

## Fairness opinion à l'attention du conseil d'administration de la société Genolier Swiss Medical Network SA

*Appréciation de l'adéquation financière de l'offre publique d'achat de M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments SA pour toutes les actions nominatives en circulation de Genolier Swiss Medical Network SA, Genolier (Suisse)*

Zurich, le 18 mai 2011

## Table des matières

	Page
Abréviations	3
1 Introduction	4
1.1 Situation initiale	4
1.2 Mandat du conseil d'administration de Genolier Swiss Medical Network SA	6
1.3 Procédure d'évaluation	7
1.4 Bases de l'évaluation	7
2 Genolier Swiss Medical Network SA	9
2.1 Vue d'ensemble	9
2.2 Domaine d'activité hôpitaux privés	10
2.3 Domaine d'activité clinique de réadaptation	11
2.4 Domaine d'activité centres médicaux/radio-oncologie	11
2.5 Domaine d'activité résidence pour personnes âgées	11
2.6 Orientation stratégique	11
2.7 Planification financière	12
3 Réflexions sur la valeur de GSMN	14
3.1 Méthodes d'évaluation et vecteurs de valeur	14
3.2 Prise en compte de la stratégie d'expansion à travers des acquisitions	14
3.3 Méthode DCF	15
3.4 Evaluation du marché	18
3.4.1 Evaluation du marché sur la base d'entreprises cotées comparables	18
3.4.2 Evaluation du marché à l'aide de transactions de comparaison	19
3.4.2.1 Transactions d'entreprises comparables	19
3.4.2.2 Transactions avec des actions GSMN	20
4 Analyse de l'évolution du cours des actions et du volume des échanges	21
5 Résumé des résultats de l'évaluation	24
6 Conclusion de la fairness opinion	25
7 Annexe	26
Annexe 1 Calcul du coût moyen pondéré du capital	
Annexe 2 Analyse de beta et structure du capital	
Annexe 3 Multiplicateurs d'entreprise cotées comparables	
Annexe 4 Multiplicateurs de transactions comparables	

## Abréviations

SA	Société anonyme
Groupe des actionnaires	Antoine Hubert, Géraldine Hubert-Reynard et Michel Reybier
BDO	BDO SA
LBVM	Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (Loi sur les bourses, LBVM) du 24 mars 1995 (état au 1 <sup>er</sup> janvier 2009), RS 954.1
OBVM-FINMA	Ordonnance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (Ordonnance sur les bourses-FINMA, OBVM-FINMA) du 25 octobre 2008 (état au 1 <sup>er</sup> janvier 2009), RS 954.193
CAGR	Compound Annual Growth Rate - Taux de croissance annuel moyen
CAPM	Capital Asset Pricing Model (modèle d'évaluation des actifs financiers)
CH	Désignation pour la Suisse
CHF	Franc suisse
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings before interest and taxes - revenus avant intérêts et impôts
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation - bénéfice d'exploitation avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissements)
FP	Fonds propres
EUR	Euro
EV	Valeur de l'entreprise
FCF	Free Cash Flow
FINMA	Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers
CE	Capitaux empruntés
GSMN	Genolier Swiss Medical Network SA, Genolier
Mio.	Millions
MRSI	M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments S.A., Vouvry
n/d	non disponible
n/m	non représentatif (angl.: not meaningful)
SIX	SIX Swiss Exchange SA
COPA	Commission des OPA
OOPA	Ordonnance sur les OPA
WACC	Weighted Average Cost of Capital - Coût moyen pondéré du capital
CMPV	Cours moyen pondéré selon le volume des 60 derniers jours boursiers
p. ex.	Par exemple

## 1 Introduction

### 1.1 Situation initiale

Genolier Swiss Medical Network SA («GSMN»), dont le siège se trouve à Genolier (canton de Vaud), exploite un réseau d'hôpitaux privés en Suisse. Son chiffre d'affaires consolidé s'élevait à environ CHF 192.4 mio. au cours de l'exercice 2010. GSMN dispose de plus de 560 médecins affiliés et emploie en tout plus de 900 collaborateurs.

Les actions de GSMN sont cotées à la SIX Swiss Exchange. Le capital-actions entièrement libéré s'élevait à CHF 31'003'000 au jour d'évaluation du 20 janvier 2010, réparti en 6'200'600 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 5.00 chacune. GSMN possède 80'763 actions propres au jour de référence, 6'119'837 actions étant détenues par les actionnaires.

Le 19 janvier 2011, Antoine Hubert, son épouse Géraldine Hubert-Reynard et l'entrepreneur français Michel Reybier (formant le «groupe des actionnaires») ont conclu une convention justifiant la détention d'une participation de contrôle dans GSMN et la soumission d'une offre publique d'achat aux actionnaires minoritaires de GSMN. En même temps, le groupe a acquis de nouveaux paquets d'actions, portant sa participation à 55.28% (50.44% en actions et 4.84% en options d'achat) du capital-actions et des droits de vote de GSMN. Avec la constitution de ce groupe, la valeur limite a été franchie, ce qui, en vertu de la loi sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières («LBVM»), entraîne une obligation d'offre aux actionnaires minoritaires.

Les 20 et 21 janvier 2011, le groupe des actionnaires a publié l'annonce préalable selon laquelle M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments S.A. («MRSI»), dont le siège se trouve à Vouvry (canton du Valais), allait soumettre une offre publique d'achat aux actionnaires minoritaires. MRSI est une société holding, détenue à parts égales par Antoine Hubert et Géraldine Hubert-Reynard (au travers de HR Finance & Participations) et Michel Reybier (au travers de EMER Holding SA).

Le 11 février 2011, MRSI a publié une offre publique d'achat pour l'ensemble des 2'992'002 actions nominatives de GSMN en circulation, avec un prix d'offre de CHF 19 net par action («le prix d'offre»).

Vu que les actions de GSMN, au cours de 12 derniers mois complets précédant la publication de l'annonce préalable de l'offre publique d'achat de MRSI, sont considérés comme non liquides au sens de la circulaire COPA n° 2, la fixation du prix minimum devait être fondée sur une évaluation effectuée par un organe de contrôle, au sens de l'art. 40, al. 4, OBVM-FINMA. MRSI a mandaté Ernst & Young («E&Y») afin de procéder, en qualité d'organe de contrôle, à une expertise sur la valeur d'une action de GSMN. Dans l'expertise publiée en même temps que le prospectus d'offre, le 11 février 2011, E&Y chiffre à CHF 17.10 la valeur d'une action nominative afin de déterminer le prix minimum sur la base de la méthode du DCF.

Le prix d'offre de MRSI inclut une prime de 7.71% par rapport au cours moyen de l'action GSMN pondéré selon le volume des 60 derniers jours boursiers («CMPV») avant l'annonce préalable ainsi qu'une prime

de 0.80% par rapport au cours de clôture des actions nominatives du 19 janvier 2011 (dernier jour de négoce avant l'annonce préalable de l'offre d'achat le 20 janvier 2011). Le prix d'offre inclut une prime de 11.1% par rapport à la valeur du prix minimum selon le droit des OPA calculé par E&Y. Pour un nombre total de 6'200'600 actions nominatives émises, l'offre correspond à une valeur des fonds propres de GSMN d'environ CHF 117.8 millions.

Dans sa décision du 10 février 2011, la Commission des OPA (COPA) a établi que l'offre publique d'achat de MRSI aux actionnaires de GSMN était conforme aux dispositions légales.

Le 18 février 2011, Michael Schroeder et Alain Fabarez, anciens membres du conseil d'administration de GSMN et actionnaires qualifiés, ont fait opposition à la décision de la COPA du 10 février 2011, au motif notamment que le rapport du conseil d'administration de GSMN, qui prend position sur l'offre publique d'achat du 11 février 2011 et a été publié en même temps qu'elle, n'émane pas d'administrateurs indépendants. Le 24 février 2011, la COPA a prolongé le délai de carence jusqu'au 11 mars 2011, afin de permettre aux parties de répondre à diverses questions.

Le 10 mars 2011, la COPA a rendu une nouvelle décision dans laquelle elle a partiellement fait droit à l'opposition des recourants et a ordonné la publication d'un complément à l'expertise d'évaluation établie par l'organe de contrôle pour le 11 mars 2011. Ce complément au prospectus d'offre a été publié par l'offrante le 11 mars 2011.

Le 17 mars 2011, Messieurs Michael Schroeder et Alain Fabarez ont déposé un recours auprès de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers («FINMA») et ont notamment demandé l'annulation de la décision de la COPA du 10 mars 2011 et l'adoption de mesures destinées à supprimer ce qu'ils considèrent comme un conflit d'intérêts du conseil d'administration de la société cible concernant sa prise de position sur l'offre publique d'achat de MRSI. En outre, l'expertise d'évaluation de E&Y a été remise en question quant aux méthodes d'évaluation choisies et aux chiffres utilisés.

Par sa décision du 6 avril 2011, le Comité des OPA de la FINMA a en partie approuvé les recours déposés par les deux actionnaires qualifiés contre la décision de la COPA du 10 mars 2011. Par conséquent, GSMN doit charger un tiers indépendant d'établir une «fairness opinion» et de prendre ainsi position sur l'offre de M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments SA. En outre, la décision du Comité des OPA de la FINMA du 6 avril 2011 a ordonné que le tiers indépendant mandaté pour établir la fairness opinion évalue l'exhaustivité et l'exactitude des informations mentionnées dans le rapport actualisé et complété du conseil d'administration au sens de l'art. 29, al. 1, LBVM. Notre rapport à ce sujet se présente donc sous la forme d'une prise de position séparée adressée à la Commission des OPA.

GSMN, dans un communiqué de presse publié le 28 avril 2011, a informé le public de l'acquisition d'une participation minoritaire de 49% dans la clinique privée Klinik Lindberg AG, située à Winterthur. L'exécution du contrat aura lieu selon les prévisions le 30 juin 2011. Dans le cadre de la transaction, des options ont été accordées à GSMN en vue de l'acquisition de la part d'actions restante de 51% dans la Klinik Lindberg AG de 2012 à 2014, les autres actionnaires disposant en contrepartie d'une option de

vente de leurs parts pouvant s'exercer en 2014. La Klinik Lindberg AG sera intégrée au réseau de GSMN et, avec la clinique privée Bethanien, constituera le pôle zurichois du groupe.

GSMN a publié le rapport d'activité 2010 le 29 avril 2011.

Dans le cadre de la convocation de l'assemblée générale ordinaire du 8 juin 2011, publiée le 18 mai 2011, le conseil d'administration de GSMN a proposé aux actionnaires de la société, une augmentation ordinaire du capital, dans la proportion d'une action nouvelle contre trois actions existantes, sous réserve des droits de souscription. Selon la proposition du conseil d'administration, le délai pour l'augmentation du capital-actions autorisée doit être prolongé de deux ans.

## 1.2 Mandat du conseil d'administration de Genolier Swiss Medical Network SA

Sur la base de la décision de la FINMA du 6 avril 2011, le conseil d'administration de GSMN a chargé BDO SA («BDO») d'établir une fairness opinion et d'évaluer l'adéquation financière de l'offre d'achat du point de vue des actionnaires publics de GSMN. Le jour de référence retenu pour les travaux d'évaluation est la date de l'annonce préalable de l'offre publique d'achat, du 20 janvier 2011.

La fairness opinion est exclusivement destinée au conseil d'administration de GSMN, à titre d'élément du rapport révisé que celle-ci doit fournir aux actionnaires dans le cadre l'offre d'achat. Dans le cadre de l'offre, la fairness opinion peut-être publiée publiquement dans son intégralité et remise aux parties intéressées. En outre, le rapport révisé adressé par le conseil d'administration aux actionnaires peut y faire référence. Toute utilisation à d'autres fins n'est pas autorisée.

La fairness opinion ne constitue pas une recommandation à un actionnaire quel qu'il soit d'accepter ou de rejeter l'offre de MRSI. L'expertise relative à l'adéquation financière de l'offre ne contient aucune prise de position sur les recommandations adressées par le conseil d'administration aux actionnaires. La fairness opinion ne comporte aucune analyse de fond des avantages et des inconvénients de l'offre publique d'achat pour les actionnaires de GSMN. Elle ne comprend, non plus, aucune évaluation concernant les répercussions de la transaction proposée et de l'offre sur les actionnaires qui n'acceptent pas l'offre, ni la valeur future des actions non proposées ou le prix auquel elles seront négociées après l'exécution de l'offre.

Dans le cadre de l'établissement de la fairness opinion, BDO n'a procédé ni à une révision au sens du droit des sociétés anonymes ni à une due diligence. Aucune inspection physique de quelque site ou de quelque local que ce soit n'a été effectuée.

Lors de l'établissement de la fairness opinion, BDO est partie du principe que les documents financiers et autres données utilisés concernant GSMN étaient exacts et complets; elle s'y est fiée, sans assumer la responsabilité de l'examen indépendant de ces informations. Notre responsabilité se limite à l'évaluation minutieuse et professionnelle des informations qui ont été mises à notre disposition et qui sont décrites à l'alinéa 1.4.

BDO s'appuie en outre sur la déclaration écrite de la direction de GSMN, qui atteste n'avoir connaissance d'aucun fait ni d'aucune circonstance en vertu desquels les informations et les documents mis à disposition pourraient être incomplets, incorrects ou fallacieux.

D'après les déclarations faites et notre propre évaluation, nous sommes indépendants de l'offrant, de la société cible et des personnes agissant de concert avec eux, conformément aux dispositions de l'art. 30. al. 6. OOPA. En outre, en tant que société d'audit autorisée, nous sommes particulièrement qualifiés pour établir la présente fairness opinion.

### 1.3 Procédure d'évaluation

Pour évaluer l'adéquation du prix d'offre des actions de GSMN, BDO a procédé à des analyses complètes et a mené des réflexions approfondies en termes de valeur. Ces travaux ont abouti à une fourchette pour la valeur opérationnelle de l'entreprise respectivement la valeur des fonds propres de GSMN. La fourchette de valeurs pour les fonds propres de GSMN a permis d'établir la fourchette de valeurs par action nominative de GSMN. Cette fourchette constitue le critère permettant de déterminer si le prix d'offre peut être considéré comme financièrement juste et adéquat.

Les réflexions sur la valeur de GSMN reposent sur un examen Stand-Alone et Going Concern. Ne sont pas pris en compte les effets individuels de l'offre du point de vue de l'actionnaire, comme p. ex. les répercussions fiscales de son acceptation ou de son refus.

La fourchette utilisée dans la présente fairness opinion pour une action nominative de GSMN a essentiellement été calculée sur la base de la méthode du Discounted Cash Flow («évaluation DCF»). En outre, sur la base des résultats de l'évaluation DCF, nous avons effectué des analyses de sensibilité à travers des variations des vecteurs essentiels de valeur que sont le taux d'escompte, la croissance à long terme et la marge EBITDA. De plus, par souci de plausibilité, les résultats de la méthode DCF ont été comparés à ceux de la méthode d'évaluation du marché. Celle-ci comprend l'analyse des multiplicateurs d'entreprises cotées en Bourse comparables, ainsi que l'analyse de transactions comparables avec des entreprises analogues. Nous avons également effectué des analyses des transactions de l'offrante ainsi que des personnes agissant de concert dans l'offre publique d'achat. Une autre comparaison a porté sur l'analyse de l'évolution historique du cours boursier de l'action GSMN.

### 1.4 Bases de l'évaluation

BDO a pris comme base les éléments suivants pour les travaux d'évaluation visant à évaluer l'adéquation du prix d'offre proposé:

- Les informations publiques sur GSMN jugées pertinentes pour l'analyse. En font notamment partie les rapports d'activité de la société cible pour les années 2008 et 2009, ainsi que divers comptes rendus de journaux, communiqués de presse et publications d'autres prestataires de services d'information comme Bloomberg;

- Les informations financières relatives à l'exercice clos au 31 décembre 2010 qui figurent dans le rapport d'activité 2010;
- Le bilan intermédiaire au 31 mars 2011 établi par la direction et non révisé;
- Le budget 2011, approuvé par le conseil d'administration de GSMN en décembre 2010;
- La planification à moyen terme de 2011 à 2014, avec des chiffres et des quantités détaillés. Cette planification a été établie par la direction et n'a pas fait l'objet d'une décision du conseil d'administration de GSMN;
- Les entretiens avec la direction de GSMN (CFO et contrôleur de gestion) concernant la situation financière et bénéficiaire, l'environnement de marché actuel et attendu, les principaux vecteurs de valeurs ainsi que les hypothèses et les paramètres de base utilisés pour élaborer les documents de planification;
- Les données financières et du marché des capitaux de GSMN, ainsi que celles d'entreprises cotées de comparaison sélectionnées (sources: Bloomberg, Capital IQ);
- Les données relatives à des transactions d'entreprises jugées comparables (source: mergermarket);
- Les cours des actions et les volumes négociés historiques de GSMN (sources: SIX, Bloomberg);
- Les décisions de la COPA dans le cadre de l'offre publique d'achat;
- La décision de la FINMA du 6 avril 2011;
- Les échanges de courrier entre les parties et la COPA ainsi que la FINMA concernant l'offre publique d'achat.

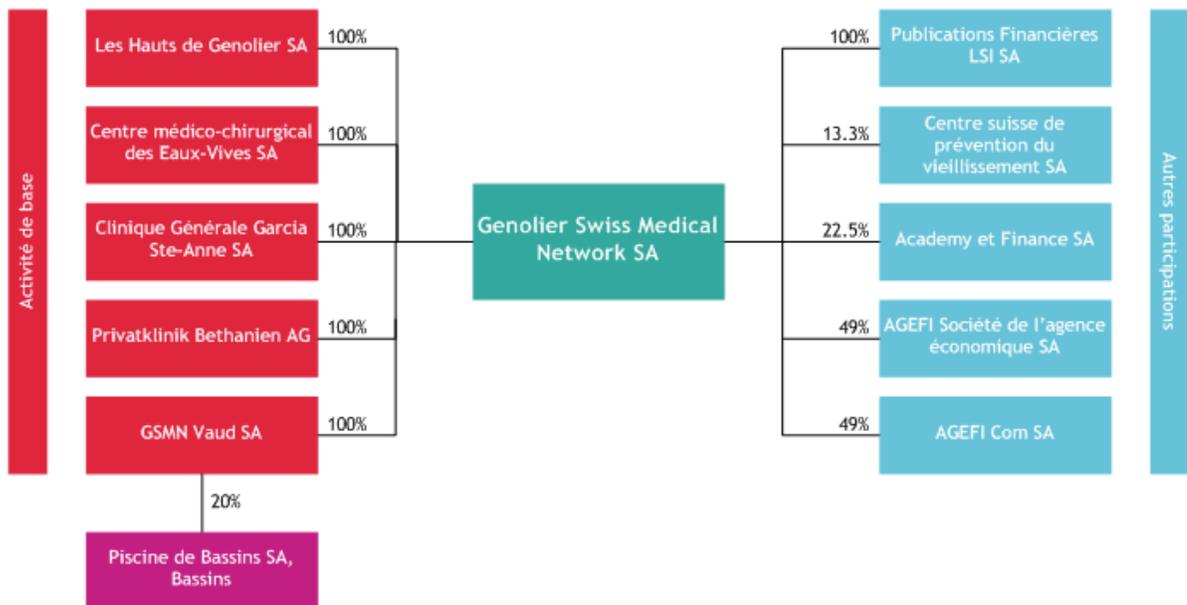
## 2 Genolier Swiss Medical Network SA

### 2.1 Vue d'ensemble

La société GSMN, cotée à la SIX Swiss Exchange et dont le siège se trouve à Genolier, possède en Suisse quatre hôpitaux privés, une clinique de réadaptation, un centre médical pluridisciplinaire et une résidence pour personnes âgées. La structure organisationnelle est représentée dans le graphique ci-dessous, l'activité de base étant indiquée en rouge et les autres participations en bleu.

*Illustration 1: Structure de GSMN*

Structure organisationnelle de GSMN  
Source: Rapport d'activité GSMN 2009 + 2010

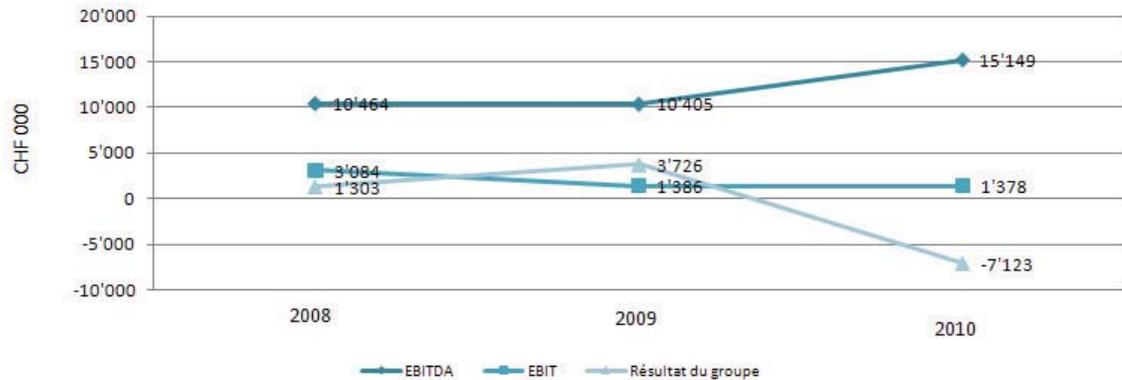


La représentation de la structure organisationnelle correspond à la structure avant l'annonce de la participation prévue de 49% à la société Klinik Lindberg AG, Winterthour.

Les participations à la Clinique de Genolier SA, à la Clinique de Valmont SA, à la Clinique de Montchoisi SA et à GSMN Management und Services AG sont regroupées dans la GSMN Vaud SA.

Le graphique ci-dessous montre l'évolution des principaux indicateurs financiers de GSMN.

*Illustration 2: Indicateurs financiers de GSMN*



Source: GSMN

Au cours de l'exercice 2009, GSMN a enregistré un chiffre d'affaires brut consolidé de CHF 139.3 mio. et un EBIT de CHF 1.4 mio. Lors de l'exercice 2010 écoulé, le chiffre d'affaires brut s'élevait à environ CHF 192.4 mio. et l'EBIT à quelque CHF 1.4 mio. La progression du chiffre d'affaires en 2010 est surtout due à l'acquisition de la clinique privée zurichoise Bethanien AG.

## 2.2 Domaine d'activité hôpitaux privés

Sont considérés comme hôpitaux privés de GSMN la Clinique de Genolier, la Clinique de Montchoisi, la Clinique Générale Ste-Anne et la clinique privée Bethanien.

Les cliniques privées offrent un large éventail de traitements médicaux mais se distinguent en particulier dans les domaines de l'orthopédie, de l'oncologie, de la gynécologie, de la chirurgie générale et de la chirurgie plastique. La Clinique de Genolier, fleuron de GSMN, effectue en outre les opérations des yeux au laser. Le centre d'oncologie de la Clinique de Genolier est considéré comme l'un des établissements les plus modernes d'Europe et a été la première clinique suisse à offrir la radiothérapie (traitement alternatif du cancer du sein).

Le 4 janvier 2010, GSMN a acquis 100% de la clinique privée Bethanien à Zurich. Le domaine d'activité de cette clinique comprend essentiellement la chirurgie générale, la gynécologie et l'obstétrique, l'oto-rhino-laryngologie, la chirurgie du visage et de la mâchoire, l'orthopédie, la chirurgie plastique et reconstructrice, l'urologie et la chirurgie gastrique. Avec l'achat annoncé le 28 avril 2011 d'une participation minoritaire de 49% dans la clinique Lindberg AG, à Winterthour, la clinique privée Bethanien représente la tête de pont de GSMN en Suisse alémanique.

A l'exception de la Clinique Générale Ste-Anne, les cliniques privées visent essentiellement les assurés semi-privés et privés, ainsi que les patients (étrangers) qui paient eux-mêmes les soins.

### 2.3 Domaine d'activité clinique de réadaptation

La Clinique Valmont a été conçue exclusivement pour la réadaptation orthopédique et neurologique. Seule clinique de réadaptation du groupe GSMN, bon nombre de ses patients viennent des cliniques du groupe. De par son équipement technique de pointe et ses prestations d'hospitalité haut de gamme, elle s'adresse aux assurés semi-privés et privés.

### 2.4 Domaine d'activité centres médicaux/radio-oncologie

Le Centre médico-chirurgical des Eaux-Vives comprend un centre médical (env. 20 médecins) dans le domaine de la médecine générale, de l'oncologie, des maladies cardio-vasculaires et des maladies infantiles. L'établissement gère en outre un centre de radio-oncologie et est destiné au traitement du cancer par radiothérapie ou chimiothérapie de patients ambulatoires (env. 130 par jour).

### 2.5 Domaine d'activité résidence pour personnes âgées

La Résidence Les Hauts de Genolier se trouve juste derrière la Clinique de Genolier et offre un hébergement médicalisé aux retraités ou aux personnes ayant des problèmes de santé.

### 2.6 Orientation stratégique

La société GSMN représente actuellement le deuxième plus grand réseau d'hôpitaux privés en Suisse. Outre l'augmentation organique du volume visée, la stratégie de croissance définie se concentre essentiellement sur l'extension du réseau national d'hôpitaux par l'acquisition de cliniques et leur restructuration. La stratégie d'acquisition visée doit exploiter, d'une part, les avantages en termes de taille, et d'autre part les potentiels de synergie qui en découlent.

GSMN entend offrir aux patients suisses et étrangers un traitement stationnaire haut de gamme. Elle entend pour cela se démarquer d'autres prestataires dans le domaine de la santé par la qualité élevée des prestations offertes. Celle-ci sera atteinte grâce à un encadrement expérimenté et spécialisé, à un environnement de travail agréable pour le personnel et à la constitution d'un label de qualité indépendant «GSMN».

## 2.7 Planification financière

Les principales hypothèses pour la période de planification, comprenant le budget de 2011 et la planification à moyen terme de 2012 à 2014, sont représentées comme suit:

*Tableau 1: Hypothèses de planification*

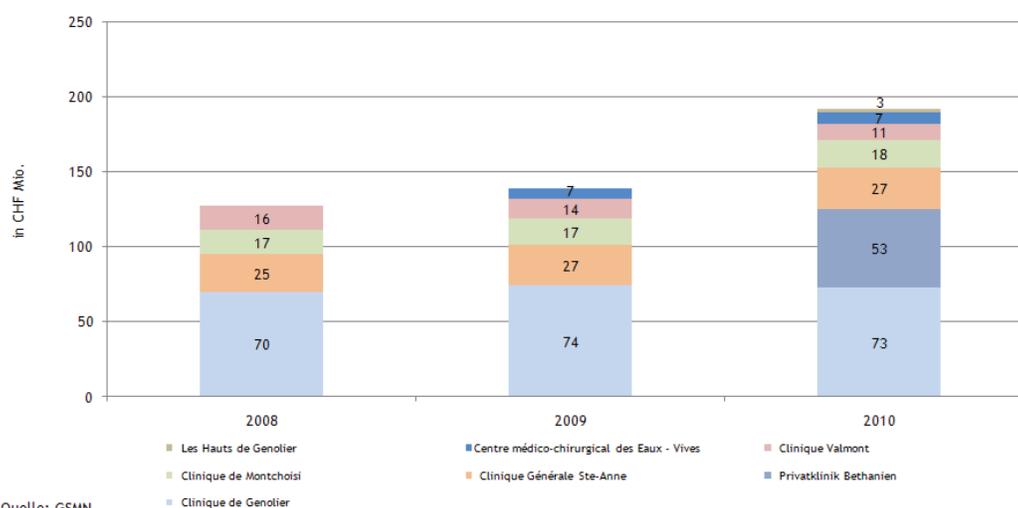
Evolution historique et planification (CHF 000)	2008	2009	2010	2008-2010	2011-2014
				CAGR	CAGR
Chiffre d'affaires brut d'après les comptes annuels	127'844	139'332	192'377	22.67%	4.22%
EBITDA	10'464	10'405	15'149	20.32%	7.69%
EBIT	3'084	1'386	1'378	-33.15%	14.54%
Investissements	9'270	11'912	27'113	71.02%	-14.53%
				<i>moyenne</i>	<i>moyenne</i>
<i>Croissance du chiffre d'affaires d'une année à l'autre</i>	9.52%	8.99%	38.07%		
<i>Marge EBITDA</i>	8.18%	7.47%	7.87%	7.84%	12.04%
<i>Marge EBIT</i>	2.41%	0.99%	0.72%	1.37%	5.28%
<i>Investissements par rapport au chiffre d'affaires</i>	7.25%	8.55%	14.09%	9.96%	7.22%

Source: Chiffres GSMN

La planification financière repose sur le budget de 2011 approuvé par le conseil d'administration et sur la planification à moyen terme de 2012 à 2014 établie par la direction. Les documents de planification ainsi que les hypothèses retenues et les paramètres utilisés ont été discutés en détail avec la direction de GSMN pendant les travaux d'évaluation, et leur plausibilité ainsi que leur cohérence ont été analysées. D'après la planification financière utilisée pour les travaux d'évaluation, la direction s'attend, pour la période de planification allant de 2011 à 2014 y compris, à une progression annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 4.2%.

### Evolution du chiffre d'affaires

*Illustration 3: Evolution du chiffre d'affaires de GSMN en fonction des cliniques*



La hausse du chiffre d'affaires de 2009 à 2010 est essentiellement due à l'acquisition de la clinique privée Bethanien AG. Le bilan intermédiaire provisoire au 31 mars 2011 fait apparaître un écart du chiffre d'affaires de -4% par rapport au budget corrigé des variations saisonnières. Par rapport au budget linéaire, le chiffre d'affaires fin mars 2011 est inférieur de 1.5% seulement. Au premier trimestre 2011, la marge EBITDA est inférieure de 1% à la valeur annuelle budgétisée.

#### Evolution des marges

Une hausse marquée de la marge EBITDA est prévue à l'horizon de planification. La direction table sur une marge EBITDA moyenne de 12%, soit une augmentation de 4.2 points de pourcentage par rapport à la moyenne des exercices allant de 2008 à 2010 inclus.

Il s'agit d'atteindre cette progression grâce à une meilleure gestion des coûts et un accroissement général de l'utilisation des capacités.

#### Investissements

Le modèle commercial de GSMN repose sur le fait que les immeubles utilisés pour l'exploitation ne sont en principe pas la propriété du groupe mais sont à la disposition des établissements via des contrats de leasing ou de location conclus sur le long terme.

Après les investissements élevés effectués en 2010, représentant environ 14% du chiffre d'affaires annuel de 2010, il est prévu pour l'exercice 2011 un volume d'investissement correspondant à environ 11% du chiffre d'affaires budgétisé. Dans les années de planification de 2012 à 2014, on escompte un volume d'investissement stable correspondant à 6% du chiffre d'affaires attendu.

### 3 Réflexions sur la valeur de GSMN

#### 3.1 Méthodes d'évaluation et vecteurs de valeur

C'est la méthode DCF qui a été la principale méthode utilisée pour évaluer l'adéquation financière du prix d'offre pour les actions nominatives de GSMN.

En outre, une analyse des entreprises cotées en Bourse comparables ainsi qu'une analyse des transactions comparables ont été effectuées afin d'évaluer la plausibilité des fourchettes de valeur établies au moyen de la méthode DCF.

Les principaux vecteurs de valeur du modèle commercial de GSMN sont l'utilisation des chambres et des places de thérapie disponibles, ainsi que l'exploitation optimale de l'offre de santé et des ressources en personnel existantes. La gestion des coûts joue un rôle important dans l'amélioration des marges.

#### 3.2 Prise en compte de la stratégie d'expansion à travers des acquisitions

GSMN envisage atteindre sa politique de croissance non seulement par un développement organique mais aussi par des rachats d'entreprises. Outre les avantages en termes de taille qui en découleront, cette stratégie d'expansion par le biais d'acquisitions, avec notamment la constitution d'un réseau national de cliniques, devrait aussi libérer des potentiels de synergie. GSMN a identifié divers objets d'achat potentiels à travers les négociations en partie déjà menées. La société nous a communiqué les informations et les indications sur les valeurs de référence de ces objets d'acquisition potentiels en vue de l'établissement de la présente fairness opinion. Le 28 avril 2011, GSMN a annoncé l'acquisition d'une participation minoritaire de 49% dans la société Klinik Lindberg AG, à Winterthur, avec une option d'achat sur les 51% restants du capital-actions entre 2012 et 2014.

Les acquisitions d'entreprises s'accompagnent d'incertitudes et de risques intrinsèques considérables quant au montant du prix d'achat payé, ainsi qu'à la réussite de l'intégration et à la mise en œuvre effective de synergies. L'acquisition d'une entreprise ne génère pas immédiatement des synergies car on peut supposer que le prix du marché payé (at arm's length) comprend déjà les éléments d'optimisation correspondants et que, outre l'augmentation de taille, il n'en résulte aucune plus-value immédiate pour l'actionnaire. De surcroît, outre les possibilités d'une intégration réussie, il existe également les risques et les incertitudes précédemment évoqués, liés à une création de valeur supplémentaire par le biais de l'acquisition.

L'évaluation réalisée avec la méthode DCF prend en considération le développement stratégique de GSMN par croissance externe, y compris l'acquisition envisagée et révélée au moment de l'établissement de la fairness opinion (voir précédemment). Cet aspect fait partie du WACC (voir commentaire au chapitre 3.3 ci-dessous pour le calcul du WACC).

### 3.3 Méthode DCF

La méthode DCF est une méthode reconnue et répandue permettant de calculer la valeur d'entreprise d'une société. Elle se fonde sur le calcul des flux de trésorerie futurs escomptés (free cash-flows, «FCF»), dont la détermination repose en grande partie sur un plan commercial. On entend par cash-flow le FCF, défini comme la somme des cash-flows issus de l'exploitation opérationnelle et des cash-flows découlant d'investissements dans les immobilisations et l'actif circulant.

Un taux de coût du capital de la société à évaluer est calculé pour escompter les FCF futurs à partir de la valeur actuelle. Les coûts des fonds propres et des capitaux empruntés sont pour cela calculés séparément puis calculés en tant que WACC, après avoir été pondérés en fonction de la structure de financement de la société (structure des fonds propres/des capitaux empruntés). Le calcul du taux de coût des fonds propres repose sur le Capital Asset Pricing Model («modèle-CAPM»), en vertu duquel la prime de risque spécifique à l'entreprise correspond à la multiplication du «levered» bêta par la prime de risque de marché. Dans ce calcul, le «levered» bêta mesure le risque d'entreprise systématique par rapport au risque de marché global et dépend notamment de la structure de financement. La taille de l'entreprise n'est pas un élément du modèle CAPM. Afin de refléter de manière appropriée cette donnée pertinente lors de la détermination de la valeur d'entreprise, il a en outre été tenu compte d'une prime pour les entreprises plus faiblement capitalisées dans le calcul du coût des fonds propres. Cette prime supplémentaire prise en compte repose sur des calculs empiriques.

Les coûts des capitaux empruntés découlent du taux d'intérêt sans risque et d'une prime des capitaux empruntés spécifique à l'entreprise. L'inclusion d'une prime dans les capitaux empruntés tient compte du fait qu'une entreprise ne peut emprunter des capitaux à un taux d'intérêt sans risques mais doit payer une prime au bailleur des capitaux empruntés sous forme d'une majoration d'intérêt en raison du risque d'entreprise spécifique.

La méthode DCF distingue deux phases de planification bien distinctes. Dans le cas présent, il est tenu compte, d'une part d'une phase de planification achevée conformément au budget 2011 et d'une planification à moyen terme de 2012 à 2014, et d'autre part d'une période perpétuelle ultérieure non close qui suit la dernière année de planification 2014 et qui est qualifiée de valeur résiduelle. La somme des FCF escomptés de la phase de planification close et de la valeur résiduelle escomptée donne la valeur de l'entreprise globale. Pour calculer la valeur des fonds propres et donc celle d'une action nominative de GSMN, nous avons soustrait les capitaux empruntés rémunérés et autres obligations non relatives à l'exploitation, et ajouté les actifs non nécessaires à l'exploitation.

La valeur résiduelle ou le free cash-flow durable comme poursuite de la phase de planification détaillée a été calculée à l'aide du Gordon-Growth-Modell, avec pour hypothèse les paramètres suivants.

Le point de départ du calcul du free cash-flow perpétuel est le chiffre d'affaires de la dernière année de planification 2014, dans l'hypothèse d'une marge EBITDA durable de 12.8%. Il a en outre été supposé que les amortissements durables futurs correspondent aux investissements.

Le taux de croissance utilisé pour le calcul de la valeur résiduelle a une incidence déterminante sur le résultat de l'évaluation car la méthode DCF accorde généralement une grande importance à la valeur résiduelle. Pour la valeur résiduelle, nous avons tablé sur une croissance de 1.0% pour l'évaluation de GSMN, ce qui correspond à une prévision d'inflation moyenne modérée pour la Suisse.

Le WACC, avec lequel les free cash-flows ont été escomptés, repose sur les coûts des fonds propres et des capitaux empruntés après impôts, ainsi que sur la structure de financement adoptée. Pour GSMN, le WACC calculé au jour de référence est de 7.27% et repose sur un coût des fonds propres de 9.04% et sur un coût des capitaux empruntés de 4.0% après impôts.

Les paramètres utilisés pour le calcul du WACC sont décrits ci-après (voir aussi Calcul du WACC, annexe 1).

### Taux d'intérêt sans risque

Le taux d'intérêt sans risque décrit la prévision de rendement nominale pour un placement sans risque. En tant que grandeur nominale, le taux d'intérêt sans risque inclut une prévision quant à la rémunération réelle et à l'inflation. Le taux SWAP à dix ans pour le franc suisse de 2.4% a été fixé comme grandeur de base.

### Prime de risque de marché

Le calcul du WACC repose sur une prime de risque de marché de 5%. Cette prime correspond à la différence entre le rendement moyen du marché des actions et celui du marché obligataire. Pour le marché suisse des actions, nous renvoyons à l'étude de Pictet & Cie<sup>1</sup>.

### Bêta

Le facteur bêta «unlevered» a été déterminé sur la base d'entreprises cotées comparables. Le facteur bêta unlevered établi pour GSMN est de 0.41. Les informations relatives au facteur bêta des entreprises de comparaison définies sont présentées à l'annexe 2. Le bêta «relevered» pour GSMN a été déduit des bêtas unlevered des entreprises de comparaison et s'élève à 0.63.

### Autres majorations

La prime liée à la taille de l'entreprise reflète la prévision de risque/rendement accrue liée à un investissement dans une petite ou moyenne entreprise en termes de capitalisation boursière. Elle correspond à la différence entre le rendement effectivement observable sur le long terme des entreprises à faible capitalisation et le rendement estimé pour ces entreprises au moyen du CAPM.

La prime de 3.50% prise en compte pour l'évaluation de GSMN a été déterminée sur la base de l'étude annuelle publiée par Ibbotson Associates<sup>2</sup>. Pour refléter la stratégie d'expansion de GSMN dans le taux

---

1 Pictet & Cie.: «La Performance des actions et des obligations en Suisse (1926-2010)», janvier 2011

2 Voir Ibbotson Associates, 2010 Yearbook

d'escompte, nous avons réduit de 0.5% la prime de 4% déterminée par Ibbotsson pour une entreprise de la taille actuelle de GSMN et l'avons intégrée avec une valeur de 3.5% dans le WACC.

### Structure du capital

La structure moyenne du capital à long terme avec une quote-part de capitaux empruntés de 35% correspond aux rapports de financement actuels et, selon les déclarations de la direction, à la structure du capital cible visée à long terme. La structure du capital visée doit aussi être maintenue en tenant compte de la stratégie de croissance définie par des acquisitions, en partant du principe que les moyens financiers supplémentaires nécessaires pour les rachats d'entreprises seront couverts par des fonds propres et des capitaux empruntés, conformément au rapport de la structure du capital cible.

### Coût des capitaux empruntés

Sur la base du coût effectif des capitaux empruntés de GSMN, la prime attendue prise en compte s'élève à un taux d'intérêt sans risque de 2.70%.

### Taux d'impôt

Suite aux entretiens avec la direction de GSMN, nous avons appliqué un taux d'imposition du groupe de 22% pour l'évaluation.

### Résultat de l'évaluation DCF

Afin de corroborer les valeurs calculées avec la méthode DCF, nous avons procédé à des calculs de sensibilité, en faisant varier les principaux vecteurs de valeur que sont le WACC, le taux de croissance perpétuelle dans la valeur résiduelle et la marge EBITDA.

*Tableau 2: Analyse de sensibilité*

<b>Modification de la valeur par action</b>					
<b>Modification WACC</b>	<b>0.30%</b>	<b>0.15%</b>	<b>0.00%</b>	<b>-0.15%</b>	<b>-0.30%</b>
<i>Modification de la valeur de l'action</i>	<i>-7.37%</i>	<i>-3.77%</i>	<i>0.00%</i>	<i>3.96%</i>	<i>8.11%</i>
<b>Modification de la croissance perpétuelle</b>	<b>-0.30%</b>	<b>-0.15%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.15%</b>	<b>0.45%</b>
<i>Modification de la valeur de l'action</i>	<i>-6.36%</i>	<i>-3.26%</i>	<i>0.00%</i>	<i>3.41%</i>	<i>10.77%</i>
<b>Modification de la marge EBITDA</b>	<b>-0.30%</b>	<b>-0.15%</b>	<b>0.00%</b>	<b>0.15%</b>	<b>0.30%</b>
<i>Modification de la valeur de l'action</i>	<i>-0.98%</i>	<i>-0.49%</i>	<i>0.00%</i>	<i>-4.28%</i>	<i>-1.05%</i>

Source: Calculs BDO

La somme de la valeur escomptée issue de la phase de planification détaillée et de la valeur résiduelle donne, pour la valeur opérationnelle d'entreprise de GSMN, une fourchette de valeurs de CHF 174.3 mio. à CHF 185.8 mio. Pour calculer la valeur des fonds propres de GSMN, nous avons ajouté les actifs non nécessaires à l'exploitation (placements financiers non opérationnels, reports de pertes fiscalement exploitables et liquidités) à hauteur de CHF 10.4 mio. au total et retranché les capitaux

empruntés rémunérés, ainsi que les autres engagements non nécessaires à l'exploitation, à hauteur de CHF 78.1 mio. Sur la base du calcul effectué à l'aide de la méthode DCF et des analyses de sensibilité effectuées, on obtient donc une fourchette de CHF 106.7 mio. à CHF 118.1 mio. pour la valeur des fonds propres de GSMN.

Avec en tout 6'119'837 actions nominatives en circulation au jour de référence, il en résulte donc une fourchette de valeurs de CHF 17.50 à CHF 19.40 par action nominative de GSMN.

### 3.4 Evaluation du marché

Dans l'évaluation du marché, la valeur de l'entreprise est déterminée sur la base de la comparaison avec la valeur d'entreprise de sociétés cotées comparables ou au moyen de transactions de comparaison d'entreprises similaires cotées ou non. Comme pour l'évaluation à l'aide de la méthode DCF, la valeur des fonds propres est calculée par l'addition des actifs non nécessaires à l'exploitation et par la soustraction, de la valeur de l'entreprise, des engagements rémunérés ayant une incidence sur les liquidités.

#### 3.4.1 Evaluation du marché sur la base d'entreprises cotées comparables

Les évaluations de marché sur la base d'entreprises cotées comparables sont établies par la mise en relation de la valeur des fonds propres, c'est-à-dire la capitalisation boursière et les engagements nets existants, avec les indicateurs financiers d'exploitation escomptés ou atteints.

Les indicateurs calculés sont ensuite multipliés par les indicateurs financiers d'exploitation de GSMN et les engagements financiers nets sont alors déduits du résultat (capitaux empruntés rémunérés et non nécessaires à l'exploitation moins les liquidités et autres actifs non nécessaires à l'exploitation), afin d'obtenir la valeur des fonds propres.

Ont notamment été retenues comme entreprises de comparaison des sociétés cotées en Europe qui opèrent dans le même secteur que GSMN; elles sont représentées à l'annexe 3.

Les indicateurs des entreprises de comparaison sont fondés sur les estimations d'analystes bancaires pour les années 2011 à 2013. Les valeurs médianes des multiplicateurs sont appliquées aux indicateurs financiers de GSMN correspondants.

Les indicateurs d'exploitation doivent tenir compte des vecteurs de valeur essentiels pour une société et prendre en considération les calculs correspondants spécifiques au secteur. Les multiplicateurs généralement reconnus et utilisés pour les sociétés de services sont le chiffre d'affaires, l'EBITDA et l'EBIT.

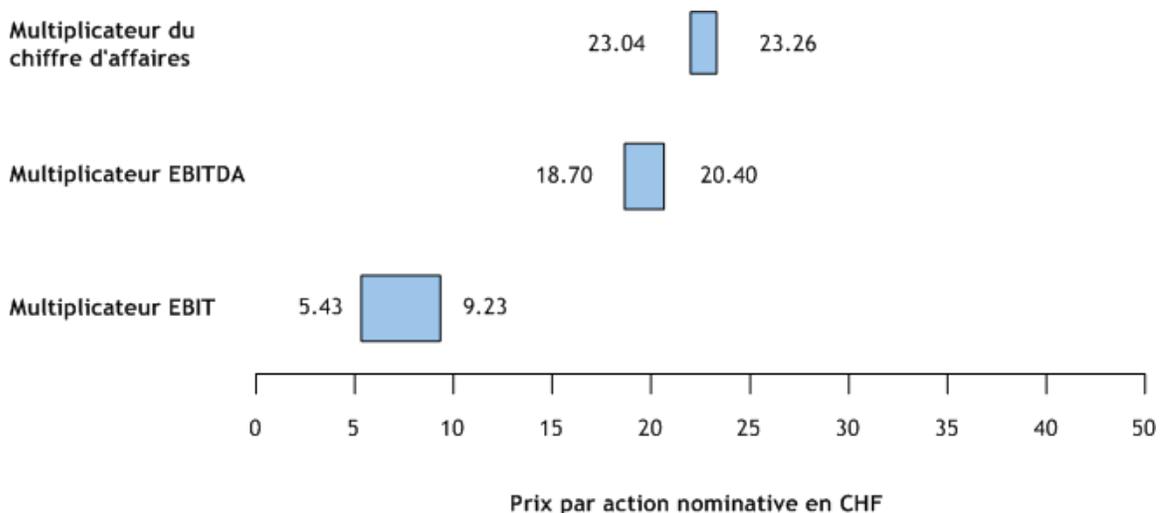
Les multiplicateurs EBITDA et EBIT se différencient fondamentalement du multiplicateur du chiffre d'affaires en ce qu'ils prennent également en considération les coûts dans le compte de résultats et sont donc plus représentatifs concernant l'entreprise à évaluer. Contrairement au multiplicateur EBIT,

le multiplicateur EBITDA n'est pas influencé par la politique d'amortissement des sociétés de comparaison. Selon nous, ce multiplicateur est donc en l'occurrence la valeur de comparaison la plus représentative. Les multiplicateurs des sociétés de comparaison sont représentés à l'annexe 3.

#### Résultat de l'évaluation sur la base d'entreprises de comparaison

L'évaluation sur la base de divers multiplicateurs d'entreprises de comparaison cotées aboutit aux fourchettes de valeurs par action nominative de GSMN représentées dans l'illustration ci-dessous.

#### *Illustration 4: Evaluation du marché sur la base d'entreprises cotées comparables*



A partir des multiplicateurs EBITDA d'entreprises cotées comparables, nous avons calculé pour la valeur d'entreprise de GSMN une fourchette de valeurs de CHF 182.2 mio. à CHF 192.6 mio. Après prise en compte des actifs non nécessaires à l'exploitation et des capitaux empruntés rémunérés, la fourchette est de CHF 114.5 mio. à CHF 124.9 mio. pour la valeur des fonds propres, soit de CHF 18.70 à CHF 20.40 par action nominative.

La fourchette de valeurs calculée à l'aide d'entreprises de comparaison sur la base du multiplicateur EBITDA est légèrement supérieure au résultat obtenu au moyen de la méthode DCF.

### 3.4.2 Evaluation du marché à l'aide de transactions de comparaison

#### 3.4.2.1 Transactions d'entreprises comparables

En complément à l'analyse d'évaluation au moyen de multiplicateurs d'entreprises cotées comparables, nous avons procédé à une analyse des transactions d'entreprises comparables dans le domaine des hôpitaux privés.

Dans cette analyse, il convient de noter que les prix payés dans des transactions peuvent être faussés par des caractéristiques spécifiques à la transaction, comme p. ex. le paiement de primes pour l'acquisition d'une majorité de contrôle, si bien que la représentativité des multiplicateurs de

transaction peut être limitée. Il convient aussi d'ajouter que les transactions passées ne reflètent pas obligatoirement le contexte d'évaluation sur la même période, ce qui relativise leur poids dans le cadre de l'environnement actuel. En outre, il faut tenir compte du fait qu'une transaction s'accompagne aussi, en général, d'un changement de contrôle, récompensé par une prime. Il n'en est pas ainsi dans le cas présent de GSMN car l'offrante dispose déjà de la majorité de contrôle. Cet élément doit être pris en compte dans l'évaluation des multiplicateurs.

Les critères de sélection essentiels pour l'identification de transactions comparables comprennent les points suivants:

- L'entreprise cible opère dans le même secteur que GSMN;
- La transaction a été effectuée dans la période comprise entre 2007 et le jour d'évaluation;
- Le prix de la transaction et les indicateurs financiers essentiels de l'entreprise cible sont connus au moment de la transaction.

Nous avons identifié différentes transactions, qui sont représentées à l'annexe 4. Les multiplicateurs du chiffre d'affaires, de l'EBITDA et de l'EBIT ont été calculés pour chaque transaction, sur la base des données accessibles au public relatives à ces transactions.

A partir des multiplicateurs EBIT et EBITDA des transactions analysées, on obtient pour la valeur d'entreprise de GSMN une fourchette de valeurs de CHF 65.5 mio. à CHF 132.2 mio. pour les fonds propres. Il en résulte, en termes d'actions nominatives en circulation au jour d'évaluation, une fourchette de CHF 10.70 à CHF 21.60 par action nominative. Compte tenu des distorsions de prix évoquées ci-dessus dans le cadre de l'évaluation sur la base de transactions de comparaison, nous considérons que la pertinence de la fourchette de valeurs établie à partir de cette méthode est faible.

#### 3.4.2.2 Transactions avec des actions GSMN

Comme il ressort du prospectus de l'offre publique d'achat adressée aux actionnaires publics de GSMN (3.6 Achat et vente de droits de participation de GSMN), l'offrante et les personnes agissant de concert avec elle ont négocié des actions de GSMN au cours des douze mois précédant la publication de l'annonce préalable, le 20 janvier 2011. Les contreparties étaient d'une part des tiers, et d'autre part des personnes exerçant des fonctions d'organes au sein de l'entreprise et ayant donc accès à des informations non accessibles au public sur la stratégie et la marche des affaires de GSMN.

Des prix allant de CHF 17.70 à CHF 19.66 ont été payés par action nominative de GSMN. Nous considérons ces transactions comme des transactions de comparaison pertinentes permettant de corroborer la fourchette de valeurs des actions de GSMN calculée à l'aide de la méthode DCF.

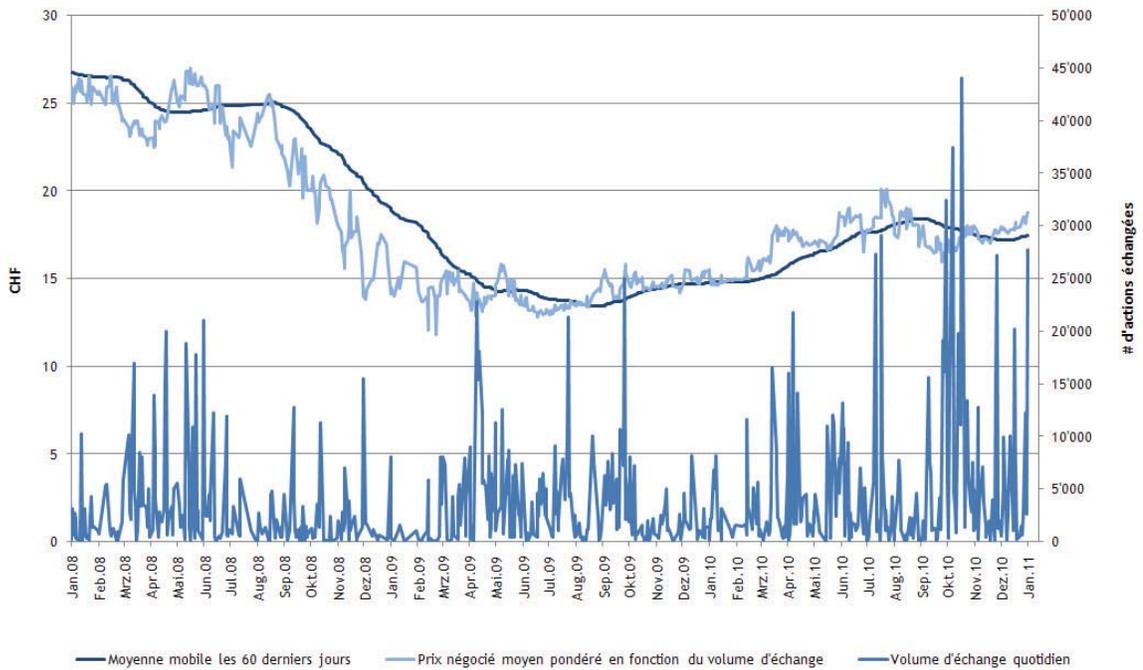
L'analyse des transactions effectuées par l'offrante et les personnes agissant de concert avec elle au cours des douze mois précédant la publication de l'annonce préalable de l'offre publique d'achat confirme la fourchette de valeurs calculée à l'aide de la méthode DCF pour une action de GSMN.

#### 4 Analyse de l'évolution du cours des actions et du volume des échanges

Le prix d'offre de CHF 19 par action nominative de GSMN est supérieur de 7.71% au cours de clôture moyen (CMPV) de l'action GSMN de CHF 17.64 pendant les 60 derniers jours de négoce précédant la date de l'annonce préalable.

Le graphique ci-dessous montre l'évolution historique du cours des actions et le volume quotidien des échanges dans les trois ans précédant le jour d'évaluation du 20 janvier 2011.

*Illustration 5: Cours des actions et volume des échanges*



Source: Bloomberg

La performance relative de l'action GSMN par rapport à des indices apparaît sur le graphique suivant:

*Illustration 6: Performance historique relative*



Source: Bloomberg

L'évolution du cours des actions de GSMN depuis leur cotation à la SIX Swiss Exchange en juillet 1999 est représentée sur le graphique ci-dessous:

*Illustration 7: Evolution du cours des actions depuis la première cotation*



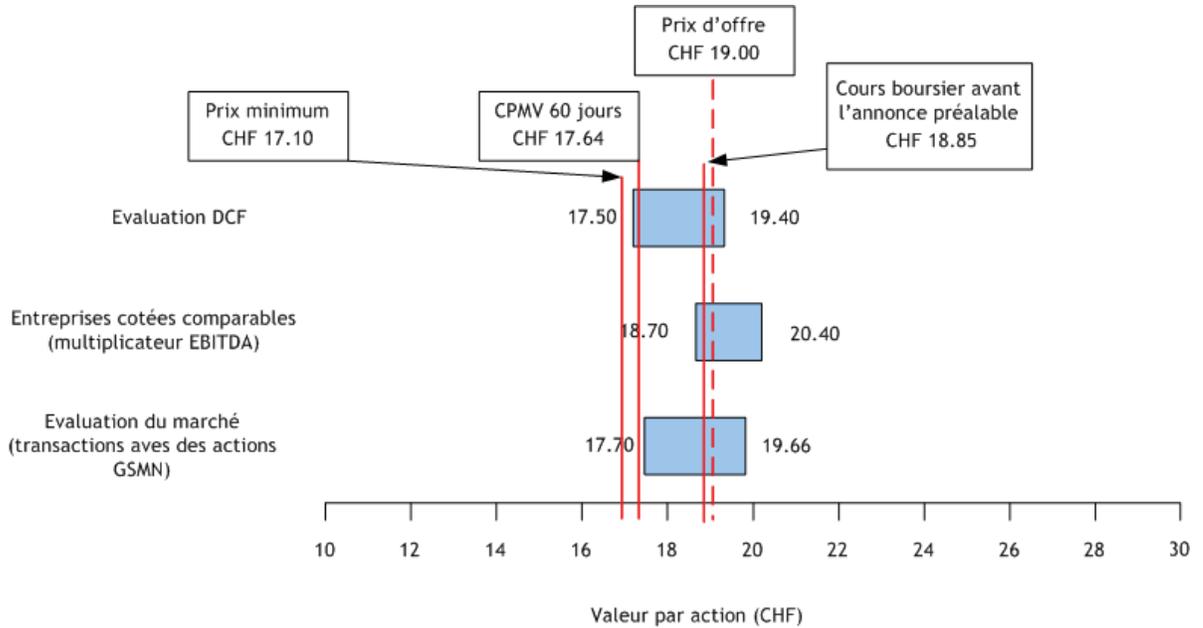
Source: Bloomberg

Le cours le plus élevé de CHF 89.99 par action nominative de GSMN a été atteint en février 2000. Il s'en est suivi un repli marqué dans les années 2001 à 2003, le niveau le plus bas ayant été atteint en mars 2003, avec un prix de l'action situé à CHF 8.01. Le prix de CHF 19 proposé dans l'offre publique d'achat de MRSI n'a plus jamais été atteint ou dépassé depuis la fin de l'année 2008, à l'exception de quelques jours aux mois de mai, août et septembre 2010.

Vu le faible volume des échanges, nous jugeons la pertinence de l'analyse du prix et du volume limitée et non représentative du point de vue du droit des OPA. L'analyse de l'évolution du cours des actions de GSMN permet toutefois d'établir que la fourchette de valeurs calculée à l'aide de la méthode DCF se situe dans la partie supérieure des prix payés pour les actions GSMN au cours des deux dernières années.

## 5 Résumé des résultats de l'évaluation

La vue d'ensemble ci-dessous récapitule les résultats de l'évaluation et les compare sous forme graphique sur la base du prix d'offre ainsi que des informations sur le cours de l'action GSMN et le prix minimum applicable en vertu du droit des OPA.



## 6 Conclusion de la fairness opinion

A partir des analyses d'évaluation et des réflexions présentées dans la présente fairness opinion, on obtient une fourchette de valeurs de CHF 106.7 mio. à CHF 118.1 mio. pour les fonds propres de GSMN. Il en résulte une fourchette de CHF 17.50 à CHF 19.40 par action nominative pour un nombre total de 6'119'837 actions nominatives en circulation au jour d'évaluation du 20 janvier 2011. Ces valeurs reposent sur la fourchette calculée à l'aide de la méthode DCF, ainsi que sur les analyses de sensibilité effectuées.

Les résultats du calcul DCF ont été comparés aux résultats obtenus à partir de l'évaluation du marché et ont pu être suffisamment corroborés.

En nous appuyant sur les analyses exposées et compte tenu de l'environnement économique actuel, nous considérons le prix de CHF 19 par action nominative de GSMN proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat de MRSI juste et équitable d'un point de vue financier.

La présente fairness opinion s'appuie sur les travaux et les analyses qui ont été effectués dans le cadre de notre mandat jusqu'à sa clôture le 18 mai 2011.

Zurich, le 18 mai 2011

Avec nos salutations les meilleures.

BDO SA



Marcel Jans



Oliver Ambs

7 Annexe

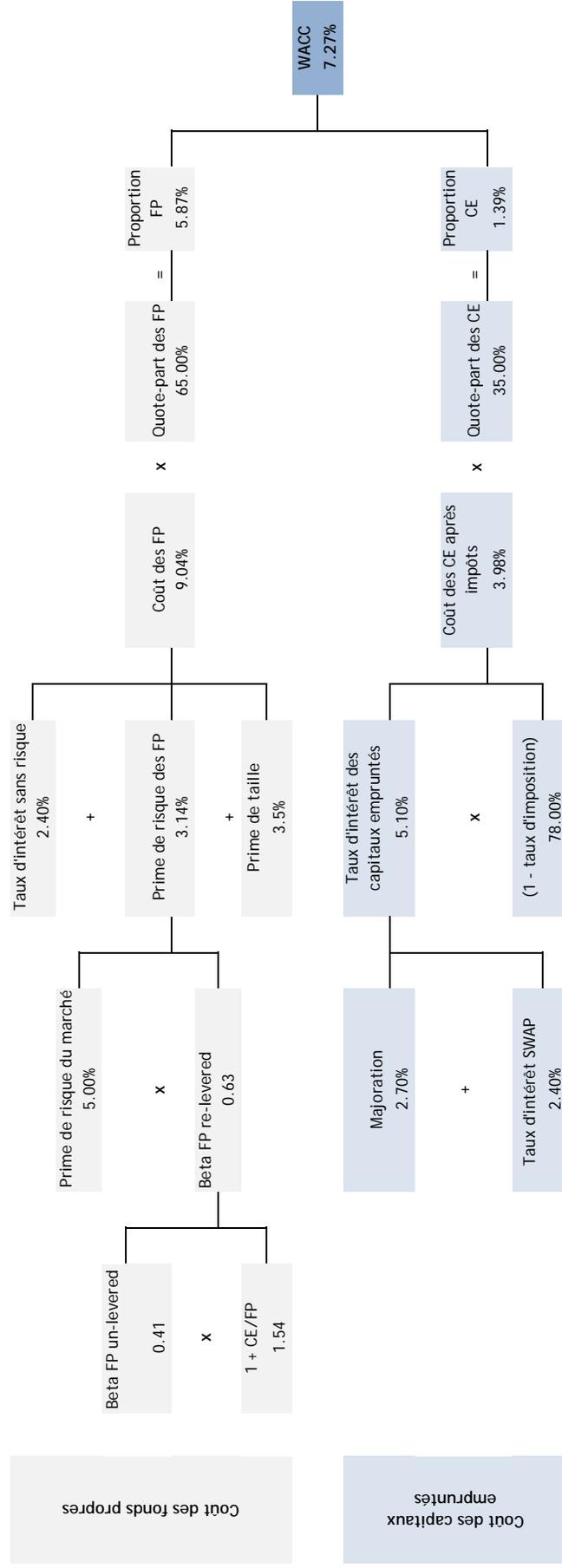
Annexe 1 Calcul du coût moyen pondéré du capital

Annexe 2 Analyse de beta et structure du capital

Annexe 3 Multiplicateurs d'entreprise cotées comparables

Annexe 4 Multiplicateurs de transactions comparables

## Annexe 1 : Calcul du coût moyen pondéré du capital



## Annexe 2: Analyse de beta et structure du capital

Groupe d'entreprises comparables	Ticker	Dernière clôture	Monnaie	1) Fonds propres	Minorités	Capitaux empruntés	Liquidités	Capitaux empruntés nets	Rapport CE/FP net	2) Levered Equity Beta	3) Unlevered Asset Beta
Générale de Santé SA	GDS FP Equity	31.12.2010	EUR	648	12	923	0	923	139.9%	0.722	0.301
Mediclin AG	MED GR Equity	31.12.2010	EUR	203	0	88	48	40	19.6%	0.680	0.569
Medi-Clinic Corp Ltd	MDC SJ Equity	31.12.2010	ZAR	19243	981	21'646	2'605	19'041	94.1%	0.568	0.293
Korlan	KORI FP Equity	31.12.2010	EUR	535	13	570	71	499	91.3%	0.780	0.408
Rhoen Klinikum AG	RHK GR Equity	31.12.2010	EUR	2'139	35	942	404	538	24.8%	0.764	0.612
<b>Moyenne</b>									<b>73.9%</b>	<b>0.703</b>	<b>0.44</b>
<b>Médiane</b>									<b>91.3%</b>	<b>0.722</b>	<b>0.41</b>

Sources:

- 1) Capitalisation boursière du 14 avril 2011 d'après Bloomberg
- 2) Bloomberg beta ajusté/indices locaux mensuels sur 5 ans
- 3) D'après la formule de Harris/Pringle: Unlevered Beta = Levered Beta / (1-(CE/FP))

### Annexe 3: Multiplicateurs d'entreprises cotées comparables

Entreprises comparables	Monnaie	EV/Chiffre d'affaires				EV/EBITDA				EV/EBIT			
		2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
Generale de Sante SA	EUR	0.8x	0.8x	0.8x	n.a.	6.7x	6.7x	6.4x	n.a.	13.6x	13.9x	13.0x	n.a.
Mediclin AG	EUR	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	7.9x	7.5x	7.1x	6.6x	14.4x	13.5x	12.7x	12.0x
Medi-Clinic Corp Ltd *	ZAR	n.m.	2.2x	1.9x	1.8x	n.m.	9.9x	8.7x	7.9x	n.m.	12.2x	10.8x	9.8x
Korian	EUR	1.1x	1.0x	1.0x	0.9x	11.2x	8.6x	7.7x	6.8x	16.2x	12.2x	10.6x	9.4x
Rhoen Klinikum AG	EUR	1.1x	1.0x	1.0x	0.9x	8.9x	8.0x	7.3x	6.5x	13.8x	12.4x	11.0x	10.2x
Min.		0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	6.7x	6.7x	6.4x	6.5x	13.6x	12.2x	10.6x	9.4x
Valeur moyenne		0.9x	1.1x	1.0x	1.0x	8.7x	8.1x	7.4x	7.0x	14.5x	12.8x	11.6x	10.4x
Médiane		0.9x	1.0x	1.0x	0.9x	8.4x	8.0x	7.3x	6.7x	14.1x	12.4x	11.0x	10.0x
Max.		1.1x	2.2x	1.9x	1.8x	11.2x	9.9x	8.7x	7.9x	16.2x	13.9x	13.0x	12.0x

Source : Bloomberg avril 2011

\* Medi-Clinic n'est pas représentative pour l'année 2010 car Hirslanden a repris la clinique Stephanshorn en octobre 2010

## Annexe 4: Multiplicateurs de transactions comparables

en mIo. d'EUR

Date de clôture	Société visée	Offrant	Valeur de transaction		Multiplicateur de chiffre d'affaires		Multiplicateur de chiffre d'affaires		Dédution de minorité pour multiplicateur		Multiplicateur de chiffre d'affaires	
			Valeur d'entreprise	Bénéfice	r/EBITDA	r/EBIT	r/EBITDA	r/EBIT	r/EBITDA	r/EBIT	r/EBITDA	r/EBIT
22/07/2010	Sogesta SA (99.2% Stake)	Vedici SAS	15.0	15.1	0.4x	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	0.4x
27/07/2010	Aleris Holding AB	Investor AB	463.0	462.6	1.2x	13.3x	101.2x	25.00%	9.9x	75.9x	n/d	0.9x
08/12/2009	Cliniques Privées Associees SA	Vivalto Sante	63.0	63.0	0.7x	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	0.7x
01/01/2010	Privatklirik Behantien AG (74.04% Stake)	Gendlier Swiss Medical Network SA	9.0	12.2	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d
22/07/2009	Groupe Proclif SAS (43% Stake)	Predica SA	70.0	199.7	1.8x	16.0x	26.3x	15.00%	13.6x	22.3x	n/d	1.5x
19/02/2009	Terveystalo Healthcare Oyj	Star Healthcare Oy	312.0	312.2	1.5x	10.9x	44.1x	30.00%	7.6x	30.9x	n/d	1.0x
12/01/2009	Clinique Saint Vincent: Polyclinique les Fleurs; Clinique Saint Michel; Clinique Cap d'Or; La Belle Gensliere; Soleill d'Or	Medi Partenaires	80.0	80.0	1.5x	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	1.5x
10/07/2008	Clinique la Francilienne (67% Stake)	Generale de Sante SA	13.0	20.4	0.7x	17.1x	32.9x	25.00%	12.8x	24.7x	n/d	0.5x
03/07/2008	Danske Privathospitaler A/S	Aleris AB	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d
17/07/2008	Medical Diagnostics & Imaging	UME Diagnostics Limited	43.0	42.8	78.2x	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	78.2x
10/03/2008	Clinique de l'Orangerie	Groupe Vitalia	40.0	39.9	1.1x	8.0x	12.1x	30.00%	5.6x	8.5x	n/d	0.8x
31/03/2008	Classic Hospitals Group Limited	Spire Healthcare Limited	291.0	290.7	2.3x	33.1x	n/d	30.00%	23.1x	n/d	n/d	1.6x
10/09/2007	Bolig og Omsorgs Institutet AS	Aleris Omsorg AS	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d
n/d	Krankenhaus Mariahilf Gemeinnützige Gmbh	HELLOS Kliniken GmbH	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d
01/07/2007	Groupe Saint Andre	La Group Courlancy	60.0	60.0	1.2x	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	1.2x
11/01/2007	Care Holdings Limited (substantial stake)	Aermid Health Care (UK) Limited	33.0	21.4	1.8x	8.9x	11.7x	30.00%	6.2x	8.2x	n/d	1.3x
	Médiane				1.22	12.09	19.19		8.79	15.40		1.04
	Valeur moyenne				1.29	12.34	20.75		9.29	15.92		1.03

valeurs en rouge = non utilisé pour le calcul de la médiane et de la valeur moyenne