</i>
Dotations aux amortissements	-65 <i>-5,8%</i>	-69 <i>-5,5%</i>	-81 <i>-5,6%</i>
Autres produits & charges	4	-1	-6
Résultat d'exploitation	60 <i>5,3%</i>	72 <i>5,7%</i>	92 <i>6,4%</i>
Coût de l'endettement financier net	-24 <i>-2,1%</i>	-23 <i>-1,8%</i>	-25 <i>-1,7%</i>
Autres produits & charges financiers	2	1	1
Quote-part du résultat net dans les entreprises associées	-1	-2	-1
Impôt sur les résultats	-18 <i>-1,6%</i>	-21 <i>-1,6%</i>	-25 <i>-1,7%</i>
RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE	19 <i>1,7%</i>	28 <i>2,2%</i>	43 <i>3,0%</i>
Intérêts minoritaires	-3	0	-2
RESULTAT NET PART DU GROUPE	16 <i>1,4%</i>	27 <i>2,2%</i>	41 <i>2,8%</i>

TABLEAU DES FLUX DE TRESORERIE ET DE FINANCEMENT			
(en millions d'euros)	2003	2004	2005
Résultat net	16	27	41
Dotations aux amortissements	65	69	81
Capacité d'autofinancement	82	96	122
Variation du BFR	10	-9	-54
Autres éléments*	0	-10	-1
FLUX NET GÉNÉRÉ PAR L'ACTIVITÉ	92	77	67
FLUX NET LIÉ AUX OPÉRATIONS D'INVESTISSEMENTS	-14	-147	-134
Augmentation de capital			
Dividendes	-9	-10	-12
REDUCTION (AUGMENTATION) DE L'ENDETTEMENT	69	-80	-80

* Ne pas en tenir compte dans votre analyse

RATIOS			
	2003	2004	2005
BFR en j de CA	-24	-19	-3
Marge d'exploitation après impôt	3,4%	3,7%	4,2%
x			
Rotation de l'actif économique (CA/AE)	1,6	1,6	1,6
=			
Rentabilité économique après impôt	5,7%	6,0%	6,8%
Levier financier	1,5	1,8	1,9
Rentabilité des capitaux propres	6,0%	9,7%	13,2%
Endettement net / EBE	3,4	3,5	3,2

N.B. Les données comptables n'intègrent pas Hexagone, dont l'acquisition a été finalisée au mois de janvier 2006.

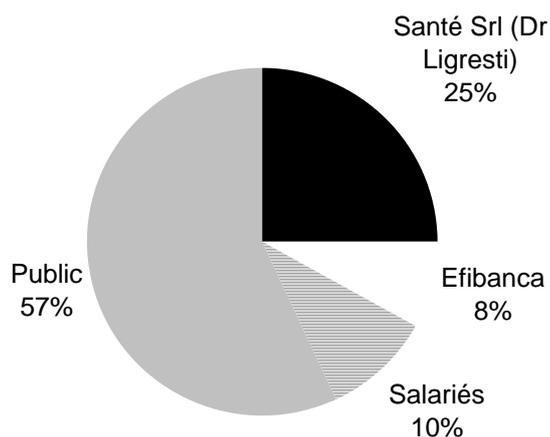
Annexe 2 – Eléments boursiers

	2003	2004	2005	2006 ⁽¹⁾⁽²⁾	2007 ⁽²⁾
Cours					
Plus haut	12,3	15,3	32,0	29,8	
Plus bas	8,4	10,0	15,1	22,1	
Dernier	10,3	15,5	28,9	26,5	
Nombre d'actions (millions)					
	39,0	39,0	39,0	39,0	
Bénéfice par action					
	0,42	0,70	1,05	1,13	1,22
PER					
	24,6	22,1	27,5		
Dividende par action					
	0,25	0,30	0,35		
Rendement					
	2,4%	1,9%	1,2%		
Taux de distribution					
	60%	43%	33%		
Capitalisation boursière					
	404	603	1128	1034	
Capitaux propres comptables (part du groupe)					
	262	279	303		
Rentabilité des capitaux propres					
	6,0%	9,7%	13,2%		

⁽¹⁾ au 05/04/06 veille de l'annonce de l'augmentation de capital

⁽²⁾ les BPA sont des estimations d'analystes

Actionnariat



Annexe 3 – Communiqué de presse

GENERALE DE SANTE ET HEXAGONE HOSPITALISATION SE RAPPROCHENT POUR CONSTITUER LE PREMIER GROUPE D'HOSPITALISATION PRIVEE EN ILE-DE-France

Nombreuses complémentarités géographiques et opérationnelles

Paris, le 15 décembre 2005 - Générale de Santé, premier groupe européen d'hospitalisation privée, et Hexagone Hospitalisation, deuxième réseau national de cliniques privées en France, annoncent la signature d'un protocole d'accord par lequel Générale de Santé acquiert une partie d'Hexagone Hospitalisation.

Cet accord porte sur l'acquisition de 10 établissements, dont un centre de soins de suite et de rééducation fonctionnelle, pour un montant de près de 430 millions d'euros, diminué de la dette nette. Ce prix correspond à un multiple de valorisation du périmètre acquis d'Hexagone Hospitalisation d'environ 10 fois l'Excédent Brut d'Exploitation (EBE) estimé pour l'exercice 2005. Ce montant comprend également la propriété des murs de 9 établissements. La transaction fera l'objet d'un financement combinant crédit-relais et augmentation de capital (envisagée au cours du premier semestre 2006, sous réserve des conditions de marché).

Commentant cette acquisition, Daniel Bour, Président du Directoire de Générale de Santé, a déclaré : "Cette opération constitue pour notre Groupe une opportunité majeure pour développer nos positions en Ile-de-France. En effet, le Groupe Hexagone, dirigé par son fondateur le Dr André Attia, nous apporte un complément exceptionnel par le nombre, la qualité et la performance de ses établissements.

Le Dr André Attia déclare : "L'adossement d'Hexagone Hospitalisation à un acteur d'envergure qui partage les mêmes valeurs de qualité de soins et de prise en charge des patients est une garantie pour les femmes et les hommes qui ont construit ce groupe à mes côtés, de pérenniser la réputation et la solidité de ces établissements".

Hexagone Hospitalisation : une opportunité stratégique pour GDS

Hexagone Hospitalisation est un opérateur majeur avec d'excellentes performances économiques et financières, présentant une rentabilité supérieure à celle du secteur. C'est le 2ème acteur privé national derrière Générale de Santé.

Le périmètre d'acquisition comprend 10 établissements hospitaliers, dont un centre de soins de suite, situés en quasi-totalité en région parisienne. L'ensemble apporte une capacité de 1 951 lits et places et rassemble une communauté médicale d'environ 800 praticiens libéraux, associés à près de 1 900 collaborateurs.

S'appuyant sur une politique d'investissements soutenus, le périmètre acquis d'Hexagone Hospitalisation a dégagé d'excellentes performances en terme de rentabilité : en 2004, l'EBE a atteint 20,2% du chiffre d'affaires pro forma qui s'est élevé à 183 millions d'euros.

Potentiel de croissance fondé sur le développement de fortes complémentarités

Cette acquisition devrait notamment permettre à Générale de Santé de proposer une offre de soins complète aux patients de Seine Saint-Denis, de Seine-et-Marne et des Yvelines, tout en

apportant un complément d'attractivité pour ceux résidant dans les départements limitrophes comme les Hauts-de-Seine, le Val-de-Marne et Paris.

Après l'acquisition du Groupe Chiche début 2005, Générale de Santé consolide ainsi sa position de premier réseau privé à Paris et en Ile-de-France, avec 35 établissements.

Nombreuses synergies à exploiter

Grâce à la proximité géographique des cliniques et aux complémentarités de compétences et de cultures, l'intégration du périmètre acquis au sein du réseau Générale de Santé devrait être rapide. Le Groupe devrait pouvoir tirer parti des économies d'échelle et de synergies récurrentes entre les deux ensembles. Celles-ci seraient notamment réalisées par l'optimisation des achats et des services extérieurs, ainsi que par la mutualisation des frais de personnel et, à terme, par la croissance issue de la spécialisation des établissements en pôles d'excellence.

Structure, financement et calendrier de l'acquisition

Le financement de cette acquisition devrait principalement être assuré par une augmentation de capital (pour environ 300M€) destinée prioritairement aux actionnaires de Générale de Santé, qui pourrait être lancée au cours du premier semestre 2006, sous réserve des conditions de marché. Le Docteur Antonino Ligresti et Efibanca ont d'ores et déjà indiqué leur intention de souscrire à cette opération à hauteur de leur quote-part respective (25% et 8%). Pour le financement du solde, Générale de Santé devrait bénéficier du produit de la cession d'une partie de ses actifs immobiliers, dans le cadre du projet " HESTIA 1 ".

Un financement relais, d'un montant maximum de 450M€, a d'ores et déjà été obtenu de manière à être en mesure de finaliser l'acquisition dans le courant du mois de janvier 2006, selon le calendrier indicatif établi à ce jour ; ceci permettrait de consolider l'activité de Hexagone Hospitalisation dans les comptes de Générale de Santé dès le 1er janvier 2006.

Afin de pouvoir présenter des comptes consolidés pro-forma, incluant le périmètre acquis d'Hexagone Hospitalisation, Générale de Santé repousse au 23 mars 2006 la publication de ses résultats au titre de l'exercice 2005.

Antonino Ligresti, Président du Conseil de Surveillance de Générale de Santé, déclare : "Avec cette acquisition, nous allons continuer à démontrer notre savoir-faire en matière d'intégration rapide et d'offre de soins complémentaire du service public, tout en veillant à accroître le retour sur investissement". En tant qu'actionnaire de référence, il ajoute : "Nous nous réjouissons de cette opération significative qui s'inscrit dans notre volonté d'accélérer notre croissance par l'alliance avec un groupe déjà constitué en France, en cohérence avec notre modèle de développement. Je suis prêt à soutenir cette nouvelle étape du développement du Groupe en participant à une éventuelle augmentation de capital".

Annexe 4 – Eléments financiers sur Hexagone

Comptes de résultat consolidés résumés *pro forma* des 10 établissements du Groupe Hexagone acquis le 19 janvier 2006 pour les exercices clos les 31 décembre 2004 et 2005

	2004	2005
	(en millions d'euros)	
CHIFFRE D'AFFAIRES	183,9	202,0
Frais de personnel et participation des salariés.....	(81,5)	(87,3)
Achats consommés	(30,8)	(34,7)
Autres produits & charges opérationnels.....	(19,3)	(22,9)
Impôts et taxes	(9,3)	(10,3)
Loyers.....	(6,4)	(5,8)
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION	36,6	41,0
Dotations aux amortissements	(9,3)	(11,7)
Résultat opérationnel courant	27,3	29,3
Autres produits & charges	(1,6)	0,1
Résultat opérationnel	25,7	29,4
Coût de l'endettement financier net	(1,9)	(1,4)
Autres produits & charges financiers.....	---	---
Quote-part du résultat net dans les entreprises associées.....	---	(0,1)
Impôt sur les résultats	(8,4)	(9,3)
RÉSULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDÉ	15,4	18,6
Intérêts minoritaires.....	(0,1)	(0,1)
RESULTAT NET PART DU GROUPE	15,3	18,5
RESULTAT NET PAR ACTION (en Euros)	---	---
RESULTAT NET DILUE PAR ACTION (en Euros)	---	---

Annexe 5 – Résumé du prospectus d'augmentation de capital

Emetteur Générale de Santé

But de l'émission Le 19 janvier 2006, Générale de Santé a acquis, pour environ 430 millions d'euros, dette comprise, 10 établissements de soins du groupe Hexagone Hospitalisation (le « **Groupe Hexagone** »). Afin de financer cette acquisition, la Société a conclu le 17 janvier 2006 avec Mediobanca S.p.A. un crédit à taux variable d'un montant de 450 millions d'euros. Ce crédit sera en partie refinancé par la présente augmentation de capital. Cette augmentation de capital permettra également à Générale de Santé de conserver une flexibilité financière pour le développement du Groupe.

Nombre d'Actions Nouvelles à émettre

14.635.584 actions nouvelles (les « **Actions Nouvelles** ») de 0,75 euro de valeur nominale chacune soit une augmentation de capital d'un montant nominal total de 10.976.688 euros, sans clause d'extension (soit 3 actions nouvelles pour 8 anciennes).

Date de jouissance

Jouissance courante : les Actions Nouvelles conféreront à leurs titulaires, dès leur livraison, tous les droits attachés aux actions y compris le dividende au titre de l'exercice 2005 dont la mise en paiement est prévue pour juin 2006, sous réserve de l'approbation de l'Assemblée générale des actionnaires.

Prix d'émission des Actions Nouvelles

20,50 euros par action, à libérer intégralement en espèces à la souscription, dont 0,75 euro de valeur nominale et 19,75 euros de prime d'émission.

Pourcentage en capital et droit de vote représenté par les Actions Nouvelles

Sur la base du capital social de la Société, soit 29.271.168 euros représenté par 39.028.224 actions, l'augmentation de capital social représenterait 37,50% du capital social et 37,55% des droits de vote de la Société à la date du présent prospectus.

Droit préférentiel de souscription

La souscription des Actions Nouvelles sera réservée, par préférence, aux actionnaires actuels de la Société, ou aux cessionnaires de leurs droits préférentiels de souscription. Chaque actionnaire recevra un droit préférentiel de souscription par action détenue à l'issue de la séance de bourse du 7 avril 2006. Les détenteurs de droits préférentiels de souscription pourront souscrire :

- à **titre irréductible**, à raison de 3 Actions Nouvelles pour 8 actions anciennes détenues (8 droits préférentiels de souscription permettront de souscrire à 3 Actions Nouvelles au prix de 20,50 euros par action), sans qu'il soit tenu compte des fractions ;

- à **titre réductible**, pour le nombre d'Actions Nouvelles qu'ils désireront, en sus de celles leur revenant du chef de l'exercice de leurs droits préférentiels de souscription à titre irréductible. Le nombre d'actions allouées dans ce cadre sera, dans la limite de leur demande et du nombre d'actions à émettre non souscrites à titre irréductible, proportionnel au nombre d'actions anciennes dont les droits préférentiels de souscription auront été utilisés à l'appui de leur souscription à titre irréductible.

Intention de souscription des principaux actionnaires

Dans le cadre de la présente augmentation de capital : Santé SARL et Efibanca S.p.A. détenant respectivement 9.757.363 et 3.121.951 actions ordinaires représentant environ 25% et 8% du capital social de la Société ont indiqué avoir l'intention de souscrire à l'augmentation de capital, à titre irréductible, à hauteur de la totalité des droits préférentiels de souscription attachés à leurs actions. Au total, les engagements de souscription à titre irréductible des principaux actionnaires représentent environ 33 % du capital de la Société. Générale de Santé n'a pas connaissance de l'intention d'autres actionnaires, y compris ceux détenant plus de 5% du capital de la Société, quant à l'exercice ou à la cession de leurs droits préférentiels de souscription.

Calendrier indicatif

5 avril 2006	Visa de l'Autorité des marchés financiers sur le prospectus.
6 avril 2006	Communiqué de lancement de l'opération. Publication de l'avis Euronext.
7 avril 2006	Publication du résumé contenant les principales caractéristiques de l'augmentation de capital.

	Publication de la notice au Bulletin d'Annonces légales obligatoires relative à l'augmentation de capital.
10 avril 2006	Ouverture de la période de souscription – détachement et début de la cotation des droits préférentiels de souscription.
24 avril 2006	Clôture de la période de souscription – fin de la cotation des droits préférentiels de souscription.
8 mai 2006	Publication par Euronext Paris S.A. de l'avis d'admission des Actions Nouvelles indiquant le montant définitif de l'augmentation de capital.
10 mai 2006	Emission des Actions Nouvelles – règlement livraison. Admission des Actions Nouvelles à la cotation sur <i>Eurolist byEuronext</i> .

Produit brut et net de l'émission

Le produit de l'émission s'élève à environ 300 millions d'euros (prime d'émission incluse). Le montant des frais et charges de l'opération est d'environ 9 millions d'euros, y compris la rémunération des intermédiaires financiers. Les frais à la charge de la Société seront imputés sur la prime d'émission résultant de l'augmentation de capital objet du présent résumé. En conséquence, le produit net de l'émission serait d'environ 291 millions d'euros.