

Ce projet de note d'information en date du 2 mars 2009 reste soumis à l'examen de l'AMF

Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.

PROJET DE NOTE D'INFORMATION

PRESENTEE PAR

Gecimed

EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE ALTERNATIVE
D'ACHAT OU D'ECHANGE
INITIEE PAR

The logo for Gecina, featuring a stylized red and white circular emblem to the left of the word "gecina" in a lowercase, sans-serif font.

VISANT LES ACTIONS DE GECIMED



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son Règlement général, l'AMF a apposé le visa n° [●] en date du [●] mars 2009 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société GECIMED et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers.

La présente note d'information en réponse est disponible sur le site Internet de la société Gecimed (www.gecimed.fr) ainsi que sur celui de l'AMF (www.amf-france.org). Des exemplaires de la présente note d'information en réponse sont également disponibles sans frais sur simple demande auprès de Gecimed à l'adresse suivante : 14-16, rue des Capucines, 75002 Paris.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la société Gecimed seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique alternative d'achat ou d'échange.

| | | |
|-----------|---|-----------|
| 1. | RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE PUBLIQUE ALTERNATIVE D'ACHAT OU D'ECHANGE OBLIGATOIRE DEPOSEE PAR GECINA | 3 |
| 1.1 | Contexte de l'Offre..... | 3 |
| 1.2 | Rappel des conditions de l'Offre | 4 |
| 2. | RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE | 5 |
| 3. | AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE GECIMED..... | 42 |
| 4. | INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION..... | 45 |
| 5. | ACCORDS SUCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE..... | 45 |
| 6. | ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE SUR L'OFFRE PUBLIQUE..... | 45 |
| 6.1 | Structure et répartition du capital de Gecimed..... | 45 |
| 6.2 | Restrictions statutaires ou conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portées à la connaissance de Gecimed..... | 45 |
| 6.2.1 | Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions | 45 |
| 6.2.2 | Restrictions conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portées à la connaissance de Gecimed..... | 46 |
| 6.3 | Participations directes ou indirectes au sein du capital de Gecimed dont la Société a connaissance | 46 |
| 6.4 | Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci..... | 46 |
| 6.5 | Accords entre actionnaires dont Gecimed a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote | 46 |
| 6.6 | Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration de la Société..... | 48 |
| 6.7 | Règles applicables à la modification des statuts de la Société | 48 |
| 6.8 | Pouvoirs du Conseil d'administration, du Président et du directeur général de la société | 48 |
| 6.9 | Délégations de compétence et de pouvoirs consenties par l'Assemblée générale des actionnaires au Conseil d'administration | 49 |
| 6.10 | Accords conclus par Gecimed qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Gecimed..... | 51 |
| 6.11 | Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'Administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique | 51 |
| 7. | PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION | 52 |
| 8. | AUTRES INFORMATIONS CONCERNANT GECIMED | 52 |

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE PUBLIQUE ALTERNATIVE D'ACHAT OU D'ECHANGE OBLIGATOIRE DEPOSEE PAR GECINA

1.1 Contexte de l'Offre

Dépôt d'un projet d'offre publique obligatoire par la société Gecina sur les actions de la société Gecimed.

La société Gecimed est une société anonyme au capital de 58.897.020 euros, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 320 649 841, dont le siège social est situé 14-16, rue des Capucines 75002 Paris ("**Gecimed**" ou la "**Société**"). Les actions Gecimed sont négociées sur Euronext Paris de NYSE Euronext (compartiment C), sous le code ISIN FR0000061566.

La société Gecina est une société anonyme au capital de 468.327.247,50 euros, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 592 014 476 RCS Paris, dont le siège social est situé 14-16, rue des Capucines 75002 Paris ("**Gecina**" ou l'"**Initiateur**"). Les actions Gecina sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris de NYSE Euronext (compartiment A), sous le code ISIN FR0010040865. Elles sont éligibles au Système à Règlement Différé (SRD).

Le 30 décembre 2008, l'Initiateur a annoncé qu'il avait conclu le 29 décembre 2008 avec la société ISM (filiale de GE Real Estate France) une convention d'acquisition d'actions portant sur 5.533.420 actions Gecimed, soit 9,40% du capital, et que cette acquisition avait eu lieu le 30 décembre 2008 par réalisation d'une transaction de bloc hors marché pour un montant total de 3.873.394 euros, soit un prix égal à 0,70€ par action cédée, permettant ainsi à Gecina de porter sa participation dans le capital de Gecimed de 38,60% à 48,00% (l'"**Acquisition**").

Dans ce cadre, Gecina a annoncé son intention de déposer, conformément aux articles 234-5 et 234-2 du Règlement général de l'AMF, un projet d'offre publique obligatoire portant sur les actions Gecimed selon des modalités, notamment les conditions financières, rendues publiques ultérieurement. Gecina a par ailleurs précisé que quelque soit le résultat de l'offre publique obligatoire, elle n'avait pas l'intention de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire et que Gecimed allait désigner un expert indépendant pour les besoins de cette Offre.

A l'occasion de la sortie totale du capital de Gecimed de la société ISM qui en détenait 19,13%, les sociétés Scor Global P&C SE et RBS CBFM Netherlands BV ont par ailleurs chacune conclu avec ISM une convention d'acquisition d'actions portant, respectivement, sur 2.714.758 actions Gecimed, soit 4,61% du capital, et 3.020.000 actions Gecimed, soit 5,13 % du capital, aux mêmes conditions que l'Acquisition. La réalisation de ces opérations a eu lieu le 30 décembre 2008 dans le cadre de transactions hors marché.

Il a également été rappelé que les sociétés Gecina, Scor Global P&C SE et RBS CBFM Netherlands BV ont déclaré ne pas agir de concert vis-à-vis de Gecimed.

La cotation des actions Gecimed a dans ces conditions été suspendue à compter du 30 décembre 2008 jusqu'à nouvel avis.

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, les opérations de cession et d'acquisition susmentionnées ont donné lieu auprès de l'AMF aux déclarations de franchissements de seuils et d'intention suivantes :

- La société ISM a déclaré avoir franchi en baisse, le 30 décembre 2008, les seuils de 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de Gecimed et ne plus détenir aucune action de cette dernière à la suite de cessions hors marché pour un total de 11.268.178 actions Gecimed (Cf. Décision et Information de l'AMF n° 209C0013 en date du 6 janvier 2009);
- La société RBS CBFM Netherlands BV, contrôlée par The Royal Bank of Scotland Plc a déclaré avoir franchi en hausse, le 30 décembre 2008, les seuils de 20% du capital et des

droits de vote de Gecimed, et détenir 13.516.475 actions Gecimed représentant autant de droits de vote, soit 22,95% du capital et des droits de vote de cette société (Cf. Décision et Information de l'AMF n° 208C2357 en date du 30 décembre 2008). La déclaration de franchissement de seuil de la société RBS CBFM Netherlands BV a été complétée par une déclaration d'intention ainsi exprimée (Cf. Décision et Information de l'AMF n° 209C0023 en date du 7 janvier 2009) :

"RBS-CBFM Netherlands BV déclare envisager de poursuivre ses achats d'actions Gecimed en fonction des opportunités de marché, sans exclure la possibilité de procéder à des cessions de tout ou partie de sa participation dans la société Gecimed.

Disposant déjà d'un représentant au conseil d'administration de Gecimed à la suite de la conclusion d'un contrat de cession conclu le 28 décembre 2006 entre Gecina et RBS-CBFM Netherlands BV, RBS-CBFM Netherlands BV n'a pas l'intention de demander la nomination d'administrateurs additionnels.

A l'exception des opérations [réalisées] afin de franchir le seuil de 20% du capital et des droits de vote de Gecimed, RBS-CBFM Netherlands BV n'a pas l'intention de prendre le contrôle de Gecimed.

S'agissant de sa participation au capital de Gecimed, RBS-CBFM Netherlands BV déclare n'agir de concert avec aucune autre personne ou actionnaire de Gecimed".

Projet d'augmentation de capital par Gecimed

Afin de permettre à Gecimed de faire face aux investissements décidés et engagés depuis 2007 et de poursuivre dans des conditions satisfaisantes et pérennes ses opérations, il est nécessaire que la Société procède à court terme à une augmentation de capital afin de renforcer ses fonds propres et d'assainir sa situation financière. En effet, le financement des investissements de Gecimed a été principalement assuré par une avance en compte courant de Gecina qui représentait, au 31 décembre 2008, un montant total de 71 millions d'euros.

Dans ce contexte, en vertu de la délégation de compétence que l'assemblée générale des actionnaires lui a consentie le 30 mars 2007, aux termes de la 16^e résolution, le Conseil d'administration de Gecimed en date du 25 février 2009 a décidé du principe et des principales modalités d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription, afin de renforcer ses fonds propres et de réduire son endettement. Cette augmentation de capital d'un montant de 100 millions d'euros devrait être réalisée à un prix de souscription par action égal à 1 euro, soit la valeur nominale d'une action Gecimed.

La réalisation de cette augmentation de capital par Gecimed est soumise à l'obtention préalable du visa de l'AMF sur le prospectus devant être établi à cette occasion. Selon un calendrier prévisionnel indicatif, il est prévu que le dépôt de ce prospectus et son visa interviennent avant clôture de la première période de l'Offre, et que la période de souscription débute immédiatement après la clôture de la période de réouverture de l'Offre.

Gecina a indiqué son intention de souscrire dans le cadre de cette augmentation de capital de manière à en assurer la réalisation. Cette augmentation de capital permettra notamment le financement des investissements engagés et la réduction de l'endettement de Gecimed par l'apurement de l'avance visée ci-dessus.

1.2 Rappel des conditions de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 231-13, 232-1 et suivants et 234-5 du Règlement général de l'AMF, Gecina s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à offrir

alternativement aux actionnaires de Gecimed pendant une durée de 25 jours de négociation la possibilité:

- soit de lui céder les actions de la Société à un prix de 1,15 euro par action Gecimed apportée (la "**Branche Achat**"),
- soit d'échanger les actions de la Société selon une parité de 1 action Gecina contre 37 actions Gecimed apportées (la "**Branche Echange**"),

cette double proposition constituant l'offre publique alternative d'achat ou d'échange (l'"**Offre**").

Il est précisé que les actionnaires de Gecimed pourront combiner comme ils l'entendent l'apport d'une partie de leurs actions Gecimed à la Branche Achat et l'apport d'une autre partie de leurs actions Gecimed à la Branche Echange.

Conformément aux articles 234-5 et 234-2 du Règlement général de l'AMF, Gecina ayant, dans le cadre de l'Acquisition, augmenté sa participation dans le capital et les droits de vote de Gecimed, entre le seuil du tiers et de la moitié, de plus de 2% en moins de douze mois consécutifs, l'Offre a un caractère obligatoire.

L'Offre vise la totalité des actions Gecimed non détenues par l'Initiateur, soit, sur la base du capital au 31 décembre 2008, 30.626.451 actions Gecimed. La Société a fait part de son intention de ne pas apporter à l'Offre les 1.149.632 actions Gecimed qu'elle détient.

En conséquence, seules 29.476.819 actions Gecimed sont susceptibles d'être apportées à l'Offre.

Les actions Gecina remises dans le cadre de la Branche Echange seront des actions existantes auto-détenues par Gecina. Sur la base de la parité offerte, un maximum de 796.671 actions Gecina, représentant 1,2 % de son capital, pourra être remis dans le cadre de la Branche Echange, étant entendu que ce chiffre maximum ne prend pas en compte les 1.149.632 actions auto-détenues par la Société.

Les actions Gecina remises en échange contre des actions Gecimed apportées à la Branche Echange seront des actions ordinaires d'une valeur nominale de 7,50 euros portant jouissance courante et en conséquence ne donneront pas droit à l'acompte sur dividende de 2,50 euros versé au titre de l'exercice 2008 le 30 janvier 2009.

Dans l'hypothèse où les conditions légales et réglementaires applicables seraient remplies à l'issue de l'Offre, l'Initiateur n'a pas l'intention de demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire sur les actions Gecimed dans les conditions prévues par les articles 237-14 et suivants du Règlement général de l'AMF.

Oddo Corporate Finance, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, garant de la teneur et du caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF, le 2 mars 2009.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, Gecina détenant à la date du projet d'Offre moins de la moitié du capital ou des droits de vote de la Société.

2. RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE

En application de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de Gecimed a désigné le cabinet Ricol, Lasteyrie & Associés aux fins de rendre un rapport d'expertise indépendante sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Ce rapport qui apprécie le caractère équitable du prix de 1,15 euro par action proposé dans le cadre de la Branche Achat, et de la parité de 1 action Gecina remises pour 37 Gecimed dans le cadre de la Branche Echange est repris intégralement ci-dessous.

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE ALTERNATIVE D'ACHAT
OU D'ECHANGE PORTANT SUR LES ACTIONS DE LA SOCIETE GECIMED
INITIEE PAR LA SOCIETE GECINA

Au Conseil d'administration de la société Gecimed,

Dans le cadre de l'offre publique alternative d'achat ou d'échange initiée par la société Gecina (l'« Offre »), portant sur les actions ordinaires de la société Gecimed, nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil d'administration de la société Gecimed du 19 décembre 2008, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes.

Notre désignation a été effectuée en application de l'article 261-1 I du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») en raison de conflits d'intérêts potentiels au sein du conseil d'administration de la société de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du conseil. La société Gecina n'a pas l'intention de demander la mise en œuvre consécutive à (l'« Offre ») d'un retrait obligatoire des titres de la société Gecimed si elle détient plus de 95% du capital et des droits de vote à la suite de la présente opération.

Le prix proposé aux actionnaires minoritaires de la société Gecimed dans le cadre de la branche achat de l'Offre s'établit à 1,15 euro par action.

La parité proposée dans le cadre de la branche échange de l'Offre est de 1 action Gecina pour 37 actions Gecimed.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006). Nos diligences sont décrites au point 3 et détaillées en annexe 5 ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par les sociétés Gecina et Gecimed, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ni revu les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

1. Présentation de l'opération

1.1. Sociétés concernées par l'opération

1.11 *Présentation de la société initiatrice*

Gecina est une société anonyme au capital de 468 327 247,50 euros, dont le siège social est situé 16 rue des Capucines - 75002 Paris. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 592 014 476.

Elle bénéficie du statut fiscal de société d'investissements immobiliers cotée (SIIC) et ses actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris de NYSE Euronext (compartiment A).

La valeur patrimoniale de son parc immobilier, réparti entre ses différentes activités locatives (bureaux, résidentiel, logistique, santé, hôtels) est estimée à 12,4 milliards d'euros au 31 décembre 2008.

1.12 *Présentation de la société objet de l'offre*

Gecimed est une société anonyme au capital de 58 897 020 euros divisé en 58 897 020 actions d'un euro de valeur nominale, dont les titres sont détenus à 48% par la société Gecina. Son siège social est situé au 16 rue des Capucines - 75002 Paris. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 320 649 841.

Les actions de la société Gecimed, qui bénéficie du régime fiscal des sociétés d'investissements immobiliers cotée (SIIC), sont négociées sur Euronext Paris de NYSE Euronext (compartiment C).

Gecimed est une société foncière spécialisée dans la détention et la gestion d'actifs immobiliers de santé. Au 31 décembre 2008, le portefeuille de la société comprend 34 actifs immobiliers de santé (dont 28 proviennent de l'acquisition, en septembre 2006, des murs de cliniques appartenant auparavant au groupe Générale de Santé), ainsi qu'une réserve de projets en développement constituée de deux établissements d'hébergement pour personnes âgées dépendantes (EHPAD), d'une résidence pour personnes âgées et d'un hôpital privé. Son patrimoine est évalué à 672 M€ au 31 décembre 2008.

1.2. Contexte et termes de l'offre

Le 29 décembre 2008, la société Gecina a conclu avec la société ISM (filiale du groupe GE Real Estate France) une convention d'acquisition d'actions portant sur 5 533 420 actions de la société Gecimed, soit 9,40% du capital, permettant à la société Gecina de porter sa participation de 38,60% à 48% du capital. Cette acquisition est intervenue le 30 décembre 2008 à l'occasion d'une transaction de bloc hors marché à un prix par action de 0,70 euro.

La société ISM, qui détenait au total 19,13% de la société Gecimed, a par ailleurs conclu avec les deux autres actionnaires principaux, les sociétés Scor Global P&C SE et RBS CBFM Netherlands BV, des conventions d'acquisition d'actions portant, respectivement, sur 2 714 758 actions de la société Gecimed, soit 4,61% du capital et 3 020 000 actions de la société Gecimed, soit 5,13 % du capital, à des conditions identiques à celles de la transaction avec la société Gecina.

La réalisation de ces acquisitions est également intervenue le 30 décembre 2008 dans le cadre de transactions hors marché.

Les sociétés Gecina, Scor Global P&C SE et RBS CBFM Netherlands BV ont déclaré ne pas agir de concert vis-à-vis de la société Gecimed.

Conformément aux articles 234-5 et 234-2 du règlement général de l'AMF, la société Gecina ayant augmenté sa participation dans le capital et les droits de vote de la société Gecimed,

entre le seuil du tiers et de la moitié du capital, de plus de 2% en moins de douze mois consécutifs, l'offre a un caractère obligatoire.

La société Gecina a ainsi annoncé dans un communiqué de presse en date du 30 décembre 2008 qu'elle déposerait prochainement un projet d'offre publique obligatoire portant sur les actions de la société Gecimed. Elle a par ailleurs précisé qu'elle n'avait pas l'intention de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire dans les conditions de l'article L.433-4 III du Code monétaire et financier postérieurement à la réalisation de l'offre.

L'offre porte sur la totalité des actions de la société Gecimed non détenues par la société Gecina, soit, à la connaissance de celle-ci, un maximum de 30 626 451 actions représentant 52 % du capital et 51,05 % des droits de vote de la société Gecimed. La société a fait part de son intention de ne pas apporter à l'offre les actions Gecimed auto-détenues, au nombre de 1 149 632 au 31 décembre 2008.

La note d'information mentionne (§ 1.2.2) que :

- « l'offre s'inscrit dans le cadre d'une restructuration du capital de Gecimed à la suite de la sortie de la société ISM, et sera suivie par une augmentation de capital de Gecimed afin de restaurer sa structure financière et de lui donner les moyens nécessaires pour financer ses investissements » ;
- les actionnaires de la société Gecimed qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'offre auront le choix entre :
 - ✓ « céder leurs actions contre un paiement en numéraire; ou
 - ✓ pour ceux qui souhaiteraient bénéficier d'un ré-investissement dans une société foncière de premier plan dans le secteur de l'Immobilier en France, de recevoir des actions Gecina. Avec un patrimoine de plus de 12,4 milliards d'euros au 31 décembre 2008, Gecina est propriétaire d'un portefeuille d'actifs diversifiés dans les secteurs de l'immobilier d'entreprise, résidentiel, de l'hôtellerie, et de la logistique » ;

2. Déclaration d'indépendance

2.1. Rappel des interventions antérieures auprès des personnes concernées par l'opération

Nous avons été mandatés par l'initiateur en septembre 2007 dans le cadre du projet d'Offre Publique de Retrait sur les titres de la Société des Immeubles de France. Cette opération ayant bénéficié d'une dérogation au dépôt d'une offre de la part de l'AMF, notre mission n'a pas abouti.

Nous n'avons pas réalisé d'autre mission pour Gecimed ni pour Gecina, ni aucune des personnes que ces sociétés contrôlent au sens de l'article 233-3 du code de commerce, au cours des deux dernières années.

Ricol Lasteyrie n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'offre publique ou leurs conseils et ne détient aucun intérêt financier dans la réussite de l'offre, ni aucune créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article 233-3 du code de commerce.

Conformément aux préconisations de l'AMF concernant les relations avec les banques-conseils de l'initiateur et de la cible, nous précisons qu'au cours des deux dernières années :

- nous sommes intervenus en octobre 2008 en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée initiée par la société Sungard sur les titres de la société GL Trade, opération dans laquelle Oddo Corporate Finance était banque présentatrice ;

- nous sommes intervenus en octobre 2007 en qualité d'expert indépendant dans le cadre de la fusion-absorption de la société Overlap Groupe par la société IB Group (renommée Overlap Group), opération dans laquelle Oddo Corporate Finance était banque-conseil d'Overlap Group.

Oddo Corporate Finance est la banque présentatrice de la présente Offre. Nous considérons que la mission qui nous est confiée par la société Gecimed ne nous conduit pas à intervenir de manière répétée avec ledit établissement, au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF.

2.2. Attestation

Ricol Lasteyrie atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par le projet d'offre publique alternative d'achat ou d'échange et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

3. Diligences effectuées

Nos diligences ont principalement consisté à :

- mettre en œuvre une approche multicritère de valorisation des sociétés Gecimed et Gecina ;
- analyser les éléments d'appréciation du prix de la branche achat de l'Offre mentionnés dans la note d'information ;
- analyser la parité proposée dans le cadre de la branche échange de l'Offre.

Nous avons analysé les informations financières (comptes et rapports financiers, présentations aux analystes...) publiées par les sociétés Gecimed et Gecina au titre de l'exercice 2007 et la situation semestrielle au 30 juin 2008. Nous avons pris connaissance des comptes provisoires au 31 décembre 2008, en cours d'audit, qui nous ont été communiqués. Nous nous sommes également entretenus avec les commissaires aux comptes de Gecimed en présence de ses dirigeants.

L'opération intervenant suite à une transaction sur le capital de la société Gecimed, nous avons analysé la convention d'acquisition signée entre les sociétés ISM et Gecina en date du 29 décembre 2008.

Eu égard à l'activité de foncière des sociétés Gecimed et Gecina, nous avons procédé à une analyse de leur actif net réévalué. Nous avons en particulier examiné un échantillon d'expertises immobilières dont nous avons eu communication.

En ce qui concerne les méthodes d'évaluation analogiques et boursière, nous avons conduit une étude approfondie des informations publiques disponibles sur les sociétés Gecimed et Gecina ainsi que sur les sociétés comparables. Cette étude a été complétée par l'analyse des informations obtenues à partir de nos bases de données.

Le poids de l'endettement des différentes sociétés foncières et l'impact de celui-ci sur les cours de bourse nous ont conduits à examiner le ratio [dette] / [valeur des actifs] des sociétés Gecimed et Gecina, ainsi que des sociétés cotées comparables. Dans ce contexte, une analyse de la corrélation existant entre la décote sur ANR reflétée dans le cours de bourse et le niveau d'endettement des sociétés foncières a été conduite.

En ce qui concerne les méthodes d'évaluations intrinsèques :

- nous avons eu accès au plan d'affaires (« Business Plan ») établi par la direction de Gecimed, avec laquelle nous nous sommes entretenus afin d'apprécier les options retenues et les perspectives de la société ;
- au cas particulier de Gecina, seul le budget 2009 a pu nous être communiqué, le plan prévisionnel n'ayant pas encore été remis à jour en intégrant l'impact de l'évolution des marchés financiers et des dernières évolutions dans l'accord de séparation entre Gecina et Metrovacesa.

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

Le détail de nos diligences est présenté en annexe 5.

4. Evaluation de la société Gecimed

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation de la société. Il convient à ce titre de préciser que les méthodes d'évaluation présentées dans la note d'information et le résultat des travaux de valorisation de la banque présentatrice nous ont été communiqués en cours de mission.

4.1. Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

4.11 Méthode du rendement

La société n'a pas distribué de dividendes depuis qu'elle exerce une activité de foncière (septembre 2006), son résultat net social ayant été négatif pour l'exercice 2006, pour l'exercice de 3 mois clos au 31 mars 2007 et pour l'exercice clos le 31 décembre 2007.

Pour l'avenir, la note d'information précise que la politique de distribution dépendra notamment des résultats futurs, des projets d'investissement et de l'endettement de Gecimed, dans le respect des obligations légales, sans qu'aucun engagement ne soit pris ni sur le principe, ni sur la quotité d'une distribution future de dividendes.

Cette méthode n'a en conséquence pas été retenue.

4.12 Transactions intervenues sur des sociétés comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rachat de sociétés cotées ou non, récemment intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. Cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète, les transactions ayant pu donner lieu à des engagements spécifiques (garanties de passif et autres) qui restent souvent confidentiels et ne permettent pas d'avoir une approche précise de la valorisation.

Les seules transactions importantes sur des sociétés immobilières sont intervenues avant février 2007, soit avant le retournement qui a affecté les sociétés de ce segment.

Cette méthode de valorisation n'a en conséquence pas pu être retenue.

4.2. Méthodes d'évaluation retenues

Remarque liminaire

Au 31 décembre 2008, Gecimed détenait 1 149 632 titres en autocontrôle (soit 1,95% du capital). Ce pourcentage n'a pas évolué à la date du présent rapport.

Par ailleurs, il n'existe pas d'instrument susceptible d'avoir un impact dilutif sur le nombre d'actions de référence retenu dans le cadre de nos travaux.

Celui-ci sera ainsi identique au nombre d'actions composant aujourd'hui le capital de la société Gecimed, retraité de l'autocontrôle, soit 57 747 388 actions.

4.21 Référence aux transactions antérieures sur le capital de la société Gecimed

Prise de contrôle par Gecina et création d'une SIIC dédiée aux actifs de santé

Les transactions suivantes sont intervenues sur le capital de la société Gecimed :

- le 14 juin 2006, la société Gecina a acquis la société Sofco (ancienne dénomination de la société Gecimed), société sans activité cotée sur Euronext Paris (compartiment C), suite à une cession de bloc de contrôle suivie d'une garantie de cours. Suite à ces opérations, réalisées au prix de 2,60 euros par action, la société Gecina détenait 93,94 % du capital et 94 % des droits de vote ;
- le 7 septembre 2006, la société Gecimed a acquis les murs de 28 cliniques appartenant au groupe Générale de Santé pour un montant de 536 M€ dans le but de devenir une structure cotée dédiée à l'immobilier de santé ;
- afin de financer cette acquisition, la société Gecimed a procédé à une augmentation de capital en décembre 2006 par émission de 57 695 040 actions nouvelles de un euro de valeur nominale accompagnée d'une prime de 1,60 euro ;
- au début de l'année 2007, la société Gecina a conclu différents contrats de cession d'actions Gecimed, permettant globalement le placement de près de 60 % du capital de celle-ci auprès d'investisseurs financiers, à un prix unitaire de 2,62 euros par action. A l'issue de ces opérations de placement, Gecina conservait environ 38 % du capital de la société Gecimed ;
- suite à un placement privé de plus de 12% de son capital, réalisé le 26 mars 2007, le flottant de la société Gecimed s'est élargi à 15,01 %. Le prix offert pour ce placement était de 2,95 euros par action.

Ces transactions de référence sont déjà anciennes (plus de 23 mois) et ont été, pour certaines, réalisées alors que la société Gecimed n'exerçait pas encore d'activité opérationnelle. Dans le cadre d'une offre publique obligatoire qui ne sera pas suivie d'un retrait obligatoire dans les conditions de l'article L.433-4 III du Code monétaire et financier et qui reste donc facultative pour les actionnaires minoritaires, elles ne nous paraissent pas devoir être retenues compte tenu des modifications très significatives des conditions de marché depuis lors (chute du cours des sociétés foncières reflétée dans la baisse de l'indice EPRA France qui est passé de 4 600 points en février 2007 à 1 865 points à fin 2008).

Acquisitions réalisées par Gecina au début de l'année 2008

Entre le 4 janvier et le 17 avril 2008, la société Gecina a procédé à des rachats de titres Gecimed sur le marché. Ces achats ont porté sur 281 325 titres, soit 0,48% du capital de la société, à un cours compris entre 2,08 et 1,78 euros.

Nous observons que :

- l'article 234-6 du règlement général de l'AMF prévoit qu'en cas de dépôt obligatoire d'un projet d'offre publique « *le prix proposé doit être au moins équivalent au prix le plus élevé payé par l'initiateur (...) sur une période de douze mois précédant le dépôt du projet d'offre. L'AMF peut demander ou autoriser la modification du prix proposé lorsqu'un changement manifeste des caractéristiques de la société visée ou du marché de ses titres le justifie* ».

L'AMF ne s'est pas prononcée à la date de notre rapport ;

- au cas particulier, les achats ont représenté au total 0,48% du capital de Gecimed et ont été effectués en bourse entre le 4 janvier et le 17 avril 2008, période au cours de laquelle l'indice EPRA France évoluait entre 2 660 et 3 300 points. Rappelons que, depuis lors, l'indice s'est considérablement replié pour s'établir à 1 865 points à fin décembre 2008.

La crise financière a lourdement pesé sur le secteur et sur le titre dont le cours est passé de 1,78 euro le 17 avril 2008 (date du dernier achat par Gecina) à 0,65 euro le 29 décembre 2008.

La référence à ces transactions réalisées par Gecina au début de l'année 2008 doit donc être appréciée en considération des profondes modifications de marché consécutives à l'amplification de la crise financière depuis septembre 2008.

Transaction du 30 décembre 2008

Le 30 décembre 2008, la société ISM (GE Real Estate France), qui détenait 19,13 % du capital de la société Gecimed, a cédé sa participation hors marché en trois blocs :

- 5 333 420 actions, soit 9,40 % du capital, à la société Gecina ;
- 3 020 000 actions, soit 5,13 % du capital, à la société RBS CBFM Netherlands BV ;
- 2 714 758 actions, soit 4,61 % du capital, à la société Scor Global P&C SA.

Cette transaction a été réalisée au prix de 0,70 euro par action.

Nous avons obtenu la convention signée le 29 décembre 2008 entre ISM et Gecina relative à la cession de 5 533 420 actions Gecimed. Le prix d'acquisition est de 3 873 394 euros, soit 0,70 euro par action.

L'analyse de cette transaction nous amène à formuler les commentaires suivants :

- la convention ne comprend aucune clause de complément de prix ;
- le groupe GE Real Estate France est un acteur de référence sur le marché de l'immobilier en France et dans le monde ;
- il dispose d'une information approfondie sur la situation et les perspectives de la société Gecimed ;
- l'opération doit s'apprécier dans le contexte actuel du marché immobilier et financier français.

Par ailleurs, les acquisitions de titres de la société Gecimed effectuées par les sociétés RBS CBFM Netherlands BV et Scor Global P&C SE ont été réalisées sur la base d'un prix identique, soit 0,70 euro par action. Nous n'avons cependant pas eu accès aux contrats.

Il nous apparaît dès lors que le prix ressortant de la transaction, soit 0,70 euro par action Gecimed, constitue une référence pertinente pour apprécier le caractère équitable du prix offert dans le cadre de l'OPA.

Nous observons par ailleurs que les achats de titres Gecimed par Gecina sur l'année 2008 ont porté globalement sur 5 814 745 titres à un prix moyen de 0,76 euro par action.

Augmentation de capital projetée

L'augmentation de capital envisagée, rendue nécessaire par la situation financière de Gecimed, n'est pas retenue en tant que transaction comparable car elle n'est pas finalisée à ce jour. Son impact sur l'ANR sera analysé en partie 4.23.

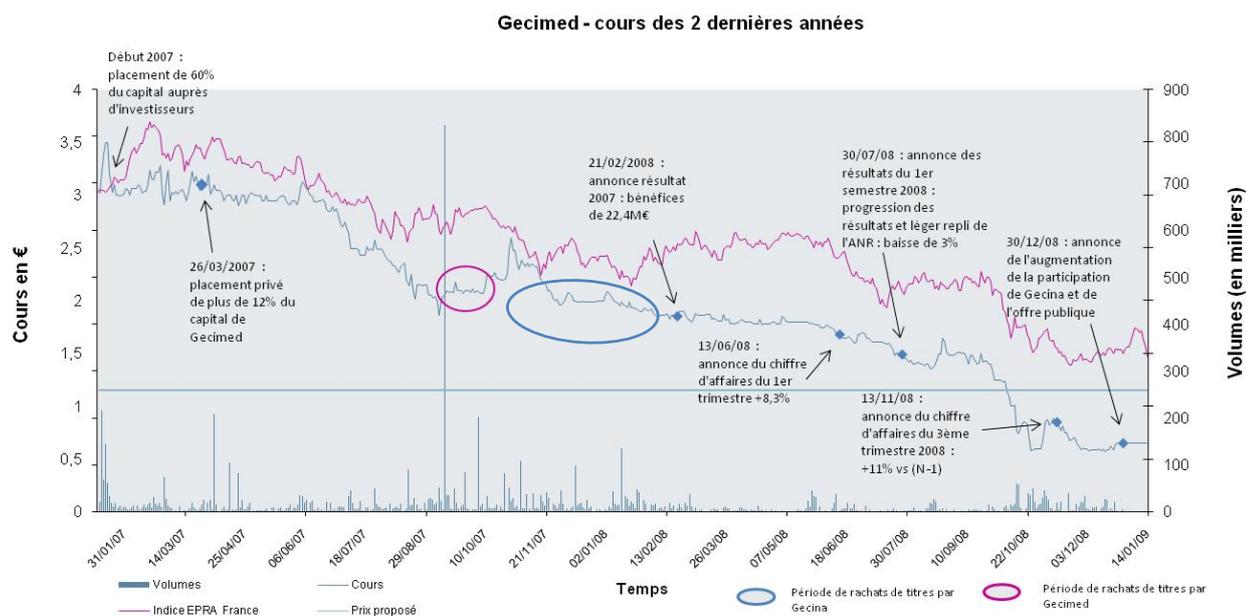
4.22 Référence au cours de bourse de la société

L'action Gecimed est cotée sur l'Eurolist d'Euronext Paris (Compartiment C) sous le code ISIN FR0000061566. Son flottant est limité et la liquidité des titres est modeste :

| Période | Volume quotidien moyen | | Volume cumulé | |
|---------|-------------------------|---------------|-------------------------|---------------|
| | Nombre de titres (000') | % du flottant | Nombre de titres (000') | % du flottant |
| 1 mois | 10,2 | 0,14% | 193,2 | 2,6% |
| 3 mois | 13,7 | 0,19% | 863,0 | 11,8% |
| 6 mois | 8,5 | 0,12% | 1 095,6 | 14,9% |
| 1 an | 8,7 | 0,12% | 2 250,8 | 30,7% |

Parcours boursier depuis 2 ans

Evolution du cours de bourse de Gecimed sur 2 ans jusqu'à la suspension du cours



En 2007, Gecimed a opté pour le régime fiscal des SIIC avec effet rétroactif au 1^{er} avril 2007 et a acquis de nouveaux actifs de santé. Depuis début 2007, le cours de Gecimed a baissé progressivement, suivant en cela l'évolution de l'indice des foncières ; le cours est ainsi passé de 3,00 euros à 2,00 euros fin 2007.

L'évolution de l'indice des foncières en France (EPRA France) peut notamment s'expliquer ainsi :

- Les foncières, dont le cours de bourse était traditionnellement en retrait par rapport à leur actif net réévalué, ont bénéficié d'un engouement certain depuis la mise en place du régime fiscal SIIC, jusqu'au début de l'année 2007. Le maintien des taux d'intérêt à un niveau très bas et la financiarisation de l'immobilier ont renforcé cette tendance ; les sociétés foncières n'étaient plus considérées comme des valeurs de rendement, mais comme des sociétés pouvant s'endetter pour réaliser des développements et arbitrer les

actifs arrivés à maturité. Dans ce contexte, des primes par rapport à l'actif net réévalué ont été constatées sur le marché entre fin 2004 et le second semestre 2007 ;

- Depuis lors, le marché de l'immobilier a pâti de la crise des subprimes et le cours des foncières, notamment celui des plus endettées, s'est érodé. Les décotes par rapport à l'ANR sont réapparues au cours du deuxième semestre 2007. La chute des cours s'est accélérée avec l'amplification de la crise financière ;
- Certaines foncières se sont révélées fragiles du fait d'un fort endettement ; le respect des covenants en termes notamment de Loan to Value (ratio LTV) devient désormais un enjeu crucial. L'indice EPRA France a perdu près de 60 % entre son niveau le plus haut (19 février 2007 : 4 603 points) et son niveau du 29 décembre 2008 (1 865 points).

En 2008, l'évolution du cours de bourse de Gecimed est en ligne avec celle des autres sociétés foncières.

Les mouvements sur le titre se sont accélérés au cours des derniers mois de l'exercice 2008, dans le contexte de l'aggravation de la crise financière qui a entraîné une baisse des cours des sociétés foncières. Ainsi, 11,8 % du flottant de Gecimed a été échangé sur les 3 derniers mois de l'année 2008.

Avec des cours qui ont baissé de 60 % depuis le pic de février 2007, les cours de bourse des principales foncières françaises affichent désormais une décote significative par rapport à leur ANR. La décote moyenne observée sur un échantillon des principales foncières (hors Gecina et Gecimed), sur la base des cours moyens sur un mois, est de 53 % par rapport à l'actif net réévalué au 30 juin 2008 (cf analyse présentée au paragraphe 4.23 ci-après). Elle apparaît fortement corrélée au niveau d'endettement de la foncière.

Le cours de Gecimed s'établissait à 0,65 euro la veille de l'annonce de la transaction intervenue avec ISM. Depuis lors, le cours de la société est suspendu.

Analyse des primes implicites de l'offre d'achat par rapport aux cours de bourse historiques

Nous retenons comme date de référence pour notre analyse les cours au 29 décembre 2008, veille de l'annonce de l'acquisition d'un bloc de titres par Gecina auprès d'ISM (groupe General Electric Real Estate France). Les résultats de cette étude se présentent comme suit :

| Périodes | Cours Gecimed | |
|-----------------------|---------------|---------------|
| | en euros | Prime |
| 29/12/2008 | | |
| Spot | 0,65 | 76,9% |
| Moyen pondéré 1 mois | 0,60 | 92,1% |
| Moyen pondéré 3 mois | 0,72 | 59,2% |
| Moyen pondéré 6 mois | 0,88 | 31,3% |
| Moyen pondéré 12 mois | 1,38 | -16,6% |
| Plus haut 12 mois | 2,09 | -45,0% |
| Plus bas 12 mois | 0,57 | 101,8% |

Source Datastream

Le prix offert:

- fait ainsi ressortir une prime de 76,9% par rapport au cours spot au 29 décembre 2008 ;
- extériorise une prime comprise entre 31,3% et 92,1% sur les moyennes 1 mois, 3 mois et 6 mois ;
- présente une décote de 16,6% par rapport au cours moyen pondéré un an, étant rappelé que les marchés immobilier et financier ont subi une évolution qui rend difficile une analyse par rapport aux cours de bourse observés en début d'année 2008.

Malgré la liquidité limitée du titre, le critère du cours de bourse reste pertinent dans le cadre d'une offre publique à laquelle les actionnaires de la société Gecimed pourront ou non apporter leurs titres.

Référence aux objectifs de cours des analystes

La référence aux objectifs de cours des analystes financiers, complémentaire à la méthode de la référence au cours de bourse, consiste à valoriser une action faisant l'objet d'études par des analystes financiers au travers des valorisations anticipées par ceux-ci. Elle présente un caractère prospectif.

La société Gecimed est suivie régulièrement par un analyste, Dexia, dont nous avons étudié les notes publiées récemment. Nous observons que celui-ci intègre dans ses travaux l'impact d'une augmentation de capital, comprenant notamment le compte courant de Gecina.

Ces notes, respectivement datées du 27 octobre 2008 et du 7 janvier 2009, font ressortir un objectif de cours de 0,90 euro avant et après l'annonce de l'offre de Gecina.

Le prix envisagé offre une prime de 27,8 % par rapport à l'objectif de cours de l'analyste.

4.23 Actif net réévalué

S'agissant d'une société foncière, l'indicateur de référence de valorisation est l'actif net réévalué (ANR), qui fait l'objet d'une publication semestrielle par les sociétés cotées et que nous avons retenu dans le cadre de la présente offre.

Au cas particulier de la société Gecimed, l'actif net réévalué est identique à l'actif net comptable consolidé :

- la société a opté pour la possibilité offerte par la norme IAS 40 de comptabiliser ses immeubles de placement à leur juste valeur ;
- les immeubles en cours de construction ou de restructuration restent comptabilisés à leur coût historique au bilan ;
- la valeur de la dette correspond au montant restant à rembourser. Comme de nombreuses sociétés du secteur, Gecimed n'a pas opté pour la mise en juste valeur de sa dette en fonction de l'évolution de son propre spread de crédit ; en l'absence de ligne de dette cotée, aucun retraitement n'a été effectué. Les instruments dérivés couvrant les risques de variation des taux d'intérêt sont enregistrés conformément à la norme IAS 39.

Actif net réévalué hors droits au 31 décembre 2008

L'ANR, incluant la valorisation du patrimoine immobilier réalisée semestriellement par des experts immobiliers, est une donnée publiée par l'ensemble des sociétés foncières cotées.

| M€ | 31-déc-08 | 30-juin-08 | 31-déc-07 |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Actifs | | | |
| Patrimoine | 672,3 | 637,2 | 613,2 |
| Autres actifs | 8,1 | 20,3 | 13,6 |
| Passifs | | | |
| Dette nette | -523,3 | -488,6 | -455,8 |
| Autres passifs | -24,2 | -17,3 | -11,8 |
| ANR | 133,0 | 151,7 | 159,2 |
| nombre d'actions (hors autocontrôle) | 57 747 388 | 57 760 298 | 57 772 520 |
| ANR / action (€) | 2,30 | 2,63 | 2,76 |

L'ANR de Gecimed au 31 décembre 2008 est en baisse :

- de 16,7 % par rapport au 31 décembre 2007 ;
- de 12,5 % par rapport au 30 juin 2008.

Cette diminution est notamment liée à la baisse de la valeur du patrimoine (-29,4 M€), compensée par les investissements réalisés pour sa rénovation, et à la hausse de la dette liée aux investissements (cf. détail des investissements en partie 4.25).

Nous observons que :

- L'accroissement des loyers, indexés sur l'indice du coût de la construction (+10,5% en 2008) a permis de limiter l'impact de la revue à la hausse des taux de capitalisation par les experts immobiliers. La crise économique actuelle aura un impact sur l'indice du coût de la construction 2009, dont la hausse devrait être significativement inférieure à celle de 2008 ;
- Le niveau d'endettement de Gecimed (y compris compte courant Gecina d'un montant de 71 millions d'euros) rapporté à la valeur de ses actifs (« Loan to Value », ci-après LTV) atteint 77,8 % au 31 décembre 2008. Ce niveau est très proche du seuil de covenant figurant dans les contrats d'emprunts de Gecimed, soit 80 %.

Valeur des actifs immobiliers

Au 31 décembre 2008, le portefeuille de la société comprend 34 actifs immobiliers de santé, ainsi qu'une réserve de projets en développement constituée de deux EHPAD, d'une résidence pour personnes âgées et d'un hôpital privé. Une trentaine de ces actifs a fait l'objet d'une expertise au 31 décembre 2008.

Synthèse :

| en M€ | 31-déc.-08 | 31-déc.-07 |
|--|--------------|--------------|
| Patrimoine expertisé | 576,3 | 577,1 |
| Patrimoine acquis au cours de l'exercice | 25,3 | 9,3 |
| Patrimoine en développement | 70,8 | 26,8 |
| Patrimoine Total Gecimed | 672,3 | 613,1 |

Les travaux de valorisation des actifs immobiliers sont réalisés par un expert immobilier spécialisé dans l'évaluation d'actifs de la santé (Catella), qui intervient pour expertiser le parc depuis que Gecimed est devenue une société foncière.

Nous avons pris connaissance du tableau de valorisation détaillé qui nous a été communiqué et avons :

- effectué des contrôles de cohérence sur l'évolution de la valeur des actifs, par rapport au 31 décembre 2007 et à l'évolution globale du marché ;
- sélectionné les actifs les plus significatifs et ceux présentant des variations de valeur importantes entre les exercices 2007 et 2008 (variations supérieures à 1 M€ en valeur, à 10% à la hausse et 6,5% à la baisse) afin de procéder à une analyse détaillée des expertises sous-jacentes. Nous avons ainsi revu les expertises pour 7 cliniques, représentant 42% du patrimoine expertisé en date du 31 décembre 2008.

Ces travaux nous amènent à formuler les commentaires suivants :

- Evolution générale de la valeur des actifs expertisés : stable (-0,1%) du fait de la compensation de la baisse de valeur du patrimoine existant et les investissements réalisés pour leur rénovation ;
- Analyse détaillée d'un échantillon d'expertises (représentant 42% du patrimoine expertisé) : l'évaluation hors frais et droits d'enregistrement des actifs immobiliers est faite de manière homogène, sur la base d'une approche multicritère intégrant :
 - ✓ une capitalisation du revenu effectif net (loyers nets des charges non récupérables sur le locataire). Le taux de capitalisation est compris dans une fourchette de 6,50% à 6,75% selon les établissements ;
 - ✓ une approche par actualisation des flux générés par la location des immeubles mise en œuvre en retenant les principales hypothèses suivantes :
 - o pour chaque actif, l'expert a bâti un modèle de flux prévisionnels sur la base du bail en cours, en intégrant notamment des projections de périodes de vacance spécifiques au regard de l'emplacement du bien, de la qualité du locataire et de l'actif ;
 - o les flux sont projetés sur une période de 10 ans, période à l'issue de laquelle il est considéré que le bien est vendu (prix de sortie déterminé en fonction d'un taux de rendement de sortie compris entre 7% et 8,50%) ;
 - o un taux d'actualisation moyen de 7% ;
 - ✓ l'expert n'a pas mis en œuvre de valorisation par comparaison directe, qui consisterait à déterminer la valeur des immeubles en se référant directement à des transactions effectuées sur le marché immobilier pour des biens présentant des caractéristiques et une localisation comparables à celles du produit expertisé ;
- L'ensemble du parc a été expertisé, à l'exception :
 - ✓ des actifs en cours de restructuration (soit 11% du patrimoine total au 31 décembre 2008), qui ont été évalués selon la méthode des coûts encourus ;
 - ✓ des actifs acquis en 2008, qui ont été évalués sur la base de leur valeur d'acquisition (représentant 4% du patrimoine total au 31 décembre 2008).

Les biens expertisés ont fait l'objet d'une visite détaillée à la fin de l'année 2006 dans le cadre de la campagne d'expertise au 31 décembre 2006.

Rapprochement de l'ANR avec le cours de bourse de Gecimed

Le cours de bourse de Gecimed est significativement inférieur à l'ANR.

Ce phénomène est aujourd'hui observé sur la quasi-intégralité des foncières, le marché semblant attendre des réductions de valeurs des actifs immobiliers. Ainsi :

- sur la base des cours au 24 février 2009 et du niveau d'ANR au 30 juin 2008, la décote sur ANR des principales foncières se présente comme suit¹ :

¹ Echantillon identique à celui retenu dans le cadre de l'analyse de la droite de régression présentée au paragraphe 4.24 (Eurosic, Cegereal, Tour Eiffel, Klepierre, Foncière des Régions, Affine, Silic, Unibail, Paris France, Mercialys, Foncière Argan, Affiparis, ANF, Société Foncière Lyonnaise, Foncière des Murs, Zublin, Klémurs).

| | Décote / ANR | | | |
|---------|--------------|-----|-----|-----|
| | Spot | 1M | 3M | 6M |
| Moyenne | 56% | 53% | 54% | 48% |

Nous observons que cette décote est d'autant plus importante que le niveau de LTV est élevé : la société la moins endettée (Mercialys) est celle qui présente la décote la plus faible (moins de 10%) ; les sociétés les plus endettées (Foncière des Régions, Foncière des Murs, Affine, Affiparis, Zublin et Klémurs) affichent les décotes les plus élevées (plus de 55%). Le poids de l'endettement apparaît ainsi être un facteur déterminant dans l'explication de la décote.

- pour les foncières ayant publié leur ANR au 31 décembre 2008 à la date d'émission de notre rapport (Silic, Mercialys, Société Foncière Lyonnaise, Klémurs, Cegereal, Eurosic, Foncier Paris France, Unibail Rodamco, Klepierre, Foncière des Murs), la décote sur ANR sur la base des cours au 24 février 2009 est la suivante :

| | Décote / ANR | | | |
|---------|--------------|-----|-----|-----|
| | Spot | 1M | 3M | 6M |
| Moyenne | 43% | 41% | 42% | 37% |

La même corrélation qu'au 30 juin 2008 est observée entre décote sur ANR et ratio LTV pour les sociétés ayant publié l'information.

Dans ce contexte, nous avons mené une analyse de régression linéaire entre le niveau d'endettement des foncières (mesuré par le ratio LTV au 30 juin 2008) et la décote sur leur ANR au 30 juin 2008 constatée par rapport à leur cours de bourse sur différentes périodes. Celle-ci est présentée dans la partie 4.24 ci-après.

Prise en compte de l'augmentation de capital devant intervenir à l'issue de l'offre

La note d'information indique qu'afin de permettre à Gecimed de faire face aux investissements décidés et engagés depuis 2007, il est « nécessaire que la Société procède à court terme à une augmentation de capital afin de renforcer ses fonds propres et d'assainir sa situation financière. En effet, le financement des investissements de Gecimed a été principalement assuré par une avance en compte courant de Gecina qui représentait, au 31 décembre 2008, un montant total de 71 millions d'euros ».

Nous observons que :

- le taux d'endettement de Gecimed est de 77,8 % au 31 décembre 2008 (y compris le financement assuré par Gecina), pour un niveau de covenants de 80% ;
- Gecimed a besoin de financement pour assurer ses engagements à court terme ;
- la situation financière de Gecimed est aujourd'hui perçue comme particulièrement tendue par :
 - o le marché boursier (cours de 0,65 euro avant l'annonce de la transaction) ;
 - o l'analyste suivant la valeur Gecimed (cf paragraphe 4.22), qui tient compte d'une augmentation de capital dans ses analyses ;
 - o ses principaux actionnaires.

Le conseil d'administration de Gecimed a décidé, le 25 février 2008 du principe et des modalités d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription, devant intervenir à l'issue de l'offre, sous réserve de l'obtention préalable du visa de l'AMF

pour un montant de 100 millions d'euros, le prix de souscription étant fixé à 1 euro par action (soit sa valeur nominale).

Gecina a l'intention de souscrire à hauteur au minimum de son compte courant (soit 71 millions d'euros) à cette augmentation de capital et de manière à en assurer la réalisation.

A l'issue de l'augmentation de capital, l'ANR de Gecimed devrait s'établir à 1,48 euro par action (contre 2,30 euros « pre-money »). La décote extériorisée par l'offre en numéraire sur l'ANR serait alors ramenée à 22,3%.

4.24 Comparables boursiers : actif net réévalué avec impact de la structure financière

Approche directe

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

Une foncière cotée peut être considérée comme étant comparable à Gecimed dès lors qu'elle présente des similitudes en termes de domaine d'activité (types d'actifs, clientèle, secteur géographique), de niveau de volatilité, de perspectives de croissance de chiffre d'affaires et de marges, de structure de financement et de taille (chiffre d'affaires ou capitalisation boursière).

Les travaux d'analyse mis en œuvre ne nous ont pas permis d'identifier de société strictement comparable à Gecimed, eu égard notamment à son activité spécifique. Cette méthode n'a en conséquence pas pu être directement mise en œuvre.

Analyse des sociétés foncières avec prise en compte de l'impact de la structure financière

Ainsi que précisé précédemment, les sociétés foncières présentent aujourd'hui une décote significative par rapport à leur actif net réévalué.

Afin d'étudier la corrélation existant entre cette décote et le niveau d'endettement de ces sociétés, nous avons procédé à une analyse sur la base d'un échantillon de sociétés foncières cotées satisfaisant aux conditions suivantes :

- option pour le régime SIIC ;
- flottant supérieur à 10 % ;
- plus de 15% des titres échangés sur l'année ;
- patrimoine immobilier supérieur à 200 M€.

Les sociétés satisfaisant à l'ensemble de ces critères sont les suivantes : Eurosic, Cegereal, Tour Eiffel, Klepierre, Foncière des Régions, Affine, Silic, Unibail, Paris France, Mercialys, Foncière Argan, Affiparis.

Nous avons complété cet échantillon en intégrant 5 autres sociétés, eu égard :

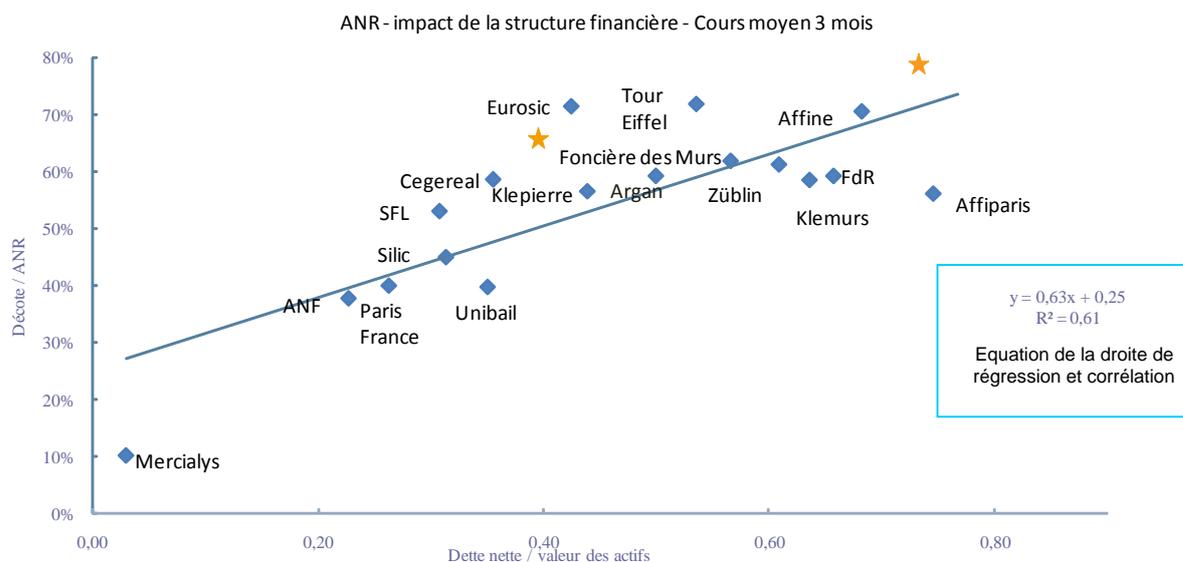
- à l'importance de leur patrimoine immobilier pour ANF, Société Foncière Lyonnaise et Foncière des Murs ;
- à l'importance du flottant pour Zublin ;
- aux liens existants avec Klepierre pour Klémurs.

Nos analyses ont été menées sur les périodes suivantes : cours spot au 24 février 2009, moyenne pondérée un mois, moyenne pondérée trois mois et moyenne pondérée 6 mois.

Eu égard à la modification de l'environnement économique et financier, il ne nous a pas paru pertinent de retenir des moyennes à plus long terme.

Par ailleurs, les sociétés foncières constituant l'échantillon n'ayant pas toutes encore publié leur ANR au 31 décembre 2008, cette analyse a été réalisée sur la base des ANR et de la dette au 30 juin 2008.

Ainsi qu'illustré par le graphique ci-dessous (sur la base des cours moyens sur trois mois au 24 février 2009), la corrélation entre la décote sur l'ANR et le niveau d'endettement se vérifie :



Les équations des droites de régression ainsi calculées ont été appliquées aux éléments de Gecimed au 30 juin 2008 (date de référence des paramètres de calcul de la droite).

L'application de la régression aux paramètres de Gecimed au 30 juin 2008, conduit à une fourchette de valeurs comprise entre 0,61 euro (sur la base du cours spot au 24 février 2009) et 0,86 euro (sur la base du cours moyen pondéré 6 mois). Le prix offert fait ainsi ressortir une prime comprise entre 33% et 87% sur ces valeurs.

| | Valeur par action Gecimed Prime induite (€) 1,15 | |
|---|---|-----|
| Résultats ANR - Structure financière | | |
| ANR spot | 0,61 | 87% |
| ANR 1 mois | 0,72 | 59% |
| ANR 3 mois | 0,70 | 65% |
| ANR 6 mois | 0,86 | 33% |

De plus, afin de tenir compte d'une dégradation d'ANR au 31 décembre 2008, anticipée par les analystes et confirmée à ce jour par les sociétés ayant publié leur ANR (baisse de 7,1% pour Foncier Paris France, 8,5% pour Klepierre, 9,1% pour Silic, 10,7% pour Unibail-Rodamco, 11,1% pour Klemurs, 13% pour Foncière des Murs, 15,7% pour Cegereal, 19,9% pour Société Foncière Lyonnaise et 25% pour Eurosic ; seule Mercialys affiche une progression de 5,1%), nous avons effectué une analyse de sensibilité à une baisse de l'ANR de 10% au 31 décembre 2008. La dette estimée a été considérée comme identique à celle publiée au 30 juin 2008 pour les sociétés de l'échantillon.

L'application de la régression aux paramètres de Gecimed au 31 décembre 2008 conduit à l'obtention d'une fourchette de valeurs comprise entre 0,58 euro (sur la base du cours spot au 24 février 2009) et 0,83 euro (sur la base du cours moyen pondéré 6 mois). Le prix offert fait ressortir une prime comprise entre 39% et 97% sur ces valeurs.

4.25 Actualisation des flux de trésorerie (à titre d'information)

La société a établi un plan d'affaires intégrant la livraison des projets en développement mais ne modélisant ni acquisition ni cession sur la durée du plan. Le plan prévisionnel a été établi spécifiquement pour les besoins de la présente opération et ne reflète pas les perspectives de la société, dont l'avenir ne peut s'envisager sans une recapitalisation.

L'approche par actualisation des flux de trésorerie nous paraît dès lors difficile à mettre en œuvre, étant de plus observé que la détermination d'un taux d'actualisation dans le contexte actuel des marchés financiers et compte tenu de l'importance de l'endettement de Gecimed, se révèle délicate. Les travaux ci-après sont ainsi présentés à titre d'information.

Spécificités du plan prévisionnel et hypothèses d'activité

Le management de la société Gecimed a établi un business plan, dans le cadre de la présente opération, portant sur la période 2009-2011 en retenant les principales hypothèses suivantes :

- le chiffre d'affaires de la société augmente de façon significative en 2009 (+16,3 %) et 2010 (+17,2 %) puis de 2,3% en 2011. Cette augmentation s'explique notamment par :
 - ✓ l'acquisition de la clinique du Grand Pré à Clermont-Ferrand le 17 juin 2008 (établissement psychiatrique de 144 lits) ;
 - ✓ la construction de l'hôpital du Havre (356 lits) qui devrait être livré fin 2009 ;
 - ✓ le développement à La Roche-sur-Yon d'un EHPAD de 73 lits et d'une résidence pour personnes âgées non médicalisée de 35 appartements, dont la livraison devrait intervenir au milieu de l'année 2009 ;
- la rentabilité d'exploitation représente 93,1 % en 2009 puis 93,7 % en 2010 et 2011. Ce taux de rentabilité est expliqué par la nature des baux (triple net) ;
- la valeur des immeubles ne varie pas. Il convient de noter qu'une telle variation n'aurait pas d'impact sur les flux générés par la société. Néanmoins, la baisse de la valeur du patrimoine de la société pourrait entraîner le dépassement des covenants autorisés par les banques ;
- s'agissant d'une SIIC, seuls les produits financiers sont imposables au taux normal. Aucun impôt n'a donc été constaté sur la durée du plan ;
- sur 2007 et 2008, le BFR représente respectivement 20 et 29 jours de chiffre d'affaires. Cependant, ces deux années ne peuvent être considérées comme normatives car la société a développé plusieurs projets immobiliers qui ont impacté son BFR. Sur la durée du plan prévisionnel, la variation de BFR a été considérée comme nulle ;
- les investissements représentent 52 M€ (en 2009 poursuite et achèvement des projets présentés ci-dessus) puis 3 M€ en 2010.

Pour la mise en œuvre de nos travaux, nous nous sommes fondés sur le plan prévisionnel qui nous a été communiqué et nous avons :

- étendu le plan sur 7 années supplémentaires pour parvenir à l'échéance moyenne des baux Générale de Santé et Orpea (soit 12 ans, sur la base de durées comprises entre 10 et 14 ans), en retenant une augmentation du chiffre d'affaires de 2% par an et un taux de

rentabilité d'exploitation de 93,7 %. Les autres hypothèses sont similaires à celles retenues par le management pour la construction du plan 2009-2011 ;

- déterminé un flux normatif fondé sur les mêmes hypothèses (augmentation du chiffre d'affaires de 2 %, taux de marge de 93,7 %, pas d'impôt, pas de variation de la valeur du patrimoine, pas d'investissement).

La dette nette retenue a été calculée sur la base des comptes consolidés de la société Gecimed au 31 décembre 2008.

Coût moyen pondéré du capital et taux de croissance à l'infini

La méthode classique de calcul du coût moyen pondéré du capital n'a pas pu être retenue. En effet, l'impact de la crise financière sur le cours de bourse des foncières induit un ratio de dette sur capitalisation de 260 % en moyenne sur notre échantillon, qui rend la méthode de calcul des betas incohérente.

Les méthodes habituellement retenues pour valoriser les sociétés très endettées (la méthode Adjusted Present Value par exemple, souvent retenue pour valoriser les sociétés sous LBO) ne peuvent être retenues ici, les frais financiers n'engendrant pas au cas particulier d'économie fiscale. Dans le même esprit, la dette étant totalement adossée à la valeur des actifs, il est difficile de prendre en compte une juste valeur de la dette qui serait inférieure à sa valeur nominale, malgré la hausse très significative des spreads de crédit (la prime de CDS de maturité 5 ans atteint 1000 points de base sur Gecina).

Par ailleurs, les caractéristiques mêmes de Gecimed rendent complexe la détermination d'un taux d'actualisation :

- la qualité et la durée des baux (12 ans en moyenne) diminuent le risque d'exploitation de la société ;
- le niveau élevé d'endettement de la société augmente au contraire sensiblement son risque.

En retenant le taux de 7% utilisé par l'expert immobilier de Gecimed dans le cadre de son analyse d'actualisation des flux, taux justifié par la qualité des actifs mais ne prenant pas en compte le risque lié à l'endettement de la société, la valeur ressort (avec une valeur terminale calculée par capitalisation du dernier flux à 7%), logiquement à un niveau proche de l'actif net réévalué de la société.

En retenant un taux de 11% (sur la base du coût des fonds propres moyen déterminé par Associés en Finance pour les 3 sociétés foncières suivies) et une croissance infinie de 2% (cohérente avec l'inflation cible dans la zone Euro et l'évolution du coût historique de l'indice du coût de la construction, hors période d'inflation des années 70), la valeur devient négative.

Nous observons que les analystes utilisent des taux compris dans une fourchette de 8 à 10%² pour valoriser les principales foncières.

Nous donnons ci-après à titre d'information la sensibilité de la valeur en fonction du taux d'actualisation et de croissance infinie retenu, étant observé que nous avons privilégié un taux d'actualisation situé dans la fourchette haute (9% à 10%) eu égard aux caractéristiques de la société :

² Notes d'analystes publiées sur les principales sociétés foncières depuis novembre 2008 et notamment note de la Société Générale du 30 janvier 2009 sur Gecina, dans laquelle le taux d'actualisation retenu est de 9,8%.

En euro par action

| | | Croissance à l'infini | | |
|------|--------|-----------------------|-------|-------|
| | | 1,75% | 2,00% | 2,25% |
| WACC | 9,00% | 1,69 | 2,06 | 2,45 |
| | 9,25% | 1,31 | 1,65 | 2,02 |
| | 9,50% | 0,96 | 1,28 | 1,62 |
| | 9,75% | 0,63 | 0,92 | 1,24 |
| | 10,00% | 0,31 | 0,59 | 0,89 |

Une très forte sensibilité de la valorisation aux paramètres financiers retenus est observée, liée à l'importance de l'endettement de la société Gecimed. Ceci conforte le fait que cette méthode ne peut pas être utilisée directement pour valoriser la société dans le contexte actuel de marché.

4.3. Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, le prix offert dans le cadre de la présente offre publique d'achat, soit 1,15 euro par action, fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

| Méthode | Banque présentatrice | | Expert indépendant | | Prime / (décote) à 1,15 € | |
|--|----------------------|------|--------------------|------|---------------------------|--------|
| | bas | haut | bas | haut | +bas | +haut |
| Transaction de référence | | 0,70 | | 0,70 | | 64,3% |
| Achats réalisés par Gecina entre janvier et avril 2008 | n/a | | 1,78 | 2,08 | -35,4% | -44,7% |
| Cours de bourse | | | | | | |
| - spot au 29/12/2008 | | 0,65 | | 0,65 | | 76,9% |
| - moyenne un mois | | 0,60 | | 0,60 | | 92,1% |
| - moyenne trois mois | | 0,72 | | 0,72 | | 59,2% |
| - moyenne six mois | | 0,88 | | 0,88 | | 31,3% |
| - moyenne douze mois | | 1,38 | | 1,38 | | -16,6% |
| Objectif de cours de l'analyste | | 0,90 | | 0,90 | | 27,8% |
| ANR 31/12/2008 | | 2,30 | | 2,30 | | -50,0% |
| ANR dilué après augmentation de capital projetée | | 1,48 | | 1,48 | | -22,3% |
| Régression linéaire : x ANR / LTV * | | | | | | |
| - spot | | 0,81 | | 0,61 | | 87,4% |
| - moyenne un mois | | 0,70 | | 0,72 | | 59,3% |
| - moyenne trois mois | | 0,84 | | 0,70 | | 65,4% |
| - moyenne six mois | | n/a | | 0,86 | | 33,3% |

* Date de référence : 29/12/2008 pour la banque présentatrice, 24/02/2009 pour l'expert indépendant

5. Evaluation de Gecina et parité

Ainsi que décrit en partie 1.2, l'offre publique propose une alternative, Gecina s'engageant :

- soit à acquérir les actions de la société Gecimed à un prix de 1,15 euro par action Gecimed apportée (la branche Achat) ;
- soit à échanger les actions de la société Gecimed selon une parité de 1 action Gecina pour 37 actions Gecimed apportées (la branche Echange).

La note d'information précise que « les actionnaires de Gecimed pourront combiner comme ils l'entendent l'apport d'une partie de leurs actions Gecimed à la Branche Achat et l'apport d'une autre partie de leurs actions Gecimed à la Branche Echange ».

Nous observons que le patrimoine de la société Gecimed représente 5,6% de celui de Gecina.

A l'effet d'apprécier le caractère équitable du rapport d'échange proposé, nous avons déterminé :

- la parité ressortant d'une comparaison directe des valeurs unitaires des titres des sociétés Gecina et Gecimed, sur la base des approches jugées pertinentes pour les deux sociétés ;
- la prime ou la décote offerte par l'offre en titres par rapport à l'offre en numéraire de 1,15 euro par action Gecimed.

5.1. Méthodes d'évaluation écartées

Comme dans l'évaluation de Gecimed, nous avons écarté les méthodes suivantes :

- méthode du rendement ;
- méthode des transactions comparables.

Par ailleurs, au cas particulier de la société Gecina, les approches suivantes n'ont pu être mises en œuvre :

- références aux opérations intervenues antérieurement sur le capital de la société : les dernières opérations relatives à la société Gecina sont liées au projet de séparation de Gecina et de Metrovacesa³. Il s'agit de :
 - l'offre publique de rachat d'action de novembre 2007 : cette opération n'a pas été retenue car elle a été déclarée non conforme par l'AMF ;
 - l'absorption de la SIF par Gecina en décembre 2007 : nous n'avons pas pu retenir cette opération car elle est ancienne et ne faisait pas apparaître de valorisation directe de la société Gecina mais uniquement des parités ;
- actualisation des flux de trésorerie prévisionnels. En effet, nous n'avons pas obtenu de plan prévisionnel pour la société Gecina.

³ Suite à la bataille boursière intervenue en 2006 sur la société Metrovacesa (maison mère de Gecina), un accord a été conclu le 19 février 2007 entre les actionnaires rivaux, le groupe Sanahuja, d'une part, et Monsieur Rivero et Monsieur Soler, d'autre part, ayant pour objet le dénouement des participations de Metrovacesa dans Gecina et de Messieurs Rivero et Soler dans Metrovacesa. Cet accord prévoit la séparation capitalistique de Metrovacesa et Gecina.

A l'issue des opérations prévues dans cet accord, le groupe Sanahuja devait devenir le principal actionnaire de Metrovacesa et Messieurs Rivero et Soler devaient prendre le contrôle de Gecina.

La restructuration en cours de la dette de la famille Sanahuja étant susceptible d'amener un changement de contrôle de Metrovacesa, (reprise par un pool de banques espagnoles), la direction de Gecina a décidé en décembre 2008 de suspendre la mise en œuvre de ce plan jusqu'à stabilisation de l'actionariat.

L'entrée d'un pool de banques à hauteur de 65,5 % dans le tour de table de Metrovacesa a été finalisée le 23 février 2009.

5.2. Méthodes d'évaluation retenues

Remarque liminaire

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions existant après addition des actions à provenir de l'exercice des stock-options, et après soustraction des actions propres. Le nombre d'actions dilué est déterminé selon la méthode de la dilution totale avec prise en compte de la trésorerie provenant de l'exercice des options.

Le nombre d'actions ainsi déterminé ressort à 60 523 157 actions. La dette nette ressortant des comptes provisoires au 31 décembre 2008 de la société Gecina a ainsi été réduite de 92,5 M€ après prise en compte du prix de souscription des actions issues de l'exercice des stock-options.

En ne retenant que les stock options « dans la monnaie » au jour de notre rapport, le nombre d'actions à retenir ressort à 59 397 925. L'écart sur la valeur unitaire des titres Gecina induit (méthode de l'ANR notamment) reste cependant peu significatif (impact à la hausse de la valeur de 0,5%). Dans ce contexte, nous avons réalisé nos analyses sur la base d'un nombre de titres totalement dilué, tel que présenté par la société dans sa communication financière.

5.21 Référence au cours de bourse de la société

L'action Gecina (code ISIN FR0010040865) est admise sur le compartiment A du marché Euronext Paris de NYSE Euronext. Elle fait partie des indices Cac Mid 100, SBF 120, FTSE4GOOD, EPRA et GPR 250.

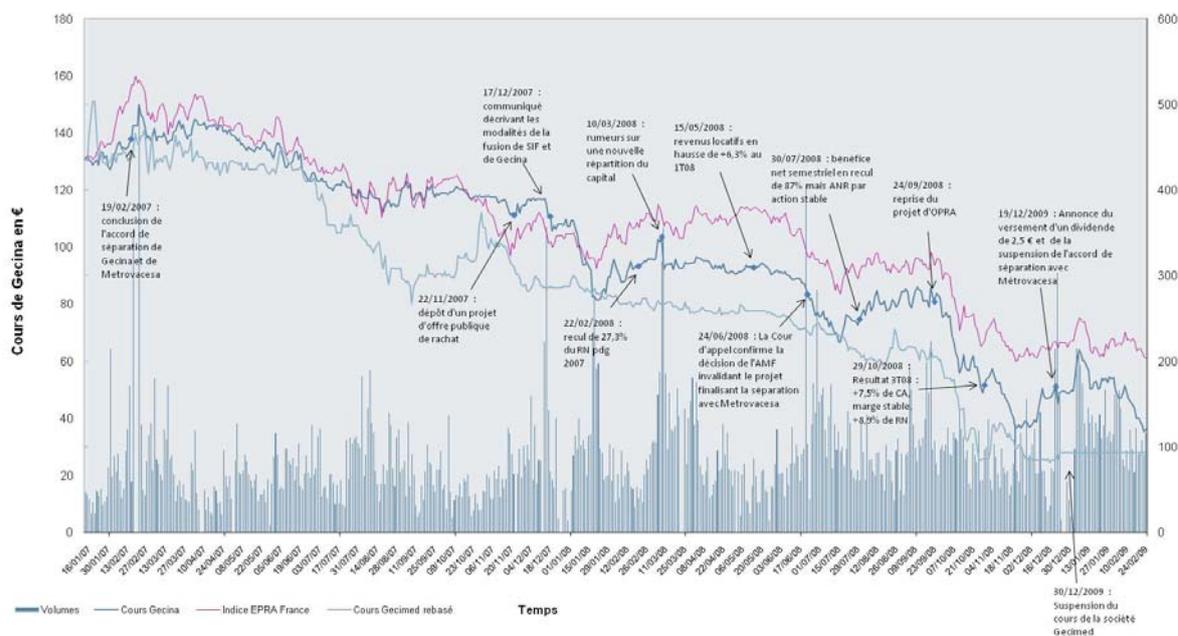
Les caractéristiques de cotation de la société sont les suivantes :

- Flottant : environ 28,67 %,
- Liquidité : 0,57 % du flottant échangé par jour de bourse en moyenne sur la dernière année (données Datastream).

| Période | Volume quotidien moyen | | Volume cumulé | |
|---------|-------------------------|---------------|-------------------------|---------------|
| | Nombre de titres (000') | % du flottant | Nombre de titres (000') | % du flottant |
| 1 mois | 113,0 | 0,63% | 2 486,8 | 13,89% |
| 3 mois | 111,4 | 0,62% | 7 020,1 | 39,22% |
| 6 mois | 103,9 | 0,58% | 13 408,5 | 74,90% |
| 1 an | 101,8 | 0,57% | 26 068,3 | 145,62% |

Parcours boursier

Evolution du cours de bourse de Gecina sur 2 ans jusqu'au 24 février



Depuis début 2007, le cours de Gecina a baissé progressivement en suivant l'évolution de l'indice des foncières. Le cours a également été impacté par l'annonce, le 19 février 2007, du projet de séparation de Gecina et de Metrovacesa.

Dans ce cadre, un projet d'offre publique de rachat avait été déposé le 22 novembre 2007 et les modalités de la fusion entre les sociétés SIF et Gecina ont été annoncées le 17 décembre 2007 (fusion intervenue en janvier 2008). Le 13 décembre 2007, l'AMF a déclaré l'offre publique de rachat non conforme.

En 2008, le cours de bourse de Gecina a évolué en ligne avec celui des autres sociétés foncières. Les mouvements sur le titre se sont accélérés au cours des derniers mois de l'exercice 2008, dans le contexte de crise financière qui a entraîné une baisse des cours des sociétés foncières, ainsi qu'illustré par la chute de l'indice EPRA France.

Le cours a également été affecté par les éléments suivants :

- le 24 juin 2008, la cour d'appel de Paris a confirmé la décision de l'AMF invalidant le projet d'offre publique de rachat ;
- le 24 septembre 2008, la société Gecina a annoncé la reprise du projet d'offre publique de rachat de ses titres ;
- le 19 décembre 2008, la société Gecina a annoncé le versement d'un acompte sur le dividende 2008 de 2,50 euros par action devant intervenir le 30 janvier 2009, ainsi que la suspension de l'accord de séparation avec la société Metrovacesa.

Le cours de Gecina a fortement diminué sur le mois de février 2009 puisqu'il est passé de 50,37 euros le 2 février 2009 à 36,13 euros le 24 février 2009.

Analyse du cours de bourse historique de la société Gecina

Nous retenons comme dates de référence pour notre analyse les cours :

- au 29 décembre 2008, veille de l'annonce de l'acquisition d'un bloc de titres Gecimed par Gecina auprès d'ISM
- au 24 février 2009, à l'effet de tenir compte de l'évolution du cours de Gecina depuis la transaction.

Les résultats de cette étude se présentent comme suit :

| Périodes (en euros) | Cours de Gecina | |
|-----------------------|-----------------|------------|
| | 29/12/2008 | 24/02/2009 |
| Spot | 48,71 | 36,13 |
| Moyen pondéré 1 mois | 44,69 | 47,04 |
| Moyen pondéré 3 mois | 51,95 | 48,85 |
| Moyen pondéré 6 mois | 66,29 | 58,07 |
| Moyen pondéré 12 mois | 78,78 | 72,12 |
| Plus haut 12 mois | 109,30 | 103,47 |
| Plus bas 12 mois | 36,48 | 35,31 |

Source

Datastream

Objectifs de cours des analystes financiers

La société Gecina est suivie régulièrement par une dizaine d'analystes dont nous avons étudié les notes sur la période allant de février 2008 à février 2009.

Eu égard au contexte économique récent et aux annonces sur l'entrée au capital de Metrovacesa d'un pool de banques, qui peuvent affecter l'accord de séparation et modifier les perspectives de Gecina, nous avons limité notre analyse aux notes faisant référence à la suspension de l'accord de séparation, soit un total de 5 notes publiées depuis le 4 décembre 2008.

Sur cette base, la fourchette des objectifs de cours des analystes s'établit entre 32 et 54 euros, pour une moyenne de 45 euros et une médiane de 47 euros.

| Analyste | Date de la note | Prix cible |
|-------------------|-----------------|-------------|
| Kempen & Co | 02/02/2009 | 47,0 |
| Société Générale | 30/01/2009 | 42,0 |
| Morgan Stanley | 29/01/2008 | 32,0 |
| Natixis | 22/12/2008 | 54,0 |
| Exane BNP Paribas | 11/12/2008 | 50,8 |
| Moyenne | | 45,2 |
| Min | | 32,0 |
| Max | | 54,0 |

Parités ressortant du rapport des cours de bourse des deux sociétés Gecimed et Gecina

| Valeurs (en euros) | Valeur Gecimed | Valeur Gecina | Nombre de titres Gecimed pour 1 Gecina | Prime (1 pour 37) |
|---------------------------------------|----------------|---------------|--|-------------------|
| Cours de bourse | | | | |
| Gecimed et Gecina au 29 décembre 2008 | 0,65 | 48,71 | 75 | 102,5% |
| Spot * | 0,65 | 36,13 | 56 | 50,2% |
| Moyen pondéré 1 mois * | 0,60 | 47,04 | 79 | 112,3% |
| Moyen pondéré 3 mois * | 0,72 | 48,85 | 68 | 82,8% |
| Moyen pondéré 6 mois * | 0,88 | 58,07 | 66 | 79,2% |
| Moyen pondéré 12 mois * | 1,38 | 72,12 | 52 | 41,4% |
| Objectif de cours | 0,90 | 45,00 | 50,00 | 35,1% |

* Gecimed au 29 décembre 2008 - Gecina au 24 février 2009

Le rapport entre les cours de bourse des sociétés conduit à une parité comprise entre 52 et 79 actions Gecimed pour 1 action Gecina. La parité proposée de 37 actions Gecimed pour 1 action Gecina offre des primes de 41% à 112% au bénéfice des actionnaires de Gecimed.

5.22 Actif net réévalué

Commentaire préliminaire

La société Gecina communique sur un ANR lots, calculé à partir des fonds propres consolidés qui intègrent la juste valeur en bloc hors droits des immeubles de placement et destinés à la vente ainsi que des instruments dérivés, à laquelle s'ajoutent :

- les plus-values latentes sur les immeubles valorisés au bilan à leur coût historique tels que l'immeuble d'exploitation, les immeubles en stock et les immeubles en construction ou restructuration, calculées à partir des valeurs d'expertise en bloc hors droits déterminées par des experts indépendants ;
- les plus-values latentes résultant de la différence entre les valeurs d'expertise lots hors droits pour les immeubles résidentiels⁴ et les valeurs d'expertise bloc hors droits pour les immeubles tertiaires d'une part, et la valeur inscrite au bilan d'autre part ;
- la fiscalité latente afférente aux sociétés mises en équivalence ne relevant pas du régime SIIC ;
- un retraitement en juste valeur des dettes financières cotées.

La société nous a également communiqué le détail de calcul d'un ANR bloc, qui est celui traditionnellement publié par les sociétés foncières, étant observé que la seule différence réside au niveau de la valorisation des actifs résidentiels.

| ANR Gecina (En €) | ANR Bloc | | | ANR lots | | |
|------------------------|-----------|------------|-----------|-----------|------------|-----------|
| | 31-déc-08 | 30-juin-08 | 31-déc-07 | 31-déc-08 | 30-juin-08 | 31-déc-07 |
| ANR (dilué) par action | 115,43 | 129,45 | 130,92 | 128,29 | 141,47 | 142,55 |

L'actif net réévalué de Gecina au 31 décembre 2008 est en baisse :

- de 12 % par rapport au 31 décembre 2007 pour l'ANR bloc ;

⁴ Seule nature d'actifs retraitée sur la base d'une valeur lot

- de 10 % par rapport au 31 décembre 2007 pour l'ANR lots.

Cette diminution s'explique essentiellement par la baisse de valeur des actifs et de la valorisation de la dette au 31 décembre 2008.

Nous observons que la société a réintégré dans ses calculs l'acompte sur dividende, décidé en décembre 2008 et versé le 30 janvier 2009, qui a été traité en dettes au 31 décembre 2008 (2,5 euros par action, soit un total de 148,6 millions d'euros).

A la date de nos travaux, soit postérieurement à la distribution, le niveau d'ANR dilué se présente comme suit :

| ANR Gecina (En €) | ANR Bloc 31-déc-08 | ANR lots 31-déc-08 |
|------------------------------|-----------------------|-----------------------|
| = ANR (dilué) par action (€) | 112,97 | 125,84 |

Ce niveau d'ANR a été retenu pour nos travaux faisant référence au 31 décembre 2008.

Valeur des actifs immobiliers

Au 31 décembre 2008, le portefeuille du groupe comprend plus de 400 actifs répartis comme suit (valeur en bloc) :

| en M€ | Juste valeur 2008 |
|-------------------------------|----------------------|
| Immeubles de placement | 9 831 |
| Immeubles en restructuration | 387 |
| Immeubles d'exploitation | 71 |
| Immeubles destinés à la vente | 730 |
| Total (valeur nette) | 11 019 |

*Soit une valeur
lot de 12,4 Md€*

Les travaux de valorisation des actifs immobiliers sont réalisés par des experts immobiliers reconnus (CBRE essentiellement, mais également Foncier Expertise, Drivers Jonas, Catella et Jones Lang Lasalle).

Nous avons pris connaissance du tableau de valorisation détaillé qui nous a été communiqué et avons :

- effectué des contrôles de cohérence sur l'évolution des actifs, par rapport aux valeurs existant au 31 décembre 2007 et par rapport à l'évolution globale du marché ;
- sélectionné les actifs les plus significatifs et ceux présentant des variations de valeur importantes entre les clôtures 2007 et 2008 afin de procéder à une analyse détaillée des expertises sous-jacentes. Nous avons ainsi procédé à une revue des expertises pour 21 actifs, représentant 27% de la juste valeur des immeubles de placement au 31 décembre 2008.

Nous observons que l'évaluation hors frais et droits d'enregistrement des actifs immobiliers est faite de manière homogène, sur la base d'une approche multicritère :

- ✓ capitalisation du revenu effectif net (loyers nets des charges non récupérables sur le locataire) ;

- ✓ approche par actualisation des flux générés par la location de l'immeuble mise en œuvre en retenant les principales hypothèses suivantes (cette méthode n'a pas été mise en œuvre pour valoriser les immeubles d'habitation) ;
- ✓ valorisation par comparaison directe.

Soit des méthodes de valorisation classiques s'agissant d'actifs immobiliers.

Parités induites par le rapport des ANR par action des deux sociétés :

| Valeurs (en euros) | Valeur Gecimed | Valeur Gecina | Nombre de titres Gecimed pour 1 Gecina | Prime (1 pour 37) |
|--|----------------|---------------|--|-------------------|
| Actif net réévalué (Gecina en bloc) | | | | |
| ANR 30/06/2008 | 2,63 | 129,45 | 49 | 33,0% |
| ANR 31/12/2008e | 2,30 | 112,97 | 49 | 32,8% |
| Actif net réévalué (Gecina en lots) | | | | |
| ANR 30/06/2008 | 2,63 | 141,47 | 54 | 45,4% |
| ANR 31/12/2008e | 2,30 | 125,84 | 55 | 47,9% |

Le rapport entre les actifs nets réévalués des deux sociétés conduit à une parité comprise entre 49 et 55 actions Gecimed pour 1 action Gecina. La parité proposée de 37 actions Gecimed pour 1 action Gecina offre des primes de 33% à 48% au bénéfice des actionnaires de Gecimed.

5.23 Comparables boursiers : régression linéaire mettant en regard décote sur ANR et ratio LTV

Nous avons retenu la même méthodologie que celle présentée au paragraphe 4.24 ci-dessus pour Gecimed :

- échantillon constitué de toutes les foncières significatives ;
- analyses sur la base des cours spot au 24 février 2009 et moyennes pondérées 1 mois, 3 mois et 6 mois.

Les sociétés foncières constituant l'échantillon n'ayant pas toutes publié leur ANR au 31 décembre 2008, cette analyse a été réalisée sur la base des ANR et de la dette au 30 juin 2008. Une sensibilité à une baisse prévisible des ANR de 10% au 31 décembre 2008 a également été réalisée.

Sur la base de l'ANR Bloc dilué au 30 juin 2008 pour l'analyse directe, la parité induite se présente comme suit :

| Valeurs (en euros) | Valeur Gecimed | Valeur Gecina | Nombre de titres Gecimed pour 1 Gecina | Prime (1 pour 37) |
|--|----------------|---------------|--|-------------------|
| Régression linéaire : x ANR / LTV au 30/06/08 | | | | |
| ANR décoté spot | 0,61 | 60,98 | 99 | 168,5% |
| ANR décoté 1 mois | 0,72 | 63,66 | 88 | 138,4% |
| ANR décoté 3 mois | 0,70 | 63,10 | 90 | 143,6% |
| ANR décoté 6 mois | 0,86 | 71,01 | 82 | 122,5% |
| <i>base : 24 février 2009</i> | | | | |

Le rapport entre les valeurs par action obtenues pour les deux sociétés conduit à une parité comprise entre 82 et 99 actions Gecimed pour 1 action Gecina. La parité proposée de 37 actions Gecimed pour 1 action Gecina offre des primes de 122% à 168% au bénéfice des actionnaires de Gecimed.

L'analyse de sensibilité, par application de la régression aux paramètres de Gecina au 31 décembre 2008 conduit à une fourchette de parités comprise entre 80 et 97 actions Gecimed. La parité proposée offre ainsi des primes de 117,3% à 162,2% au bénéfice des actionnaires de Gecimed.

5.3. Synthèse de nos travaux d'analyse

5.31 Parités issues d'une comparaison directe entre la valeur unitaire des titres des deux sociétés et primes induites

La parité proposée de 1 action Gecina pour 37 actions Gecimed fait ressortir les primes suivantes par rapport aux rapports de valeurs par action des deux sociétés résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

| Valeurs (en euros) | Valeur Gecimed | Valeur Gecina | Nombre de titres Gecimed pour 1 Gecina | Prime (1 pour 37) | Prime banque représentative |
|---|----------------|---------------|--|-------------------|-----------------------------|
| Cours de bourse | | | | | |
| Gecimed et Gecina au 29 décembre 2008 | 0,65 | 48,71 | 75 | 102,5% | 102,5% |
| Spot * | 0,65 | 36,13 | 56 | 50,2% | 50,2% |
| Moyen pondéré 1 mois * | 0,60 | 47,04 | 79 | 112,3% | 112,1% |
| Moyen pondéré 3 mois * | 0,72 | 48,85 | 68 | 82,8% | 83,3% |
| Moyen pondéré 6 mois * | 0,88 | 58,07 | 66 | 79,2% | 78,6% |
| Moyen pondéré 12 mois * | 1,38 | 72,12 | 52 | 41,4% | 40,5% |
| Objectif de cours | 0,90 | 45,00 | 50 | 35,1% | 44,7% |
| Actif net réévalué (Gecina en bloc) | | | | | |
| ANR 30/06/2008 | 2,63 | 129,45 | 49 | 33,0% | n/a |
| ANR 31/12/2008e | 2,30 | 112,97 | 49 | 32,8% | n/a |
| Actif net réévalué (Gecina en lots) | | | | | |
| ANR 30/06/2008 | 2,63 | 141,47 | 54 | 45,4% | n/a |
| ANR 31/12/2008e | 2,30 | 125,84 | 55 | 47,9% | 50,8% |
| Régression linéaire : x ANR / LTV (Gecina en bloc) | | | | | |
| ANR décoté spot | 0,61 | 60,98 | 99 | 168,5% | 135,2% |
| ANR décoté 1 mois | 0,72 | 63,66 | 88 | 138,4% | 184,8% |
| ANR décoté 3 mois | 0,70 | 63,10 | 90 | 143,6% | 156,1% |
| ANR décoté 6 mois | 0,86 | 71,01 | 82 | 122,5% | n/a |

* Gecimed au 29 décembre 2008 - Gecina au 24 février 2009

5.32 Prime offerte par rapport à la Branche Achat de l'Offre correspondant à un prix de 1,15 euros par action Gecimed

| Valeurs (en euros) | Valeur Gecina | Prix d'offre 1,15€ = 1 pour | Prime si 1 pour 37 | Prime banque représentatrice |
|---|---------------|-----------------------------|--------------------|------------------------------|
| Cours de bourse | | | | |
| Gecimed et Gecina au 29 décembre 2008 | 48,71 | 42 | 14,5% | 14,5% |
| Spot * | 36,13 | 31 | -15,1% | -15,1% |
| Moyen pondéré 1 mois * | 47,04 | 41 | 10,6% | 10,4% |
| Moyen pondéré 3 mois * | 48,85 | 42 | 14,8% | 15,1% |
| Moyen pondéré 6 mois * | 58,07 | 50 | 36,5% | 36,0% |
| Moyen pondéré 12 mois * | 72,12 | 63 | 69,5% | 69,1% |
| Objectif de cours | 45,00 | 39 | 5,8% | 13,3% |
| Actif net réévalué (Gecina en bloc) | | | | |
| ANR 30/06/2008 | 129,45 | 113 | 204,2% | n/a |
| ANR 31/12/2008e | 112,97 | 98 | 165,5% | n/a |
| Actif net réévalué (Gecina en lots) | | | | |
| ANR 30/06/2008 | 141,47 | 123 | 232,5% | n/a |
| ANR 31/12/2008e | 125,84 | 109 | 195,7% | 201,5% |
| Régression linéaire : x ANR / LTV (Gecina en bloc) | | | | |
| ANR décoté spot | 60,98 | 53 | 43,3% | 66,2% |
| ANR décoté 1 mois | 63,66 | 55 | 49,6% | 72,8% |
| ANR décoté 3 mois | 63,10 | 55 | 48,3% | 86,5% |
| ANR décoté 6 mois | 71,01 | 62 | 66,9% | n/a |

* Gecimed au 29 décembre 2008 - Gecina au 24 février 2009

Le rapport des valeurs de Gecina par action sur le prix d'offre de 1,15 euro pour l'action Gecimed fait ressortir des parités comprises entre 31 et 123 actions Gecimed pour 1 action Gecina.

L'offre d'échange qui propose d'échanger 37 actions Gecimed pour 1 action Gecina apparaît ainsi plus favorable que l'offre en cash tant que la valeur de Gecina reste supérieure à 42,50 €.

6. Analyse des éléments d'appréciation du prix mentionnés dans la note d'information

6.1. Valorisation de Gecimed

6.11 Présentation des méthodes écartées et retenues

Méthodes d'évaluation écartées

- Méthode du rendement
- Multiples de transactions et sociétés comparables
- Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Méthodes d'évaluation retenues

- Transactions intervenues sur le titre Gecimed
- Actif net réévalué (ANR)

- Méthode analogique : décote sur actif net réévalué ajustée de l'impact de la structure financière
- Cours de bourse récents
- Objectifs de cours des analystes

6.12 Méthodes d'évaluation écartées

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur le fait d'avoir écarté la méthode du rendement et des multiples de transactions comparables.

La valorisation par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels n'a pas été mise en œuvre par la banque présentatrice en raison du fort endettement de Gecimed, qui conduit à des résultats extrêmement sensibles au taux d'actualisation retenu. Nous ne l'avons présentée qu'à titre d'information.

6.13 Méthodes d'évaluation retenues

Transactions intervenues sur le titre Gecimed

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur la référence à la cession par ISM de sa participation de 19,13% dans Gecimed au prix de 0,70 euro par action le 30 décembre 2008.

Nous avons considéré la fourchette de prix d'achat sur le marché de titres Gecimed par Gecina représentant un total de 0,48% du capital de Gecimed entre le 4 janvier et le 17 avril 2008, soit 1,78 à 2,08 euros.

Actif net réévalué

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur la référence à l'actif net réévalué, telle que présentée dans la note d'information, soit 2,30 euros par action Gecimed.

Cours de bourse et objectifs de cours des analystes

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur la référence au cours de bourse, telle que présentée dans la note d'information. Les cours moyens présentés sur différentes périodes (spot et 1 à 12 mois) ressortent entre 0,60 et 1,38 euro.

La référence aux objectifs de cours des analystes (0,90 euro par action), considérée comme une référence par la banque conseil, est présentée comme une analyse complémentaire à celle des cours de bourse dans nos travaux.

Méthode analogique - Décote sur actif net réévalué ajustée de l'impact de la structure financière

Comme la banque conseil, nous avons mené une analyse de régression linéaire mettant en regard décote sur ANR et ratio LTV, sur la base d'un échantillon de sociétés foncières présentant un niveau de flottant et une liquidité suffisante.

Contrairement à la banque conseil, nous n'avons pas retenu les sociétés Peref, Inea et Foncière 6 et 7, les volumes d'échange restant peu significatifs sur ces sociétés et la valeur de leurs actifs faible. En revanche, nous avons intégré la société Foncière des Murs, eu égard notamment à la valeur de son patrimoine.

S'agissant de la date de référence, nous avons réalisé nos calculs en date du 24 février 2008, tandis que la banque conseil a retenu la date du 29 décembre 2008 pour toutes ses analyses.

Par ailleurs, nous avons effectué une analyse sur la base des cours moyens pondérés sur 6 mois, en complément de celle sur la base des cours spot, 1 mois et 3 mois.

Les différences d'échantillon et surtout de date d'analyse expliquent les différences de valeurs obtenues (entre 0,70 euro et 0,84 euro pour la banque, entre 0,61 euro et 0,86 euro selon nos travaux).

6.2. Valorisation de Gecina

6.21 Présentation des méthodes écartées et retenues

Méthodes d'évaluation écartées

- Méthode du rendement
- Multiples de transactions comparables
- Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels
- Transactions intervenues sur le titre Gecina

Méthodes d'évaluation retenues

- Actif net réévalué (ANR)
- Méthode analogique : décote sur l'actif net réévalué ajustée de l'impact de la structure financière
- Cours de bourse récents
- Objectifs de cours des analystes

6.22 Méthodes d'évaluation écartées

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur les méthodes écartées.

6.23 Méthodes d'évaluation retenues

Actif net réévalué

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur la référence à l'actif net réévalué, telle que présentée dans la note d'information, étant précisé que nous avons fait référence non seulement à l'ANR lot tel que publié par Gecina et présenté par la banque conseil (128,29 euros avant distribution et 125,84 euros après distribution intervenue le 30 janvier 2009), mais aussi à l'ANR bloc, agrégat généralement présenté par les sociétés foncières (115,43 euros avant distribution et 112,97 euros après distribution intervenue le 30 janvier 2009).

Cours de bourse

Nous n'avons pas d'observation à formuler sur la référence au cours de bourse, telle que présentée dans la note d'information. Nous n'avons cependant pas utilisé les mêmes sources d'information (Bloomberg pour la banque présentatrice, Datastream dans nos travaux).

Méthode analogique – régression linéaire mettant en regard décote sur actif net réévalué et ratio LTV

Tableau comparatif des valeurs obtenues (en euros) :

| Régression linéaire : x ANR / LTV | Expert indépendant | Banque représentative |
|-----------------------------------|--------------------|-----------------------|
| ANR décoté spot | 60,98 | 70,71 |
| ANR décoté 1 mois | 63,66 | 73,52 |
| ANR décoté 3 mois | 63,10 | 79,36 |
| ANR décoté 6 mois | 71,01 | n.c. |
| Date de référence | 24/02/2009 | 29/12/2008 |

S'agissant de l'échantillon et de la date de référence de l'analyse, nous avons les mêmes commentaires que ceux formulés pour Gecimed.

Les analyses présentées par la banque conseil ont été réalisées sur la base de l'ANR lots. Nous avons pour notre part privilégié une référence à l'ANR bloc, agrégat généralement retenu par les sociétés foncières comparables.

7. Attestation sur le caractère équitable du prix offert

Ainsi que rappelé en préambule, la présente offre fait suite à l'acquisition par Gecina, qui détenait déjà plus du tiers des titres de la société Gecimed, d'un bloc de titres représentant 9,4% du capital de cette dernière auprès de la société ISM.

Notre rapport est établi au titre du risque de conflit d'intérêts au sein du Conseil d'administration de la société Gecimed.

La société Gecina a indiqué qu'elle n'avait pas l'intention de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire quel que soit le résultat de l'offre publique alternative. Il ne nous appartient en conséquence pas de nous prononcer sur l'indemnisation des actionnaires dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire.

Il revient à l'AMF de se prononcer sur l'application de l'article 234-6 du règlement général de l'AMF aux acquisitions d'actions Gecimed que l'initiateur a réalisées entre le 4 janvier et le 17 avril 2008 à un prix compris entre 1,78 euro et 2,08 euros sur 0,48% du capital.

La présente offre publique alternative porte sur environ 52 % du capital de la société Gecimed.

Elle intervient dans un contexte économique particulièrement mouvementé, qui se caractérise notamment par :

- une chute des marchés financiers, qui s'est amplifiée depuis la fin du mois de septembre 2008 ;
- un durcissement des conditions d'emprunt auprès des établissements financiers ;
- la mise en œuvre de politiques de limitation de coûts des entreprises et une baisse attendue de la consommation des ménages qui pourraient avoir un impact négatif sur les revenus du secteur immobilier ;
- une remontée des taux de rendement des actifs sensible depuis le début de l'année 2008, qui entraîne une diminution de la juste valeur des actifs immobiliers détenus par les sociétés foncières. Or, les emprunts souscrits par les foncières sont en général soumis à l'engagement (« covenant ») de respecter un seuil maximal du ratio Endettement / Valeur des actifs. Afin d'éviter de dépasser ce seuil, les sociétés foncières

les plus endettées ont engagé des politiques de cession d'actifs qui vont se poursuivre sur 2009.

Au cas particulier de Gecimed :

- le ratio d'endettement sur valeur des actifs atteint 78% au 31 décembre 2008, soit un montant proche du seuil prévu dans les covenants pour le portefeuille acquis auprès de la Générale de Santé ;
- la société envisage de procéder à une augmentation de capital d'un montant de 100 millions d'euros au prix de 1 euro par action, correspondant à son nominal.

A l'issue de nos travaux sur la branche Achat, nous observons que :

- le prix offert dans le cadre de l'offre d'achat fait ressortir une prime de 64% par rapport au prix d'acquisition des titres Gecimed auprès d'ISM par Gecina, Scor et RBS. Cette transaction qui a déclenché l'offre publique obligatoire a été réalisée auprès d'un acteur de référence du marché immobilier, disposant d'une information approfondie sur la situation et les perspectives du marché. Elle nous paraît constituer une référence pertinente ;
- le prix proposé fait ressortir une décote de 16,6% sur les cours moyens pondérés sur 12 mois et de l'ordre de 40% sur les transactions réalisées par Gecina en bourse au début de l'année 2008 sur 0,48% du capital. Le cours ayant régulièrement baissé sur toute l'année 2008, le prix offre une prime de respectivement 77 % par rapport au cours spot du 29 décembre 2008 et une prime comprise entre 31 % et 92% par rapport aux cours de bourse moyens pondérés sur 1 à 6 mois ; l'opération offre ainsi aux actionnaires de Gecimed une liquidité immédiate à un prix très supérieur aux cours observés sur les derniers mois. L'offre fait également ressortir une prime de 28 % par rapport aux objectifs du bureau d'analyse qui suit la valeur ;
- le prix d'offre fait ressortir une décote significative (de l'ordre de 50%) par rapport à l'actif net réévalué par action de la société Gecimed. Cette décote significative doit être nuancée pour les deux raisons suivantes : la situation financière de la société nécessite une recapitalisation de 100 M€ qui devrait entraîner une dilution sensible de l'actif net réévalué par action (la décote est ramenée à 22,3% sur l'ANR dilué) ; par ailleurs, le marché s'attend à ce que les taux de capitalisation utilisés par les experts immobiliers continuent à croître sur l'année 2009 sans que la hausse des loyers ne vienne compenser la baisse de valeur qui s'ensuivrait. Une baisse de la valeur du parc immobilier au 30 juin 2009 n'est ainsi pas à exclure, entraînant une nouvelle baisse de l'ANR ;
- nous avons observé une corrélation forte entre la décote sur l'actif net réévalué présentée par les cours de bourse des principales foncières cotées (1 mois, 3 mois et 6 mois) et leurs niveaux d'endettement (représenté par le ratio Loan to Value ou LTV) : le prix d'offre fait ressortir des primes entre 33 % et 65 % sur la valeur de l'action Gecimed obtenue en utilisant les paramètres de la droite de régression ainsi déterminée ;
- l'analyse des flux futurs actualisés est difficile à mettre en œuvre dans les conditions de marché actuel : l'utilisation, à l'instar des experts immobiliers, d'un taux d'actualisation des flux sur la période explicite de l'ordre de 7% avec une valeur terminale calculée par capitalisation du dernier flux à 7%, taux cohérent avec la qualité des actifs détenus par Gecimed mais qui ne prend pas en compte le risque induit par la structure financière de la société, conduit à une valeur proche de l'ANR. A titre d'information, nous avons indiqué les valeurs qui ressortiraient d'une actualisation des flux à un taux compris entre 9 et 10% (taux en ligne avec ceux affichés par les analystes pour les sociétés du secteur) avec une croissance infinie à 2% pour déterminer la valeur terminale (valeurs comprises entre 0,59 et 2,06 euros, avec une valeur centrale à 1,28 euro).

A l'issue de nos travaux sur la branche Echange, nous observons que :

- sur la base des cours de bourse de Gecimed et Gecina au 29 décembre 2008, la parité envisagée de 1 action Gecina pour 37 actions Gecimed offre une prime de 102% aux actionnaires de Gecimed ; sur la base des cours moyens pondérés des 2 sociétés sur 12 mois calculée au 24 février 2009, la parité proposée offre une prime de 41% aux actionnaires de Gecimed ;
- sur la base des actifs nets réévalués de Gecimed et Gecina (ANR bloc pour cette dernière), la parité proposée fait ressortir une prime de l'ordre de 33% au bénéfice des actionnaires de Gecimed ;
- sur la base de l'analyse de régression linéaire mettant en regard les décotes sur ANR et les ratios LTV des foncières, la parité proposée fait ressortir des primes de plus de 120% quelle que soit la période d'analyse retenue, au bénéfice des actionnaires de Gecimed ;
- enfin l'offre d'échange apparaît plus favorable que l'offre cash tant que la valeur de Gecina reste supérieure à 42,5 euros. Le cours de bourse de Gecina a été volatile au cours des derniers jours, diminuant régulièrement depuis le 9 février, date à laquelle il atteignait 51,5 euros pour s'établir à 36 euros au 24 février 2009, les moyennes pondérées des cours sur 1 mois, 3 mois et 6 mois restant cependant toutes significativement supérieures à 42,5 euros. Les derniers objectifs de cours Gecina des analystes se situent entre 32 euros et 54 euros.

Dans ce contexte et dans les conditions actuelles de marché, nous sommes d'avis que le prix de 1,15 euro par action Gecimed que la société initiatrice Gecina envisage de proposer, supérieur aux derniers cours de bourse connus (depuis le 8 octobre 2008), est équitable d'un point de vue financier dans le cadre d'une offre publique à laquelle les actionnaires de la société Gecimed pourront ou non apporter leurs titres.

La parité de 1 action Gecina pour 37 actions Gecimed envisagée par Gecina dans le cadre de la branche Echange, qui offre des primes significatives par rapport aux rapports de valeurs par action des deux sociétés quelle que soit la méthode ou référence de valorisation utilisée, est également équitable pour les actionnaires de Gecimed.

Fait à Paris,
le 26 février 2009

Ricol Lasteyrie

Sonia Bonnet-Bernard

ANNEXES

ANNEXE 1 : PRESENTATION DE LA SOCIETE RICOL LASTEYRIE

Avec une équipe resserrée de professionnels reconnus dans leurs spécialités, Ricol Lasteyrie intervient, depuis sa création, dans tous les domaines liés à l'analyse financière et à l'évaluation d'entreprises, que ce soit dans le cadre de :

- missions légales : commissariat aux apports et à la fusion ;
- missions contractuelles : expertise indépendante, évaluation d'entreprises et arbitrage.

Ricol Lasteyrie a acquis au cours des années une expérience reconnue dans les opérations qui requièrent une appréciation particulière de l'équité entre actionnaires et plus généralement en matière d'expertise indépendante et d'attestation d'équité.

Ricol Lasteyrie est doté d'une charte qualité, téléchargeable sur son site Internet : www.ricol-lasteyrie.fr

ANNEXE 2 : LISTE DES MISSIONS D'EXPERTISE INDEPENDANTE REALISEES PAR RICOL LASTEYRIE DEPUIS JANVIER 2007

Depuis deux ans, Ricol Lasteyrie est intervenu en qualité d'expert indépendant dans le cadre des opérations suivantes portant sur des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé :

| Date | Cible | Initiatrice | Banque présentatrice | Type d'offre |
|--------------|---------------------------|---|---|------------------------|
| janvier-09 | Distriberg | Wessanen France Holding SAS | ING | OPR-RO |
| janvier-09 | Wavecom | Sierra Wireless France SAS | Lazard Frères | OPA |
| octobre-08 | GL TRADE | SunGard | Oddo Corporate Finance | OPAS |
| août-08 | Ilog | CITLOI (filiale détenue indirectement à 100% par IBM) | UBS / Natixis | OPA |
| avril-08 | Geodis | SNCF Participations | UBS / Deutsche Bank | OPA |
| avril-08 | Neuf Cegetel | SFR | JP Morgan / Calyon / Société Générale / Natixis / Crédit Mutuel-CIC | OPAS |
| février-08 | Genesys | West International Holding Ltd | Lehman Brothers | OPA |
| février-08 | Siparex Croissance | Siparex Croissance | Neufilize OBC (groupe ABN) | OPRA |
| janvier-08 | Net2S | BT Group Plc | Lazard Frères | OPAS |
| octobre-07 | IB Group | Overlap Group | ODDO Corporate / Aforge Finance | Fusion absorption |
| septembre-07 | CompleteI | Altice B2B | HSBC / Calyon | OPAS |
| juin-07 | AGF | Allianz SE | Goldman Sachs / Rothschild / Calyon | OPR-RO |
| avril-07 | Forinter | OFI PE Commandité | Cazanove | OPR |
| avril-07 | Foncia | Banque Fédérale des Banques Populaires | ABN Amro / Natexis Bleichroeder | Garantie de Cours / RO |
| mars-07 | AGF | Allianz SE Allianz Holding France SAS | Goldman Sachs / Rothschild / Calyon | OPAS |
| janvier-07 | Sasa Industrie | Sasa Holding & Management | CM-CIC Securities | OPAS |

ANNEXE 3 : ADHESION A UNE ASSOCIATION PROFESSIONNELLE RECONNUE PAR L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

Ricol Lasteyrie adhère depuis le 1^{er} juillet 2008 à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle reconnue par l'Autorité des marchés financiers en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Par ailleurs, Ricol Lasteyrie est doté d'une charte qualité prévoyant notamment des procédures destinées à protéger l'indépendance de la société et éviter les situations de conflits d'intérêts ainsi qu'à contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

ANNEXE 4 : MONTANT DE LA REMUNERATION PERÇUE

Pour cette mission, notre rémunération s'est élevée à 180 000 euros, hors taxes et hors frais.

ANNEXE 5 : DESCRIPTION DES DILIGENCES EFFECTUEES

Programme de travail détaillé

Nous avons mis en œuvre le programme de travail suivant :

| |
|---|
| Prise de connaissance et acceptation de la mission |
| Identification des risques et orientation de la mission |
| Collecte des informations et des données nécessaires : <ul style="list-style-type: none">• Prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle et des notes d'analyse sur les sociétés et leurs comparables |
| Analyse des spécificités de Gecimed (régime SIIC, origine et nature du parc immobilier, origine de la détention par Gecina,...) |
| Appréciation du contexte de l'offre : <ul style="list-style-type: none">• Discussions avec les dirigeants de Gecimed• Rencontre avec les conseils de l'Initiateur• Examen de la documentation juridique :<ul style="list-style-type: none">- Examen de la Convention d'acquisition des titres Gecimed par Gecina du 29 décembre 2008 |
| Mise en œuvre des approches de valorisation jugées pertinentes : <ul style="list-style-type: none">• Analyse de la transaction ISM• Actifs nets réévalués blocs et lots• Recherche et analyse de comparables boursiers et de transactions comparables• Régression linéaire mettant en regard : décote sur ANR et ratio LTV• Analyse des cours de bourse• Actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF) : analyse du plan d'affaires, construction du taux d'actualisation, analyses de sensibilité |
| Revue des éléments d'appréciation du prix d'offre inclus dans la note d'information et entretiens avec la banque présentatrice |
| Obtention de lettres d'affirmation de la part des personnes habilitées à représenter Gecimed ainsi que l'initiateur |
| Note de synthèse |
| Rédaction du rapport |
| Revue de cohérence entre rapport de l'expert et projet de note d'information |
| Revue indépendante |
| Présentation des conclusions |

ANNEXE 6 : CALENDRIER DE L'ETUDE

- Désignation de Ricol Lasteyrie en qualité d'expert indépendant pour les besoins de l'offre publique obligatoire : procès verbal du conseil d'administration de Gecimed en date du 19 décembre 2008
- Présentation de l'opération par les dirigeants de Gecimed : 5 janvier 2009
- Obtention des premiers documents permettant de débiter nos travaux : 9 janvier 2009
- Finalisation des termes de la lettre de mission : 21 janvier 2009
- Réunion de présentation des éléments prévisionnels de Gecimed : 21 janvier 2009
- Réunion de présentation des premières analyses de valorisation menées par la banque conseil : 29 janvier 2009
- Réunion avec les administrateurs de Gecimed : 4 février 2009
- Réunion d'avancement sur les travaux : 11 février 2009
- Entretien téléphonique avec les commissaires aux comptes de la société Gecimed en présence du Directeur Administratif et Financier du groupe : 12 février 2009
- Présentation de nos conclusions : 25 et 26 février 2009

ANNEXE 7 : LISTE DES PERSONNES RENCONTREES

▪ **Gecina / Gecimed**

Monsieur Michel Gay, Directeur Administratif et Financier de Gecina

Monsieur Eric Maurice, Directeur Financier Adjoint

Monsieur David Soly, Analyste financier fusion acquisition de Gecina

Monsieur Vincent Moulard, Directeur de l'Immobilier de Diversification

Monsieur Edouard Galand, Chargé de reporting – Direction de l'Immobilier de Diversification

▪ **Conseils juridiques**

Maître Frédéric Peltier et Maître Thibault Cambuzat représentants du cabinet d'avocats Clifford Chance

▪ **Banque présentatrice**

Messieurs Laurent Durieux, Edouard Narboux, Gilles Morel, Eric Forest et Alexandre Le Fur représentants d'Oddo Corporate Finance.

ANNEXE 8 : SOURCE DES INFORMATIONS UTILISEES

- Informations significatives communiquées par Gecimed :
 - détail du calcul de l'actif net réévalué au 31 décembre 2008 ;
 - sélection de rapports d'expertise immobilière sur les actifs détenus au 31 décembre 2008 établis par le cabinet d'expertise immobilière Catella ;

- plan prévisionnel de Gecimed sur la période 2009-2011 ;
- notes de l'analyste suivant la société sur les 6 derniers mois.
- Informations significatives communiquées par Gecina :
 - détail du calcul de l'actif net réévalué au 31 décembre 2008 ;
 - notes d'analystes suivant la société sur les 12 derniers mois.
- Informations significatives communiquées par les conseils de Gecimed :
 - projet de note sur les éléments d'appréciation du prix de l'OPA et de la parité de l'OPE établi par la banque conseil ;
 - projet de note d'information relative à la présente offre publique alternative d'achat ou d'échange.
- Informations de marché :
 - notes d'analyse financière et transactions comparables : Thomson One Banker ;
 - notes d'information sur les transactions comparables : site internet de l'Autorité des marchés financiers ;
 - éléments financiers sur les sociétés comparables : Datastream et Thomson Analytics ;
 - données de marché (bêta, taux sans risque, prime de risque...) : Datastream et Associés en Finance.

ANNEXE 9 : PERSONNEL ASSOCIE A LA REALISATION DE LA MISSION

Associée signataire : Sonia Bonnet-Bernard, assistée :

- d'une associée technique disposant d'une expérience professionnelle de 18 années, dont une partie significative dans le domaine de l'évaluation d'entreprise, notamment dans le secteur immobilier,
- d'une manager et de deux collaboratrices disposant d'une expérience comprise entre 5 et 8 années.

La revue indépendante a été effectuée par un associé de la société.

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE GECIMED

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de Gecimed s'est réuni le 26 février 2009 sous la présidence de Monsieur Joaquin Rivero Valcarce en sa qualité de Président, afin notamment d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt qu'elle présente ainsi que sur ses conséquences pour la Société et ses actionnaires. Tous les membres du Conseil d'administration ont participé à la réunion.

Un extrait du procès-verbal de cette réunion contenant l'avis motivé du Conseil d'administration est reproduit ci-dessous :

- *Avis Motivé du Conseil d'administration concernant le projet d'Offre*

Le Président rappelle que dans sa séance du 25 février 2009, le projet d'offre publique alternative d'achat ou d'échange (l'"**Offre**") initiée par la société Gecina sur les actions de la société Gecimed ("**Gecimed**" ou la "**Société**"), a été présenté au Conseil d'administration. Il rappelle également que cette présentation effectuée au Conseil d'administration du 25 février 2009 avait été précédée par une réunion informelle des administrateurs qui s'est tenue le 4 février 2009, en présence des représentants de Oddo Corporate Finance, intervenant en qualité de banque présentatrice, et du Cabinet Ricol, Lasteyrie & Associés, intervenant en qualité d'expert indépendant. De nombreux contacts ont eu lieu entre des représentants de RBS et de SCOR Global P&C, et la banque présentatrice, ainsi qu'avec les représentants de Gecimed.

Le Président indique qu'il a souhaité que le point de vue de chacun soit entendu et analysé. Il rappelle, ainsi qu'il a eu l'occasion de le dire aux représentants de RBS et de SCOR Global P&C qu'il comprend bien leur insatisfaction quant à l'évolution de la valeur de Gecimed depuis leur entrée au capital de la Société. Cette évolution est la conjonction d'une situation économique qui s'est très profondément dégradée, mais également d'une évolution de la structure bilantielle de Gecimed qu'il a eu l'occasion de déplorer à plusieurs reprises.

Ceci étant dit, le Président rappelle que l'avis motivé sur le projet d'Offre a pour objet de faire connaître aux actionnaires de Gecimed un point de vue du Conseil d'administration sur ledit projet, tant au regard des intérêts des actionnaires de la Société, qu'au regard de l'intérêt propre de cette dernière.

Le Président rappelle que Gecina projette d'offrir alternativement aux actionnaires de Gecimed :

- soit d'acquérir les actions de la Société à un prix de 1,15 euro par action Gecimed apportée (la "**Branche Achat**"),
- soit d'échanger les actions de la Société selon une parité de 1 action Gecina contre 37 actions Gecimed apportées (la "**Branche Echange**").

Le Président précise que le Conseil d'administration de la société Gecina a confirmé ce jour les termes et conditions de l'Offre tels qu'ils ont été présentés au Conseil de Gecimed dans sa séance du 25 février 2009.

Le Président souligne que la structure de l'Offre permet aux actionnaires de Gecimed de bénéficier de réelles alternatives. Bien évidemment, ils peuvent décider de demeurer actionnaires de la Société et pourront, le cas échéant, participer à la recapitalisation à la hauteur de leurs droits. La Branche Achat permet aux actionnaires de bénéficier d'une liquidité sur la base d'un prix présentant une prime conséquente au regard des cours de bourse de l'action de Gecimed depuis plusieurs mois. La Branche Echange présente un réel avantage sur la Branche Achat pour les actionnaires de Gecimed qui souhaitent demeurer investis dans le domaine des sociétés foncières présentant un profil moins spécialisé que Gecimed et un marché du titre beaucoup plus profond et plus liquide.

Le Président rappelle que chacun des membres du Conseil d'Administration a pu prendre connaissance des documents établis par Oddo Corporate Finance et des éléments d'appréciation des conditions de l'Offre tels qu'ils sont exposés dans le projet de note d'information de Gecina qui sera soumis à l'appréciation de l'AMF.

Par ailleurs, le Cabinet Ricol, Lasteyrie & Associés, expert indépendant désigné par le Conseil d'administration de Gecimed pour les besoins de l'Offre, a remis au Conseil, ce jour, son rapport d'expertise qui avait été adressé la veille sous forme de projet.

Monsieur Jean-Paul SORAND souligne qu'il a pris acte de la présentation faite par la banque Oddo Corporate Finance ainsi que des termes du rapport émis par l'expert indépendant. Il précise que les hypothèses présentées sont pertinentes et que les résultats, en termes de valeur, lui paraissent satisfaisants.

Monsieur Juan SUQUET indique qu'au vu des Documents de l'Offre dont il a pris connaissance, les conditions de l'Offre lui apparaissent favorables, d'autant qu'elles permettent aux actionnaires qui le souhaitent, de bénéficier d'une liquidité.

Monsieur Jean GUITTON, représentant de SCOR Global P&C, donne lecture de la déclaration suivante:

"L'avis du Conseil d'administration sur l'intérêt de cette offre publique ou les conséquences de celle-ci pour la société, ses actionnaires et ses salariés doit être motivé, bâti sur une argumentation et donner des informations sincères, exactes, objectives et loyales afin de permettre aux actionnaires de prendre une décision informée. L'unique présentation des termes précis de cette offre faite au Conseil d'administration du 25 février 2009 et les informations qui lui ont seulement été remises le même jour ne permettent pas de formuler un avis motivé sur l'intérêt de cette offre publique ou les conséquences de celle-ci pour la société et ses actionnaires notamment.

SCOR Global P&C considère que, sur un plan purement financier, nonobstant le rapport du cabinet Ricol, Lasteyrie & Associés, le prix d'offre proposé par Gecina, soit 1,15 euro par action pour la branche achat de l'offre et 1,03 euro par action pour la branche échange (au cours de clôture du 25 février 2009), sous-évalue fortement Gecimed et n'offre pas une opportunité de sortie équitable aux actionnaires minoritaires dans le cadre d'une très vraisemblable prise de contrôle majoritaire de Gecimed par Gecina. Le prix d'offre fait en effet ressortir une décote de plus de 50% par rapport à l'actif net réévalué au 31 décembre 2008 sur la base des dernières expertises immobilières. Aucun élément objectif significatif affectant Gecimed n'est démontré par l'initiateur qui justifierait une telle décote. L'insuffisance du prix d'offre ressort également de la valeur de Gecimed induite par l'application des autres méthodes de valorisation pertinentes compte tenu de la nature des actifs sous-jacents et des caractéristiques des baux que sont le taux de rendement cible et l'actualisation des dividendes futurs. SCOR Global P&C rappelle que le prix auquel la société ISM a récemment accepté de céder sa participation dans Gecimed, sous réserve que la réalisation de la cession intervienne avant le 31 décembre 2008, est décorrélé de la valeur intrinsèque de Gecimed et semble résulter de considérations propres à ISM. Ce prix ne doit pas en conséquence servir de référence.

SCOR Global P&C s'étonne par ailleurs qu'au cours de la réunion du Conseil d'administration du 25 février 2009 :

- le Président de Gecimed ait demandé au Conseil d'approuver à ce moment précis – alors que ce point ne figurait pas à l'ordre du jour initial et sans concertation préalable – la cooptation de deux nouveaux administrateurs qui seront par conséquent appelés à se prononcer le lendemain même sur le projet d'offre de l'initiateur;*
- un projet d'augmentation de capital de 100 millions d'euros à un prix de souscription par action égal à 1 euro (soit la valeur nominale) – dont l'objet principal est de permettre le remboursement de l'avance en compte courant consentie par Gecina à Gecimed – ait été soumis à l'approbation du Conseil à ce moment précis, soit quelques jours avant le dépôt du projet d'offre publique par Gecina et presque 2 ans après l'adoption de la délégation de compétence consentie le 30 mars 2007.*

SCOR Global P&C s'étonne aussi de la prise en compte dans les travaux de valorisation de Gecimed de l'effet de l'augmentation de capital présentée concomitamment au Conseil sans que les administrateurs en aient été préalablement informés.

SCOR Global P&C note enfin que, contrairement aux recommandations de l'AMF, les travaux de l'expert indépendant ont été supervisés par les seuls administrateurs liés à l'initiateur qui sont majoritaires au Conseil d'administration de Gecimed.

Dans ces conditions, SCOR Global P&C n'est pas en mesure d'indiquer à ce stade son intention d'apporter ou non ses actions Gecimed à cette offre. Elle réserve par ailleurs sa position quant à la conformité de cette offre à la réglementation boursière applicable compte tenu des acquisitions de titres Gecimed réalisées par Gecina à des prix nettement supérieurs à celui de l'offre dans les douze mois précédant le dépôt de cette offre."

Monsieur Antonio TRUAN répond à M. Jean GUITTON représentant SCOR Global P&C qu'il a du mal à comprendre la position ainsi exprimée. Il y a eu de la part de la Société un véritable effort pour que les administrateurs soient totalement informés du projet d'Offre en amont du dépôt de celle-ci de sorte qu'ils puissent exprimer leur point de vue. Il répond à Monsieur Jean GUITTON qu'au conseil d'administration du 19 décembre 2008, lorsque ISM, a cédé sa participation au prix de 0,70€ par action, SCOR Global P&C a souhaité être acquéreur d'une partie des titres cédés, ce qui lui a permis de renforcer sa position dans le capital de Gecimed.

Monsieur Antonio TRUAN indique que Monsieur Jean GUITTON représentant SCOR Global P&C n'a pas évoqué l'intérêt social de la Société, mais seulement celui d'un actionnaire.

Le Président rappelle que le Conseil doit rendre un avis motivé sur le projet d'Offre.

A cet égard, il propose que le Conseil d'Administration :

- relève que le prix proposé dans le cadre de la Branche Achat est considéré comme équitable par l'expert indépendant ;
- relève que la parité proposée dans le cadre de la Branche Echange est également considérée comme équitable par l'expert indépendant ;
- prenne acte des intentions de Gecina vis-à-vis de Gecimed telles qu'elles sont exprimées pour les 12 mois à venir dans le projet de note d'information de Gecina.

Au vu de ce qui précède et après en avoir délibéré, le Conseil, à une majorité de sept voix sur huit, SCOR GLOBAL P&C ayant exprimé pour sa part la position retranscrite ci-dessus :

- conclut que l'Offre est dans l'intérêt de la Société et de ses actionnaires;
- décide d'émettre un avis favorable à l'Offre et de recommander aux actionnaires de la Société qui souhaitent bénéficier d'une liquidité, d'apporter leurs actions à l'Offre; et
- approuve le Projet de Note d'Information en Réponse, le projet de Document "Autres Informations" et le Projet de Communiqué (« les Documents de l'Offre »), étant précisé que le Projet de Note d'Information en Réponse et le Projet de Communiqué devront comporter l'avis motivé du conseil tel que formalisé ce jour.

Le Conseil décide par ailleurs, à une majorité de sept voix sur huit, SCOR GLOBAL P&C s'abstenant, de ne pas apporter à l'Offre les 1.149.632 actions auto-détenues par la Société.

Les administrateurs actionnaires, personnes physiques, expriment leurs intentions de ne pas apporter à l'Offre les actions de la Société qu'ils détiennent dans la mesure où la détention de ces actions est exigée pour pouvoir exercer leur fonction d'administrateur.

Monsieur Jean GUITTON indique que SCOR GLOBAL P&C ne formule pas aujourd'hui d'intention de venir ou de ne pas venir à l'Offre, aucune décision à cet égard n'étant prise par la société qu'il représente.

4. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Voir fin du paragraphe 3 ci-dessus

5. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

Néant

6. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE SUR L'OFFRE PUBLIQUE

6.1 Structure et répartition du capital de Gecimed

Le tableau ci-après présente la répartition du capital de la Société au 31 décembre 2008 :

| Actionnaires | Actions | | Droits de vote Théoriques* | |
|-------------------------------|-------------------|----------------|----------------------------|----------------|
| | Nombre | % | Nombre | % |
| GECINA | 28.270.569 | 48,00% | 28.270.569 | 48,00% |
| RBS-CBFM | 13.516.475 | 22,95% | 13.516.475 | 22,95% |
| Netherlands BV | | | | |
| SCOR Global P&C (Groupe SCOR) | 8.631.329 | 14,65% | 8.631.329 | 14,65% |
| MACSF Epargne | 1.833.700 | 3,11% | 1.833.700 | 3,11% |
| Retraite | | | | |
| Autres actionnaires | 5.495.315 | 9,33% | 5.497.346 | 9,33% |
| Auto-détention | 1.149.632 | 1,95% | 1.149.632 | 1,95% |
| Total | 58.897.020 | 100,00% | 58.899.051 | 100,00% |

*Nombre de droits de vote calculé conformément à l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

Au 31 décembre 2008, il n'existe aucune valeur mobilière donnant accès immédiatement ou à terme au capital social de Gecimed.

6.2 Restrictions statutaires ou conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portées à la connaissance de Gecimed

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

Les statuts de la Société ne contiennent aucune restriction à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions Gecimed, sous réserve des dispositions relatives aux franchissements de seuils et des dispositions relatives à l'acquisition d'un droit de vote double.

Il est précisé à cet égard que :

- outre l'obligation légale d'informer la Société de la détention de certaines fractions du capital et d'effectuer toute déclaration d'intention en conséquence, toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à détenir ou cesse de détenir une fraction égale à 2% du capital social ou des droits de vote ou tout multiple de ce pourcentage doit informer la Société du nombre total d'actions et de droits de vote qu'elle possède par lettre recommandée avec accusé de réception adressée au siège social dans un délai de quinze jours à compter du franchissement de l'un de ces seuils.

Cette obligation d'information s'applique dans tous les cas de franchissement des seuils stipulés ci-dessus, y compris au-delà des seuils prévus par la loi. A défaut d'avoir été déclarée dans les conditions ci-dessus, les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée sont privées du droit de vote dans les conditions prévues par la loi dans la mesure où un ou plusieurs actionnaires détenant au moins 5% du capital social de la Société en font la demande consignée dans le procès-verbal de l'Assemblée Générale.

- un droit de vote double de celui conféré aux autres actions Gecimed ordinaires, eu égard à la quotité du capital qu'elles représentent, est attribué à toutes les actions Gecimed entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis quatre ans au moins au nom du même actionnaire.

6.2.2 Restrictions conventionnelles à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions portées à la connaissance de Gecimed

Voir paragraphe 6.5 « *Accords entre actionnaires dont Gecimed a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote* » de la présente note.

6.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital de Gecimed dont la Société a connaissance

Voir paragraphe 1.1 « *Contexte de l'Offre* » de la présente note.

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

A la date de la présente note, aucun titre émis par la Société ne comporte de droit de contrôle spécial.

6.5 Accords entre actionnaires dont Gecimed a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

Convention d'actionnaires entre Scor Global P&C et Gecina

Dans le cadre des contrats de cession concernant les titres de Gecimed (ex Sofco) conclus le 28 décembre 2006 entre d'une part, la société Scor Global P&C et, d'autre part Gecina, ces dernières se sont consenties un droit de préemption réciproque sur leur participation dans le capital et les droits de vote de Gecimed, étant précisé que l'assiette du droit de préemption dont bénéficie Scor Global P&C est susceptible d'être réduite en fonction de l'exercice éventuel de leurs propres droits de préemption par des tiers identifiés (à ce jour RBS CBFM Netherlands BV) auxquels Gecina a également consenti un tel droit sur les actions Gecimed qu'elle détient.

Ce droit de préemption est exerçable sur toute cession de titres à un tiers réalisée par Gecina ou Scor Global P&C, à l'exception, notamment, des cas suivants demeurant pertinents à ce jour:

- en cas de transfert au profit d'une entité affiliée de Scor Global P&C ;
- en cas de transfert au profit d'une personne physique désignée en qualité d'administrateur de la Société, à concurrence du nombre d'actions d'administrateur requis par les statuts de la Société.

Gecina et Scor Global P&C se sont engagées à s'informer mutuellement de tout projet de cession de titres Gecimed par une notification de transfert. En cas d'exercice du droit de préemption, le prix de préemption sera :

- le prix visé par la notification de transfert, en cas de vente pure et simple au profit d'un cessionnaire identifié ;
- le prix minimum de cession des actions sur le marché, tel qu'indiqué dans l'instruction donnée aux prestataires de services d'investissements, ou le prix auquel lesdits prestataires de services d'investissement ont souscrit leur engagement d'achat si le projet de cession consiste en une cession d'actions sur le marché par l'intermédiaire d'un ou plusieurs prestataires de services d'investissements ou en un engagement d'achat pris à la demande du cédant par un ou plusieurs prestataires de services d'investissement chargés de reclasser auprès d'investisseurs non connus de l'acquéreur des actions détenues par lui, diminué des commissions et autres paiements devant être supportés par le cédant au titre de cette cession sur le marché ou de ces engagements d'achat ;
- la moyenne des premiers cours cotés des titres remis en échange calculée sur les 10 séances de bourse précédant le jour de l'envoi de la notification de transfert et au cours desquelles ces titres auront été cotés, multipliée par le rapport d'échange, dans le cas d'un projet de transfert rémunéré en titres admis aux négociations sur le marché ;
- dans tous les autres cas, le prix ou la contrevaletur visée dans la notification de transfert, étant toutefois précisé qu'en cas de désaccord entre le cédant et le bénéficiaire, le prix de préemption sera déterminé par un expert, dont la procédure de désignation est prévu au contrat de cession.

Ce droit de préemption réciproque peut également être exercé en cas d'offre publique visant les titres de Gecimed déclarée conforme par l'AMF.

Les stipulations relatives au droit de préemption sont valables jusqu'au 31 décembre 2011, sauf prorogation par accord mutuel entre les parties (Cf. Décision et Information n° 207C0122 en date du 16 janvier 2007 publié par l'AMF).

Convention d'actionnaires entre RBS-CFMB Netherlands BV et Gecina

Dans le cadre du contrat de cession concernant les titres de Gecimed, conclu le 28 décembre 2006 entre, d'une part la société RBS-CFMB Netherlands, et d'autre part Gecina, ces dernières se sont consenties un droit de préemption réciproque sur leur participation dans le capital et les droits de vote de Gecimed, étant précisé que l'assiette du droit de préemption dont bénéficie RBS-CFMB Netherlands est susceptible d'être réduite en fonction de l'exercice éventuel de leurs propres droits de préemption par les tiers identifiés (à ce jour Scor Global P&C) auxquels Gecina a également consenti un tel droit sur les actions Gecimed qu'elle détient.

Ce droit de préemption est exerçable selon les mêmes modalités que le droit de préemption que se sont consenties Scor Global P&C et Gecina sur leur participation dans Gecimed, modalités décrites au point (i) ci-dessus. Ces stipulations sont valables jusqu'au 31 décembre 2011, sauf prorogation par accord mutuel entre les parties (Cf. Décision et Information n° 207C0120 en date du 16 janvier 2007 publié par l'AMF).

Convention d'actionnaires entre ISM et Gecina

Par courrier du 6 janvier 2009, l'Autorité des marchés financiers a été informée qu'il a été convenu entre les sociétés Gecina et ISM de mettre fin à compter du 30 décembre 2008 à l'application de l'intégralité des clauses du contrat de cession conclu entre ces dernières le 28 décembre 2006. Cette résiliation est intervenue suite à l'Acquisition (Cf. Décision et Information de l'AMF n° 209C0022 en date du 7 janvier 2009).

Ce contrat de cession prévoyait un droit de préemption réciproque entre ISM et Gecina concernant leur participation dans Gecimed dont les modalités d'exercice étaient identiques à celles dont bénéficient Gecina et respectivement RBS-CFMB Netherlands BV et Scor Global P&C, telles que

précisées ci-dessus (Décision et Information n° 207C0121 en date du 16 janvier 2007 publié par l'AMF).

6.6 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration de la Société

Les statuts de la Société prévoient que le Conseil d'Administration est composé de six membres au moins et dix-huit membres au plus. La durée des fonctions des administrateurs est de six années. Leurs fonctions prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire annuelle ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur. Les administrateurs sont toujours rééligibles sous réserve des dispositions légales. Chaque administrateur doit être propriétaire, pendant la durée de son mandat, d'au moins une action de la Société.

En cas de vacances par décès ou démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs, le conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire dans les conditions prévues par la loi. Toutefois, lorsque le nombre d'administrateurs en fonction devient inférieur au minimum légal, les administrateurs restant en fonction ou, à défaut, les commissaires aux comptes, doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale des actionnaires à l'effet de compléter l'effectif du conseil d'administration. Les nominations provisoires effectuées par le conseil d'administration sont soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale des actionnaires. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre, ne demeure en fonction que pendant le temps à courir du mandat de son prédécesseur.

Le Conseil d'Administration a adopté, le 29 janvier 2007 son règlement intérieur qui précise et complète les modalités de fonctionnement du Conseil telles que prévues par les statuts de la Société.

6.7 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

L'Assemblée générale extraordinaire de la Société est compétente pour décider ou autoriser des modifications directes ou indirectes des statuts, dans le respect des dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

6.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, du Président et du directeur général de la société

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux Assemblées Générales et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle, par ses délibérations, les affaires qui la concernent. Le Conseil procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

Il autorise les investissements ou les cessions d'une valeur égale ou supérieure à 150 millions d'euros, à l'unanimité des votants moins une voix. Il approuve par ailleurs tous les projets d'investissements ou de désinvestissements d'un montant supérieur à 30 millions d'euros ou qui ne s'inscrivent pas dans le cadre du *business plan* annuel adopté en début d'exercice.

Dans le cadre des autorisations données par l'Assemblée générale des actionnaires, le Conseil d'Administration décide de toute opération entraînant une modification du capital social ou la création d'actions nouvelles de la Société.

Le Conseil d'administration du 30 mars 2007 a confirmé la décision du Conseil d'administration du 3 juillet 2006 qui avait opté pour la dissociation des fonctions de Président et de Directeur Général.

Le Président, nommé par le Conseil d'administration pour le représenter, organise et dirige, sous réserve des dispositions légales et réglementaires, les travaux de celui-ci et en rend compte à l'Assemblée générale. Il veille au bon fonctionnement des organes de la Société et s'assure, en particulier, que les administrateurs sont en mesure de remplir leur mission.

Le Directeur Général, nommé par le Conseil d'Administration, est investi des pouvoirs les plus étendus pour agir en toute circonstance au nom de la Société. Il exerce ces pouvoirs dans la limite de l'objet social et sous réserve de ceux que la loi attribue expressément aux Assemblées Générales et au Conseil d'Administration. Il représente la Société dans ses rapports avec les tiers.

Le Conseil d'administration a décidé, le 3 juillet 2006, de confier les fonctions de Président à Monsieur Joaquin Rivero Valcarce et de Directeur Général à Monsieur Antonio Truan et, le 30 mars 2007, de renouveler leurs fonctions.

6.9 Délégations de compétence et de pouvoirs consenties par l'Assemblée générale des actionnaires au Conseil d'administration

| Délégations en matière d'augmentation de capital | Montant autorisé | Utilisation des délégations |
|--|--|-----------------------------|
| <p>Délégation de compétence au conseil d'administration pour décider l'augmentation du capital social, par émission - avec maintien du droit préférentiel de souscription - 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.</p> <p>16^{ème} résolution de l'assemblée générale du 30 mars 2007 (26 mois)</p> | <p>Montant nominal maximum d'augmentation du capital : 150 millions d'euros.</p> <p>Montant nominal maximum global des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées en vertu de la 16^{ème}, 17^{ème}, 18^{ème}, 19^{ème}, 20^{ème}, 21^{ème} et 22^{ème} résolutions de la l'assemblée générale du 30 mars 2007: 180 millions d'euros.</p> | Néant. |
| <p>Délégation de compétence au conseil d'administration pour décider l'augmentation du capital social par émission - sans droit préférentiel de souscription - 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 créance.</p> <p>17^{ème} résolution de l'assemblée générale du 30 mars 2007 (26 mois)</p> | <p>Montant nominal maximum d'augmentation du capital : 150 millions d'euros.</p> <p>Montant nominal maximum global des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées en vertu de la 16^{ème}, 17^{ème}, 18^{ème}, 19^{ème}, 20^{ème}, 21^{ème} et 22^{ème} résolutions de la l'assemblée générale du 30 mars 2007: 180 millions d'euros.</p> | Néant |
| <p>Délégation de compétence au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription.</p> <p>18^{ème} résolution de l'assemblée générale du 30 mars 2007 (26 mois).</p> | <p>Montant maximum de 15% du montant initial d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription.</p> <p>Montant nominal maximum global des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées en vertu de la 16^{ème}, 17^{ème}, 18^{ème}, 19^{ème}, 20^{ème}, 21^{ème} et 22^{ème} résolutions de la l'assemblée générale du 30 mars 2007: 180 millions d'euros.</p> | Néant |

| Délégations en matière d'augmentation de capital | Montant autorisé | Utilisation des délégations |
|--|--|-----------------------------|
| <p>Possibilité d'émettre des actions ou des valeurs mobilières donnant accès au capital sans droit préférentiel de souscription en rémunération d'apports en nature portant sur des titres de capital ou des valeurs mobilières donnant accès au capital.</p> <p>19^{ème} résolution de l'assemblée générale du 30 mars 2007 (26 mois).</p> | <p>Limite de 10% du capital social à quelque moment que ce soit, ce pourcentage s'appliquant à un capital ajusté en fonction des opérations l'affectant postérieurement à l'assemblée générale du 30 mars 2007.</p> <p>Montant nominal maximum global des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées en vertu de la 16^{ème}, 17^{ème}, 18^{ème}, 19^{ème}, 20^{ème}, 21^{ème} et 22^{ème} résolutions de la l'assemblée générale du 30 mars 2007: 180 millions d'euros.</p> | <p>Néant</p> |
| <p>Délégation de compétence au conseil d'administration à l'effet de décider l'augmentation du capital social par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres.</p> <p>20^{ème} résolution de l'assemblée générale du 30 mars 2007 (26 mois).</p> | <p>Montant nominal maximum d'augmentation de capital : 100 millions d'euros.</p> <p>Montant nominal maximum global des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées en vertu de la 16^{ème}, 17^{ème}, 18^{ème}, 19^{ème}, 20^{ème}, 21^{ème} et 22^{ème} résolutions de la l'assemblée générale du 30 mars 2007: 180 millions d'euros.</p> | <p>Néant</p> |
| <p>Détermination du prix d'émission des actions, dans la limite de 10% du capital par an, dans le cadre d'une augmentation du capital social par émission - sans droit préférentiel de souscription - d'actions.</p> <p>21^{ème} résolution de l'assemblée générale du 30 mars 2007 (26 mois)</p> | <p>Voir l'information ci-dessus relative à la 17^{ème} résolution de l'assemblée générale du 30 mars 2007.</p> | <p>Néant</p> |
| <p>Délégation de compétence à donner au conseil d'administration pour décider l'augmentation du capital social par émission d'actions ou de valeurs mobilières donnant accès au capital réservées aux adhérents de plans d'épargne avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de ces derniers.</p> <p>22^{ème} résolution de l'assemblée générale du 30 mars 2007 (26 mois)</p> | <p>Montant nominal maximum d'augmentation de capital : 1,5 million d'euros.</p> <p>Montant nominal maximum global des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées en vertu de la 16^{ème}, 17^{ème}, 18^{ème}, 19^{ème}, 20^{ème}, 21^{ème} et 22^{ème} résolutions de la l'assemblée générale du 30 mars 2007: 180 millions d'euros.</p> | <p>Néant</p> |

| Délégations en matière d'augmentation de capital | Montant autorisé | Utilisation des délégations |
|--|--|---|
| Autorisation donnée au Conseil d'administration pour opérer sur les actions de la société | Montant Autorisé | Utilisation de l'autorisation |
| <p>Autorisation consentie au conseil d'administration, conformément aux articles L.225-209 et suivants du code de commerce, pour procéder à l'achat, en une ou plusieurs fois, aux époques qu'il déterminera, d'actions de la société dans la limite de 10% du nombre d'actions composant le capital social</p> <p>11^{ème} résolution de l'assemblée générale du 14 mai 2008 (18 mois)</p> | <p>Montant global maximum de l'opération autorisé fixé à 70 676 424 euros sur la base d'un prix maximum d'achat fixé à 12 euros.</p> | <p>Programme de rachat mis en œuvre par le Conseil d'administration en date du 19 décembre 2008</p> |

6.10 Accords conclus par Gecimed qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de Gecimed

A la connaissance de la Société, l'Offre n'entraîne pas de modifications d'accords conclus par Gecimed pouvant porter significativement atteinte aux intérêts de la Société.

Il est précisé à toutes fins utiles que la convention de crédit à échéance du 7 septembre 2013 conclue par Gecimed avec un syndicat bancaire, d'un montant de 372.347 milliers d'euros au 30 juin 2008, comporte une clause de changement de contrôle qui stipule que dans le cas où l'actionnaire Gecina viendrait à détenir moins de 35 % du capital social et des droits de vote, ledit crédit serait exigible.

6.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'Administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Gecimed n'a pas de salariés et s'appuie dans sa gestion sur les collaborateurs de Gecina agissant pour son compte, dans le cadre des contrats de prestations de services entre le groupe Gecina et Gecimed.

Les administrateurs de Gecimed n'ont reçu, au cours de l'exercice écoulé, aucun jeton de présence, aucune rémunération de quelque nature que ce soit, ni aucun avantage en nature qui aurait été susceptible d'être versé ou octroyé par Gecimed ou une de ses filiales.

Il n'existe pas d'options de souscription ou d'achat d'actions consenties aux membres du Conseil d'administration de la Société.

De plus il n'existe pas de contrat de services liant les membres des organes d'administration et de direction à Gecimed et prévoyant l'octroi d'avantages d'aucune sorte. Il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun accord prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'Administration, s'ils démissionnent ou si leur fonction prend fin en raison d'une offre publique.

7. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION

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

Monsieur Antonio Truan
Directeur Général

8. AUTRES INFORMATIONS CONCERNANT GECIMED

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment, juridiques, financières et comptables de la Société, seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ces informations qui feront l'objet d'un document d'informations spécifique établi par Gecimed seront disponibles sur le site Internet de l'AMF et sur celui de la Société et pourront être obtenues sans frais auprès de Gecimed, 14-16 rue des Capucines, 75002 Paris.