

**Bewertungsgutachten im Zusammenhang mit dem
öffentlichen Kaufangebot der M.R.S.I. Medical Research,
Services & Investments SA, Vouvry für alle sich im
Publikum befindenden Namenaktien der Genolier
Swiss Medical Network SA, Genolier**

(Ergänzt gemäss Verfügung der
Übernahmekommission vom 24. Februar 2011)

1. März 2011

Persönlich / Vertraulich

Louis Siegrist
Partner

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 21 31

M +41 58 289 21 31

F +41 58 286 30 25

E louis.siegrist@ch.ey.com

Dr. Jvo Grundler
Partner

Transaction Legal Services

T +41 58 286 44 02

M +41 58 289 44 02

F +41 58 286 30 25

E jvo.grundler@ch.ey.com

Abkürzungen

Abs.	Absatz
abzgl.	Abzüglich
Art.	Artikel
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. März 1995 (Stand am 1. Januar 2009), SR 954.1
BEHV-FINMA	Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel (Börsenverordnung-FINMA, BEHV-FINMA) vom 25. Oktober 2008 (Stand am 1. Januar 2009), SR 954.193
bspw.	beispielsweise
bzw.	beziehungsweise
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Schweizer Franken
CPI	Konsumentenpreisindex (engl.: Consumer Price Index)
DCF	Discounted Cash Flow Methode
EBIT	Gewinn vor Zinsen und Steuern (engl.: Earnings before interest and taxes)
EBITDA	Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisierungen (engl.: Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)
EBITDAR	Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen, Amortisierungen und Mietaufwand (engl.: Earnings before interest, taxes, depreciation, amortization and rental expenses)
EK	Eigenkapital
EMER Holding	EMER Holding SA
Ernst & Young	Ernst & Young AG, Zürich
ff.	fortfolgende
FK	Fremdkapital
FYxxA	Fiscal Year Actual
FYxxB	Fiscal Year Budget
FYxxF	Fiscal Year Forecast

Abkürzungen

ggf.	gegebenenfalls
GSMN	Genolier Swiss Medical Network SA, Genolier
HR Finance & Participations	HR Finance & Participations SA
IWF	Internationaler Währungsfonds
KMU	kleine und mittlere Unternehmen
LIBOR	London Interbank Offered Rate
MCHF	Millionen Schweizer Franken
MR	Michel Reybier, Cogny
MRSI	M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments S.A., Vouvry
MUSD	Millionen US-Dollar
NUV	Nettoumlaufvermögen
TCHF	Tausend Schweizer Franken
u.a.	unter anderem
UEK	Übernahmekommission
VWAP	Volumengewichteter Durchschnittspreis (engl. Volume Weighted Average Price)
WACC	Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (engl. Weighted Average Cost of Capital)
z.B.	zum Beispiel

Inhalt

Executive summary

Einleitung

Unternehmensbeschreibung

Grundlagen der Bewertung

Unternehmensbewertung

Gesamtbeurteilung

Anhang

	1
1. Executive summary	2
	3
2. Ausgangslage	4
3. Auftrag an Ernst & Young	5
	6
4. Kurzprofil und Organisationsstruktur	7
	9
5. Beurteilungsgrundlagen	10
6. Grundannahmen und Bewertungsmethoden	11
7. Liquiditätsanalyse der GSMN Aktien	14
	16
8. Discounted Cashflow Methode	17
9. Marktwertansatz	26
	28
10. Gesamtbeurteilung	29
	30
11. Vergleichsgruppe zur Herleitung des systematischen Risikos	31
12. Beschreibung der Unternehmen der Vergleichsgruppe	32

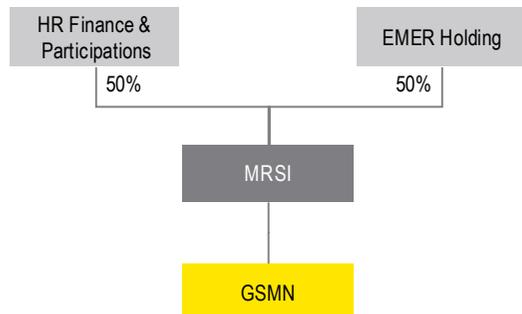
Executive summary

1. Executive summary

Executive summary

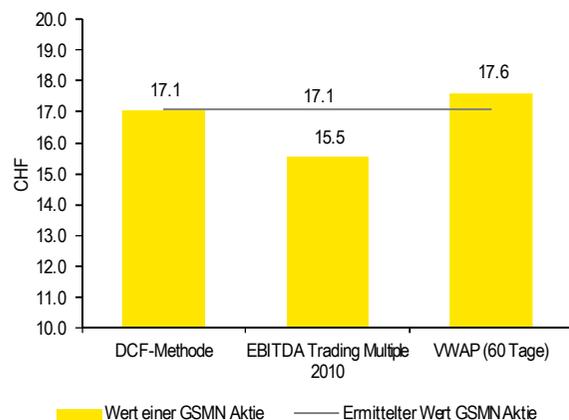
Unternehmensstruktur nach erfolgter Transaktion

Quelle: MRSI



Wert je GSMN-Aktie gemäss den angewendeten Methoden, VWAP (60 Tage) und von Ernst & Young ermittelter Wert

Quelle: Informationen MRSI und GSMN, Berechnungen Ernst & Young



Ausgangslage und Auftrag

- ▶ Antoine Hubert, Crans-Montana, und der französische Unternehmer Michel Reybier, Cologny, haben am 19. Januar 2011 eine Aktionärsgruppe gebildet. Dadurch halten sie gemeinsam direkt und indirekt 55.28% des Aktienkapitals und der Stimmrechte an der Genolier Swiss Medical Network SA („GSMN“).
- ▶ Durch die Bildung dieser Gruppe haben Antoine Hubert und Michel Reybier den Grenzwert überschritten, welcher gemäss dem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel eine Angebotspflicht auslöst. In Anbetracht dieser Ausgangslage beabsichtigt M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments S.A. („MRSI“), eine von Antoine Hubert (durch HR Finance & Participations SA) und Michel Reybier (durch EMER Holding SA) zu gleichen Teilen gehaltene Holdinggesellschaft, ein öffentliches Kaufangebot im Sinne von Art. 22 ff. des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der GSMN mit einem Nennwert von CHF 5 (nachfolgend „GSMN-Aktie“) zu unterbreiten.
- ▶ Gemäss Voranmeldung vom 20. Januar 2011 wird der Angebotspreis des öffentlichen Kaufangebots CHF 19 netto pro GSMN-Aktie betragen.
- ▶ Die GSMN-Aktien sind an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange kotiert. Da die GSMN-Aktien aufgrund ihres sehr tiefen Handelsvolumens an den 12 vollständigen Monaten vor der Veröffentlichung der Voranmeldung für das öffentliche Kaufangebot von MRSI als illiquide gelten, ist für die Festsetzung des Angebotspreises von MRSI im Sinne von Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA auf eine Bewertung einer Prüfstelle abzustellen.
- ▶ MRSI hat Ernst & Young als Prüfstelle mit der Erstellung der Bewertung einer GSMN Aktie im Sinne von Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA beauftragt. Dieses Gutachten darf nur in Zusammenhang mit diesem Bericht veröffentlicht und nicht für sonstige Zwecke verwendet werden.

Ergebnis des Gutachtens

- ▶ Basierend auf den angestellten Analysen, den Gesprächen mit den involvierten Parteien und den angewendeten Bewertungsmethoden ergibt sich ein Wert für eine GSMN-Aktie von CHF 17.1.
- ▶ Bei unseren Bewertungsüberlegungen gehen wir vom DCF-Wert als wertbestimmende Basis aus.

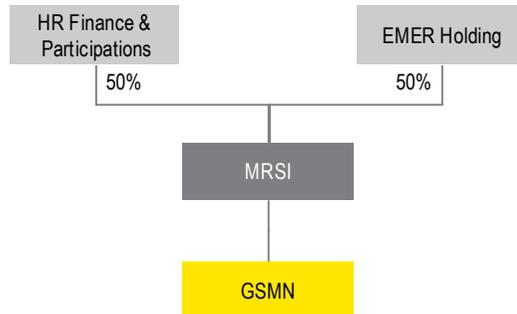
Einleitung

2. Ausgangslage
3. Auftrag an Ernst & Young

Ausgangslage

Unternehmensstruktur nach erfolgter Transaktion

Quelle: MRSI



Ausgangslage

- ▶ Antoine Hubert, Crans-Montana, und der französische Unternehmer Michel Reybier, Cologny, haben am 19. Januar 2011 eine Aktionärsgruppe gebildet. Dadurch halten Sie gemeinsam direkt und indirekt 55.28% des Aktienkapitals und der Stimmrechte an der Genolier Swiss Medical Network SA („GSMN“).
- ▶ Durch die Bildung dieser Gruppe haben Antoine Hubert und Michel Reybier den Grenzwert überschritten, welcher gemäss dem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel eine Angebotspflicht auslöst. In Anbetracht dieser Ausgangslage beabsichtigt M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments S.A. („MRSI“), eine von Antoine Hubert (durch HR Finance & Participations SA) und Michel Reybier (durch EMER Holding SA) zu gleichen Teilen gehaltene Holdinggesellschaft, ein öffentliches Kaufangebot im Sinne von Art. 22 ff. des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der GSMN mit einem Nennwert von CHF 5 (nachfolgend „GSMN-Aktie“) zu unterbreiten.
- ▶ Gemäss Voranmeldung vom 20. Januar 2011 wird der Angebotspreis des öffentlichen Kaufangebots CHF 19 netto pro GSMN-Aktie betragen.
- ▶ Die GSMN-Aktien sind an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange kotiert. Da die GSMN-Aktien aufgrund ihres sehr tiefen Handelsvolumens an den 12 vollständigen Monaten vor der Veröffentlichung der Voranmeldung für das öffentliche Kaufangebot von MRSI als illiquide gelten¹, ist für die Festsetzung des Angebotspreises von MRSI im Sinne von Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA auf eine Bewertung einer Prüfstelle abzustellen.

¹ Vgl. UEK-Rundschreiben Nr. 2: Liquidität im Sinn des Übernahmerechts vom 26. Februar 2010

MRSI beauftragt Ernst & Young mit der Unternehmensbewertung von GSMN gemäss Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA

Auftrag an Ernst & Young

- ▶ MRSI hat Ernst & Young als Prüfstelle mit der Erstellung der Bewertung einer GSMN Aktie im Sinne von Art. 40 Abs. 4 BEHV-FINMA beauftragt. Dieses Gutachten darf nur in Zusammenhang mit diesem Bericht veröffentlicht und nicht für sonstige Zwecke verwendet werden.
- ▶ Die Auftragsdetails sind in der Auftragsbestätigung vom 25. Oktober 2010 enthalten.
- ▶ Das Gutachten stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Kaufangebot anzunehmen oder abzulehnen. Des Weiteren enthält es keine Beurteilung der folgenden Punkte:
 - Eine Einschätzung über die Auswirkungen, welche der Entscheid einer Annahme oder Ablehnung ergeben kann.
 - Eine Einschätzung des künftigen Werts einer GSMN-Aktie und des Preises, zu welchem im Kaufangebot nicht angediente GSMN-Aktien zukünftig gehandelt werden können.
- ▶ Gemäss Verfügung vom 24. Februar 2011 der Übernahmekommission haben wir das Bewertungsgutachten vom 9. Februar 2011 um die Analyse des Businessplans und der Transaction Multiple Methode ergänzt.

Unternehmensbeschreibung

4. Kurzprofil und Organisationsstruktur

GSMN betreibt das zweitgrösste Netz privater Spitäler in der Schweiz

Unternehmenslogo GSMN

Quelle: Unternehmenshomepage

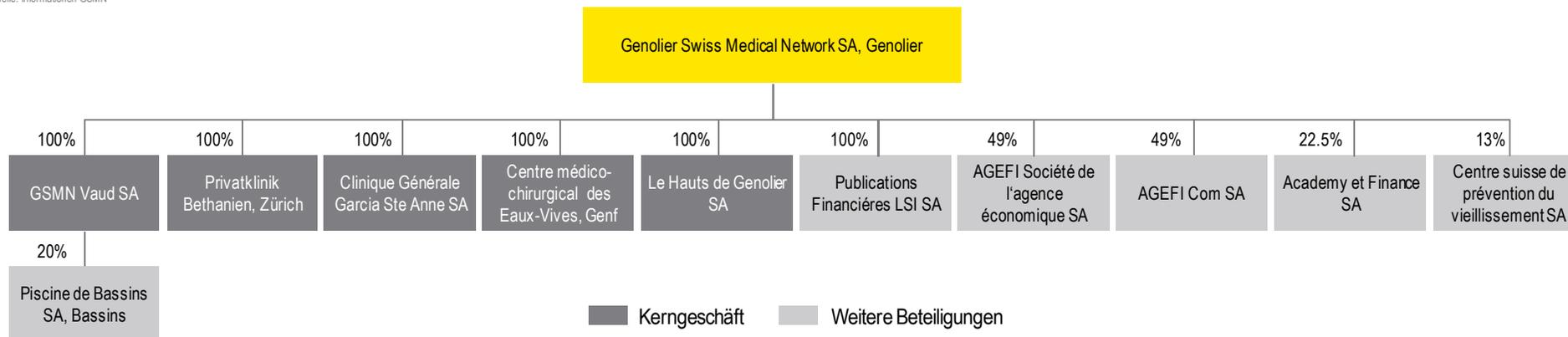


Kurzprofil und Organisationsstruktur

- ▶ GSMN betreibt das zweitgrösste Netz privater Spitäler in der Schweiz und verfolgt eine Strategie der Verbindung von medizinischer Versorgung mit einer hotelähnlichen Unterbringung. Der eingetragene Hauptsitz der Klinikgruppe ist in Genolier, Schweiz.
- ▶ Das Unternehmen hat aktuell circa 550 angeschlossene Ärzte und beschäftigt etwa 1'072 Mitarbeiter. Die Aktien von GSMN sind seit Juli 1999 an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange kotiert. Der IPO im Jahr 1999 fand noch unter dem Firmennamen AGEFI statt.
- ▶ Momentan besitzt GSMN vier Privatspitäler, eine Rehabilitationsklinik, zwei multidisziplinäre Ärztezentren sowie eine Altersresidenz in der Schweiz.
- ▶ GSMN verfolgt eine Wachstumsstrategie, welche die Übernahme und Umstrukturierung bestehender Kliniken vorsieht. So wurde im Jahr 2002 die Clinique de Genolier akquiriert. Ein Jahr später wurde die Clinique de Montchoisi SA erworben, im Jahr 2005 dann die Clinique Générale. Die Clinique de Valmont wurde 2006 gekauft. Im selben Jahr wurde GSMN auch in die AGEN Holding integriert. Zwei Jahre später wurde AGEN dann in GSMN umbenannt. Das multidisziplinäre Ärztezentrum sowie das Radioonkologie Zentrum wurden 2009 akquiriert. Die bisher letzte Transaktion war der Erwerb der Privatklinik Bethanien im Jahr 2010.
- ▶ Die Organisationsstruktur ist in nachfolgender Grafik wiedergegeben.

Organisationsstruktur GSMN

Quelle: Informationen GSMN



GSMN betreibt das zweitgrösste Netz privater Spitäler in der Schweiz

- ▶ In der GSMN Vaud SA sind folgende Beteiligungen zusammengefasst:
 - Clinique de Genolier SA;
 - Clinique de Valmont SA;
 - Clinique de Montchoisi SA; und
 - GSMN Management & Services SA
- ▶ Das Centre médico-chirurgical des Eaux-Vives schliesst auch das Centre de radio-oncologie des Eaux-Vives ein.
- ▶ Die folgende Tabelle zeigt eine Übersicht wichtiger Kennzahlen für die einzelnen Kliniken. Die Daten entsprechen dem Stand per 30.06.2010.

Kennzahlen pro Klinik

Kennzahl / Klinik	Clinique de Genolier, Genolier	Clinique Valmont, Glion sur Montreux	Clinique de Montchoisi, Lausanne	Privatklinik Bethanien, Zürich	Clinique Générale, Freiburg	Centre médico-chirurgical und Centre de radio-oncologie des Eaux-Vives, Genf	Residenz Les Hauts de Genolier, Genolier
Verfügbare Betten	168	78	21	96	60	Keine	63 Suites
Akkreditierte Belegärzte	160	2	97	196	82	20	Keine
Mitarbeiter	297	104	98	277	139	35	16
Operationen	1'333	Keine	2'524	2'112	2'267	Keine	Keine.
Patientenmix (Privat-Halbprivat / Allgemein)	95% / 5%	72% / 28%	96% / 4%	97% / 3%	30% / 70%	n.a.	n.a.

Grundlagen der Bewertung

5. Beurteilungsgrundlagen
6. Grundannahmen und Bewertungsmethoden
7. Liquiditätsanalyse der GSMN Aktien

Beurteilungsgrundlagen

Übersicht der für die Bewertung verwendeten Informationen

Quelle: diverse

Konsolidierter Businessplan 2011-2014 für GSMN

Halbjahresabschluss 2010

Geschäftsberichte 2008 und 2009 von GSMN

Angebotsprospekt vom 20. Januar 2011

Ibbotson Associates, Market results for Stocks, Bonds, Bills, and Inflation 1926 - 2009

Valuation Yearbook 2010, Morningstar

Langfristige Kapitalmarktanalyse von Pictet "The Performance of Shares and Bonds in Switzerland", Januar 2008

Zusätzliche Marktinformationen (z.B. Bloomberg; IMF, Onesource; Globalinsight; CapitalIQ)

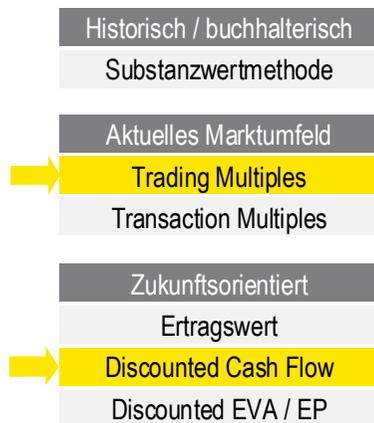
Allgemeine Beurteilungsgrundlagen

- ▶ Die zukünftigen Cashflows basieren vor allem auf dem konsolidierten Budget 2010 und dem konsolidierten Businessplan 2011-2014. Diese Informationen wurden von Ernst & Young anhand von Benchmarkingstudien und im Gespräch mit MRSI und GSMN hinterfragt und für die Zwecke der Bewertung ggf. angepasst.
- ▶ Die allgemeinen Grundlagen für das Bewertungsgutachten bilden öffentlich zugängliche Informationen, historische Finanzdaten als auch zukunftsgerichtete Finanzplandaten. Unsere Bewertungsüberlegungen basieren vorwiegend auf:
 - dem konsolidierten Businessplan 2011-2014;
 - dem Halbjahresabschluss 2010;
 - Geschäftsberichte 2008 und 2009;
 - öffentlich zugänglichen Informationen;
 - aus dem Markt und verschiedenen Datenbanken hergeleiteten Vergleichswerten
- ▶ Gemäss der Pressemitteilung vom 30. Januar 2011 wurden die Umsätze der Jahre 2010 und 2011 im konsolidierten Businessplan angepasst.
- ▶ Zusätzlich wurde uns Gelegenheit gegeben, Fragen zu obigen Dokumenten mit dem Management von MRSI und GSMN zu besprechen. In den geführten Gesprächen mit den beteiligten Parteien wurden die Annahmen im Businessplan hinterfragt und eine allgemeine Einschätzung der zukünftigen Entwicklung der Industrie diskutiert. Nach zusätzlicher Auswertung des uns zur Verfügung stehenden Industriebenchmarking wurde der Businessplan hinterfragt.
- ▶ Ernst & Young setzt generell die Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen voraus und verlässt sich auf die plausibilisierten Aussagen des Managements von MRSI und GSMN.

Bei vorliegender Bewertung kommen die DCF-Methode sowie die Marktwertmethode zum Einsatz

Gängige Bewertungsmethoden und unsere Auswahl

Quelle: Ernst & Young



Grundannahmen

- ▶ Für GSMN wurde ein fairer Unternehmenswert ermittelt, für dessen Berechnung, die unabhängige Weiterführung von GSMN angenommen wurde.
- ▶ Effekte von zukünftigen Übernahmen sowie allfällige Synergiepotentiale mit einem Investor wurden nicht in unsere Bewertung einbezogen. Ferner gingen wir davon aus, dass die operative Ausrichtung der Gruppe in den uns zur Verfügung gestellten Finanzinformationen korrekt abgebildet ist und in Zukunft keine wesentlichen Änderungen erfährt. Die vorhandenen finanziellen Plandaten wurden von Ernst & Young hinterfragt und gewisse darin enthaltene Annahmen und Prognosen für die Zwecke der Bewertung angepasst.
- ▶ Die juristischen Gesellschaften von GSMN betrachten wir als operative Einheit und bewerten deren Fähigkeit, in Zukunft positive Cashflows zu generieren.
- ▶ Die gesamte Anzahl registrierter Aktien von GSMN beträgt 6'200'600 mit einem Nominalwert von je CHF 5. Zur Berechnung des Wertes pro Aktie bei Anwendung der verschiedenen Bewertungsmethoden wurden allerdings nur die 6'119'837 ausstehenden Aktien berücksichtigt. Die Differenz von 80'763 Aktien entspricht den durch das Unternehmen selbst gehaltenen Aktien. Diese haben keine Dividendenberechtigung und es kann durch sie kein Stimmrecht ausgeübt werden. Das bedeutet, dass sie nicht relevant sind, um die Kontrolle über das Unternehmen zu erlangen, und daher bei unseren Bewertungsüberlegungen nicht berücksichtigt werden.

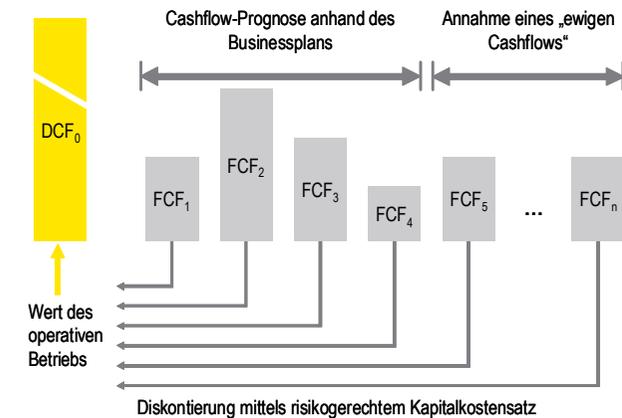
Angewendete Bewertungsmethoden

- ▶ In vorliegendem Gutachten kommen die Discounted Cashflow („DCF“) Methode sowie die Marktwertmethode zum Einsatz, wobei die schlussendliche Wertbestimmung auf der DCF-Methode beruht.
- ▶ Eine DCF Methode basierend auf öffentlich zugänglichen Informationen ist nicht möglich da GSMN nicht durch Analysten abgedeckt wird. Weitere Methoden wie z.B Substanzwertmethode oder Ertragswertmethode führen zu keinen sinnvollen Resultaten.
- ▶ Als Bewertungszeitpunkt wurde der 20. Januar 2011 gewählt. Dies ist das Datum der Voranmeldung der geplanten Transaktion. Das Bewertungsdatum ist insofern relevant, als dass die zukünftigen Cash Flows auf dieses Datum diskontiert werden. Zudem werden die zeitspezifischen Bewertungsparameter (z.B. Beta oder Kapitalstruktur) auf dieses Datum berechnet.

Die DCF-Methode ermittelt den Unternehmenswert über die Fähigkeit des Unternehmens, in der Zukunft positive Cashflows zu generieren

Grafische Darstellung der DCF-Methode

Quelle: Ernst & Young



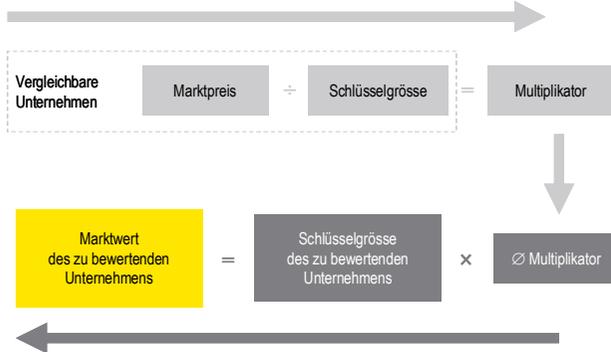
Beschreibung der DCF-Methode

- ▶ Die DCF-Methode bestimmt den operativen Wert eines Unternehmens mittels Diskontierung der geplanten zukünftigen freien Cashflows mit dem gewichteten durchschnittlichen Gesamtkapitalkostensatz (Weighted Average Cost of Capital, kurz WACC).
- ▶ Gewisse Größen werden basierend auf Marktdaten ermittelt, so z. B. das systematische Risiko (Beta) oder die Kapitalstruktur zur Herleitung der Diskontrate.
- ▶ Im Rahmen der DCF-Methode wird nach der Businessplanperiode eine Annahme über einen nachhaltigen freien Cashflow getroffen, welcher zur Herleitung des Residualwertes herangezogen wird. Dieser Residualwert beinhaltet den Wert aller zukünftigen Cashflows, die auf die Businessplanperioden folgen.
- ▶ Die hergeleiteten freien Cashflows beschreiben die operativen Finanzströme vor Finanzierungsaktivitäten und damit diejenigen Cashflows, die Fremd- und Eigenkapitalgebern zusammen zur Verfügung stehen. Zur Bewertung des Eigenkapitals muss deshalb der Marktwert des Fremdkapitals vom operativen Unternehmenswert in Abzug gebracht werden.
- ▶ Da die DCF-Methode den operativen Wert ermittelt, gilt es, mögliche nichtbetriebsnotwendige Vermögensgegenstände oder Verpflichtungen im Zuge der Herleitung des Gesamtwertes des Eigenkapitals zu berücksichtigen.

Die Trading Multiple Methode ermittelt den Unternehmenswert über Marktdaten kotierter Unternehmen in der gleichen Industrie

Graphische Darstellung der Trading Multiple Methode

Quelle: Ernst & Young



Marktwertansatz

- ▶ Der Marktwertansatz beinhaltet grundsätzlich zwei Methoden:
 - den „Trading Multiple-Ansatz“ und
 - den „Transaction Multiple-Ansatz“
- ▶ Der Trading Multiple-Ansatz betrachtet Finanzkennzahlen vergleichbarer börsennotierter Unternehmen, deren Kennzahlen mit denjenigen des Zielunternehmens verglichen werden. Die Auswahl geeigneter Unternehmen erfolgt aufgrund diverser Kriterien wie u.a. Branche, Markt, Unternehmensgröße, Kapitalstruktur, Eigentümerschaft. Die erhaltenen Daten werden dann um auffällige statistische Ausreisser (beispielsweise nur marginaler Umsatzanteil in der gleichen Branche) korrigiert.
- ▶ Häufig verwendete Multiples sind Umsatzkennzahlen (Verhältnis Unternehmenswert / Umsatz) und ertragsorientierte Kennzahlen (Verhältnis Unternehmenswert / Gewinngröße oder Cashflow).
- ▶ Der Transaction Multiple-Ansatz bezieht sich auf Preise für effektiv abgewickelte Unternehmenstransaktionen. Aufgrund von publizierten Transaktionen, bei denen vergleichbare Unternehmen übernommen wurden, ergeben sich ebenfalls „Marktindices“, die für die Verifizierung bzw. zur Herleitung eines Unternehmenswertes verwendet werden können. Häufig werden ebenfalls Umsatzkennzahlen (Verhältnis Unternehmenswert / Umsatz) und ertragsorientierte Kennzahlen (Verhältnis Unternehmenswert / EBITDA, EBIT oder Cashflow) als Multiple verwendet.
- ▶ Zentral bei den Marktwertansätzen ist, dass die Herleitung des Multiplikators sowie die Rückberechnung des Unternehmenswertes des zu bewertenden Unternehmens einer konsistenten Logik folgen. Dies ist insbesondere bei nicht betrieblichen Vermögensgegenständen und Bilanzpositionen wie liquiden Mitteln oder Rückstellungen von grosser Bedeutung.

Liquiditätsanalyse der GSMN Aktie

Liquiditätsanalyse

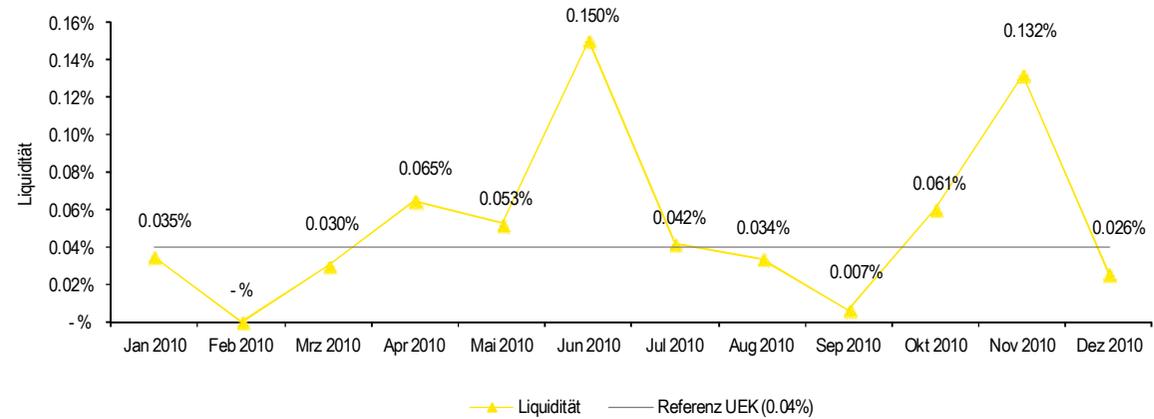
- ▶ Für kotierte Unternehmen gilt gemäss BEHV-FINMA Art. 40 Abs. 1, dass der Preis des Angebotes für jede Art von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft mindestens dem Börsenkurs entsprechen muss. Der Börsenkurs ist dabei definiert als der volumengewichtete Durchschnittskurs (nachfolgend „VWAP“) der letzten 60 Börsentage. Dieser beträgt ausgehend vom Datum der Veröffentlichung CHF 17.6.
- ▶ Wenn die kotierten Beteiligungspapiere vor der Veröffentlichung des Angebotes bzw. der Voranmeldung nicht liquid sind, ist gemäss BEHV-FINMA Art. 40 Abs. 4 auf die Bewertung einer Prüfstelle abzustellen.
- ▶ Die GSMN Aktien sind an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange kotiert. In diesem Abschnitt wird die Liquidität der GSMN-Aktie analysiert und damit die Notwendigkeit der Bewertung einer Prüfstelle nach BEHV-FINMA Art. 40 Abs. 4 bestätigt.
- ▶ Die Kriterien zur Festlegung des Liquiditätsbegriffs wurden von der UEK in der Mitteilung Nr. 2: Liquidität im Sinn des Übernahmerechts vom 26. Februar 2010 publiziert. Danach gilt ein Titel als liquid im Sinne von BEHV-FINMA Art. 40 Abs. 4, wenn der monatliche Median des täglichen Handelsvolumen der börslichen Transaktionen in mindestens 10 von 12 der Voranmeldung oder dem Angebot vorausgehenden vollständigen Monaten gleich oder grösser als 0.04% des handelbaren Teils des Beteiligungspapiers (Free Float) ist.
- ▶ Dabei gilt als tägliches Volumen der börslichen Transaktionen das auf der ordentlichen Handelslinie während eines Börsentages generierte Volumen des Beteiligungspapiers.
- ▶ Die durchgeführten Analysen basierend auf den von SIX erhaltenen Daten über das tägliche Handelsvolumen und den Free Float zeigen, dass die GSMN-Aktie an den 12 vollständigen Monaten vor Veröffentlichung des Angebotes an 6 Monaten mit einem gleichen oder grösseren Volumen als 0.04% des Free Floats gehandelt wurde.

Liquiditätsanalyse der GSMN Aktie

► Die beschriebene Analyse ist in folgender Grafik dargestellt:

Liquiditätsanalyse der GSMN Aktie

Quelle: SIX



Unternehmensbewertung

8. Discounted Cashflow Methode
9. Marktwertansatz

Discounted Cashflow Methode

Anwendung der DCF-Methode auf GSMN

- ▶ Der konsolidierte Business Plan von GSMN bildet die Basis zur Ermittlung des Gesamtwerts von GSMN per 20. Januar 2010.
- ▶ Um den Eigenkapitalwert von GSMN zu erhalten, wird das verzinsliche Fremdkapital zum Bewertungszeitpunkt auf konsolidierter Stufe in Abzug gebracht und das nicht betriebsnotwendige Vermögen addiert.
- ▶ Der Wert pro GSMN-Aktie wird durch Division des ermittelten Eigenkapitalwerts von GSMN durch die Anzahl der ausstehenden Aktien berechnet (ausstehende Aktien = ausgegebene Aktien abzgl. eigene Aktien).
- ▶ Zur Plausibilisierung der erhaltenen Finanzinformationen wurden sowohl Gespräche mit dem Management von GSMN und MRSI geführt als auch Benchmarkanalysen der Industrie einbezogen, um eine konsistente Einschätzung der zukünftigen Entwicklung von GSMN einerseits und der gesamten Industrie andererseits zu erhalten.
- ▶ Historische finanzielle Kennzahlen sowie die Hauptannahmen des Business Plans und des Residualjahrs sind Inhalt des nächsten Abschnitts. Die Diskontrate, als einer der Hauptwerttreiber ist ein wichtiger Bestandteil der DCF-Bewertung. Die Berechnung und die zugrunde liegenden Parameter werden danach beschrieben.
- ▶ Der operative Unternehmenswert und weitere zugrunde liegenden Annahmen werden darauffolgend beschrieben.

Historische Entwicklung von GSMN und Hauptannahmen des Business Plans

Finanzielle Entwicklung von GSMN und Hauptannahmen des Businessplans

- ▶ Wie oben beschrieben bildet der konsolidierte Business Plan von GSMN die Basis zur Ermittlung des Gesamtwerts von GSMN per 20. Januar 2010. Grundsätzlich wurden in dem der Bewertung zugrunde liegenden Businessplan keine zukünftigen Akquisitionen berücksichtigt. Basierend auf der Annahme, dass zukünftige Akquisitionen zu Marktwerten stattfinden, würde die Berücksichtigung geplanter Akquisitionen den resultierenden Wert einer GSMN Aktie nicht beeinflussen, da die Erhöhung der Erfolgskennzahlen durch eine entsprechende Erhöhung der Investitionsausgaben kompensiert würde.
- ▶ Um ein konsistentes Bild bzgl. der Businessplan Annahmen zu erhalten und um deren Plausibilität zu analysieren, wird nachfolgend auch die Entwicklung von GSMN in den der Bewertung vorausgehenden drei Geschäftsjahren dargestellt.
- ▶ Die Ausführungen in diesem Abschnitt beziehen sich auf die geprüften und konsolidierten Abschlüsse von GSMN der Jahre 2008 und 2009, das Budget 2010 (basierend auf einer Hochrechnung der aktuellen Zahlen per September 2010) sowie dem konsolidierten Businessplan 2011 – 2014.

Umsatzentwicklung

- ▶ Im Zeitraum von 2008 – 2010 verzeichnete GSMN im Durchschnitt ein Nettoumsatzwachstum von 18.3%. Diese starke Entwicklung ist durch die Akquisition der Privatklinik Bethanien im Jahr 2010 zu erklären. Vor allem durch diese Akquisition gelang es GSMN, ein Wachstum von 47.5% in diesem Jahr zu realisieren. Das rein organische Wachstum, ohne die Berücksichtigung der Akquisition lag in 2010 bei 4.6%. Im Jahr 2008 resultierte ein Umsatzrückgang von 0.8% und im Jahr 2009 ein Wachstum von 8.1%. Das Wachstum in 2009 konnte vor allem durch die Akquisition des Centre médico-chirurgical des Eaux-Vives in Genf erzielt werden. Das rein organische Wachstum in 2009 lag bei 2.4%.
- ▶ In der Periode 2011 – 2014 wird ein durchschnittliches Wachstum von 3.5% angenommen. Damit wird mit einem Wachstum über dem erwarteten Wachstum der Schweizer Gesamtwirtschaft in dieser Periode geplant. Aufgrund der nicht Berücksichtigung geplanter Akquisitionen erachten wir die getroffene Annahme als ambitiös, aber erreichbar.

EBITDAR und EBITDA

- ▶ Im Jahr 2008 erzielte GSMN einen EBITDAR von TCHF 19'679, bzw. einen EBITDA von TCHF 10'464. Im Jahr 2009 fiel der EBITDAR auf TCHF 19'544 und der EBITDA auf TCHF 8'849. Für das Jahr 2010 wird ein EBITDAR von TCHF 31'810 und ein EBITDA von TCHF 15'500 erwartet. Der Anstieg im Jahr

Historische Entwicklung von GSMN und Hauptannahmen des Business Plans

2010 ist wiederum zu grossen Teilen auf die Akquisition der Privatklinik Bethanien zurückzuführen. Die durchschnittliche EBITDAR- und EBITDA-Marge im Zeitraum 2008 – 2010 betrug 16.1% resp. 7.9%.

- ▶ In der expliziten Businessplan Periode (2011 – 2014) liegt die EBITDAR-Marge durchschnittlich bei 20.8% und die EBITDA-Marge bei 12.6%. Diese Erhöhung im Vergleich zu den historischen Zahlen ist aus unserer Sicht eher als ambitiös zu betrachten. Gemäss Angaben von GSMN besteht bei einzelnen Kliniken allerdings noch Optimierungspotential, welches in den Jahren 2011 – 2014 ausgeschöpft werden soll und daher die Erhöhung der Margen rechtfertigt. Zusätzlich werden während der Planungsperiode in einzelnen Kliniken auch noch Kapazitätserweiterungen vorgenommen, welche zu einer Steigerung der Kennzahlen beitragen sollen.
- ▶ Unter der Annahme, dass die geplanten Umstrukturierungen und Effizienzsteigerungen erfolgreich implementiert werden können, haben wir für die Berechnung des Restwertes eine EBITDAR-Marge von 21.9% und eine EBITDA-Marge von 13.7% angesetzt.

EBIT

- ▶ In den Jahren 2008 – 2010 konnte GSMN eine durchschnittliche EBIT-Marge von 1.8% erzielen. Im Jahr 2009 resultierte ein negativer EBIT von TCHF 170. Aufgrund der oben bereits beschriebenen Umstände und Massnahmen wird für die explizite Planungsperiode von einer durchschnittlichen EBIT-Marge von 5.7% ausgegangen. Um die langfristigen Umstrukturierungs- und Effizienzsteigerungsmassnahmen zu berücksichtigen, wurde für den Restwert eine EBIT-Marge von 7.3% angenommen.

Nettoumlaufvermögen

- ▶ Das Verhältnis des Nettoumlaufvermögens (NUV) zum Umsatz lag in den Jahren 2008 und 2009 bei 7.0%. Für das Jahr 2010 liegen uns die Bilanzzahlen nicht vor, aber gemäss Angaben von GSMN wird sich das Verhältnis auf ähnlichem Niveau bewegen. Dieses Niveau wird sich gemäss GSMN auch in den Folgejahren nicht wesentlich ändern und daher wurde es sowohl für die explizite Planungsperiode als auch für die Berechnung des Restwertes konstant bei 7.0% gehalten.

Investitionen

- ▶ In den Jahren 2008 – 2010 wurden durchschnittlich TCHF 14'354 pro Jahr investiert, wobei gemäss Budget im Jahr 2010 Investitionen von TCHF 21'880 vorgesehen waren. Dies ist auf Umstrukturierungsmassnahmen im medizinischen Leistungsangebot zurückzuführen. Im Verhältnis zum Umsatz wurden 2008 Investitionen in Höhe von 7.8%, im Jahr 2009 9.2% und im Jahr 2010 11.5%

Historische Entwicklung von GSMN und Hauptannahmen des Business Plans

aufgewendet. Für die Planungsperiode 2011 – 2014 wurden durchschnittliche Investitionen von 8.6% des Umsatzes berücksichtigt. Wobei im Jahr 2011 im Vergleich zu den weiteren Planungsjahren höhere Investitionen anfallen, da ein Grossteil der erwähnten Umstrukturierungsmassnahmen in diesem Jahr anfällt. Der Durchschnittswert der Planungsperiode wurde für die Restwertberechnung auf 6.4% reduziert, um ein nachhaltiges Erhaltungsinvestitionsniveau abzubilden.

- Die in diesem Abschnitt dargestellten Parameter sind in untenstehender Tabelle nochmals aufgeführt:

Darstellung der historischen Entwicklung und Planungsannahmen

	FY08A	FY09A	FY010B	Durchschnitt FY08A-FY10B	Durchschnitt FY11F-FY14F	FY015F ff.
Umsatz	119'135	128'834	190'000			
Umsatzwachstum	(0.8%)	8.1%	47.5%	18.3%	3.5%	1.0%
Umsatzwachstum (organisch) *	(0.8%)	2.4%	4.6%	2.1%	3.5%	1.0%
EBITDAR	19'679	19'544	31'810			
EBITDAR-Marge	16.5%	15.2%	16.7%	16.1%	20.8%	21.9%
EBITDA	10'464	8'849	15'500			
EBITDA-Marge	8.8%	6.9%	8.2%	7.9%	12.6%	13.7%
EBIT	3'084	(170)	5'601			
EBIT-Marge	2.6%	(0.1%)	2.9%	1.8%	5.7%	7.3%
NUV in % des Umsatzes	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
Capex	(9'270)	(11'912)	(21'880)			
Capex in % des Umsatzes	7.8%	9.2%	11.5%	9.5%	8.6%	6.4%

Quelle: GSMN, Ernst & Young Berechnungen

*Wachstum exklusive der Akquisitionen Centre médico-chirurgical des Eaux-Vives (2009) und Privatklinik Bethanien (2010).

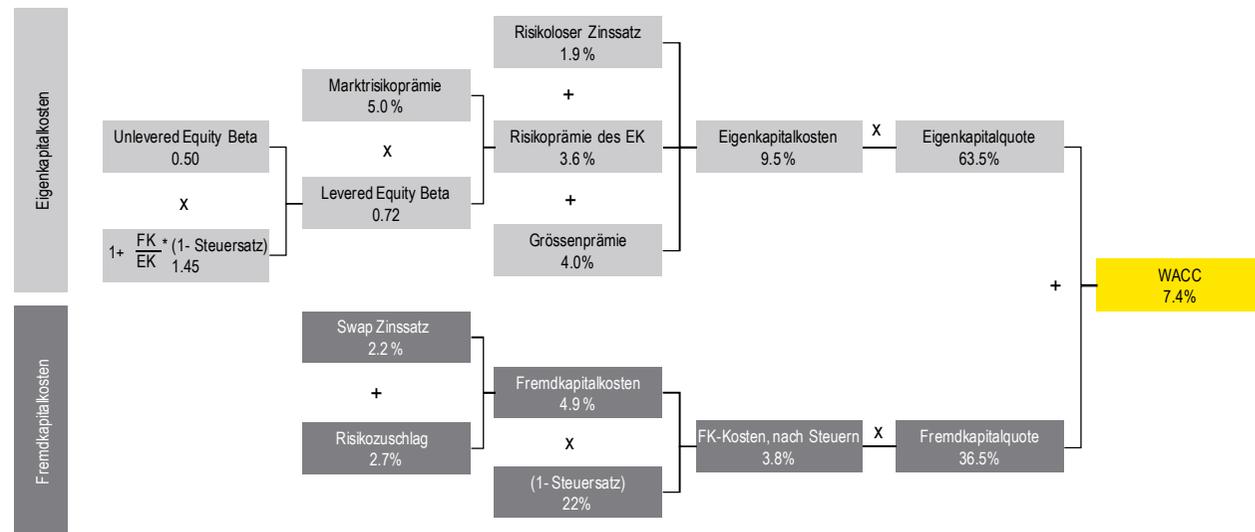
Ernst & Young hat für GSMN einen WACC von 7.4% berechnet

Ermittlung des Diskontfaktors für GSMN

- ▶ Der WACC beschreibt die gewichtete Renditeforderung von Fremd- und Eigenkapitalgebern. Eine Steueradjustierung der Fremdkapitalkosten ist nötig, da die in den freien Cashflows enthaltenen Steuern auf Basis des EBIT berechnet werden.
- ▶ Die Eigenkapitalkosten werden nach dem anerkannten Capital Asset Pricing Model („CAPM“) hergeleitet. Die Fremdkapitalkosten wurden um den Gruppensteuersatz von GSMN von 22% adjustiert.
- ▶ Der WACC für GSMN wird entsprechend nachfolgend illustrierter Formel berechnet:

Berechnungsschema für den steueradjustierten WACC für GSMN

Quelle: Ernst & Young



Beschreibung der Inputparameter zur Herleitung des WACC

- Nachfolgend werden die Elemente des steueradjustierten WACC und deren Herleitung beschrieben:

Kapitalstruktur und Steuersatz (gerundete Werte)

Bestandteil	Wert	Erklärung	Quellenangabe
Fremdkapitalquote	36.5%	Die Fremdkapitalquote beschreibt die Kapitalstruktur von GSMN zum Bewertungszeitpunkt. Sie dient zur Gewichtung der Fremdkapitalkosten im WACC.	FK-Anteil gemäss Kapitalstruktur GSMN
Eigenkapitalquote	63.5%	Die Eigenkapitalquote beschreibt die Kapitalstruktur von GSMN zum Bewertungszeitpunkt. Sie dient zur Gewichtung der Eigenkapitalkosten im WACC.	Hergeleitet über Fremdkapitalanteil
Steuersatz Schweiz	22%	Der Steuersatz entspricht dem Gruppensteuersatz von GSMN. Der Steuersatz wird im Prozess des „Re-levering“ für die Betaberechnung und die Steueradjustierung der Fremdkapitalkosten verwendet.	GSMN Management

Quelle: Ernst & Young

Eigenkapitalkosten (gerundete Werte)

Bestandteil	Wert	Erklärung	Quellenangabe
Risikoloser Zinssatz Schweiz	1.9%	Der risikolose Zinssatz beschreibt die nominelle Renditeerwartung für risikolose Anlagen. Als nominelle Grösse enthält der risikolose Zinssatz eine Erwartung über die Realverzinsung und die Inflation.	Rendite einer 10-jährigen Schweizer Bundesobligation per 19. Januar 2011 gemäss Bloomberg
Adjustiertes „unlevered“ Beta	0.50x	Der Beta-Wert reflektiert das nach dem CAPM hergeleitete systematische Risiko einer Aktie. Die Betas wurden am Kapitalmarkt beobachtet und entsprechend ihrer Kapitalstruktur „unlevered“. Der Prozess des „unlevering“ bereinigt die Betas und neutralisiert Effekte, die durch die unterschiedliche Fremdkapitalstruktur entstehen. Formel: Beta (unlevered) = adjustiertes Beta / (1+ FK/EK * (1- Steuersatz)).	Das adjustierte „un-levered“ Beta basiert auf dem Median der Vergleichsgruppe; siehe Anhang (Quelle: Bloomberg)
Adjustiertes „relevered“ Beta GSMN	0.72x	Um das systematische Risiko für GSMN zu errechnen, wird das adjustierte „unlevered“ Beta entsprechend der Zielkapitalstruktur „relevered“. Formel: Beta (relevered) = Beta (unlevered) * (1+ FK/EK * (1- Steuersatz))	
Marktrisikoprämie	5%	Die Marktrisikoprämie entspricht der Differenz zwischen der Rendite des zugrundeliegenden Aktienmarktes und der risikolosen Rendite der korrespondierenden Staatsanleihe über einen aussagekräftigen Zeitraum hinweg.	Marktrisikoprämie für die Schweiz (abgeleitet aus: Pictet "The Performance of Shares and Bonds in Switzerland", Januar 2009 und Ernst & Young).

Beschreibung der Inputparameter zur Herleitung des WACC

Grössenprämie	4.0%	Empirische Studien haben gezeigt, dass kleinere Unternehmen (in Bezug auf die Kapitalisierung) im Vergleich zu grösseren Unternehmen langfristig Überrenditen erzielen, die nicht durch das CAPM, also das systematische Risiko, erklärt werden können. Generell sind höhere Renditen langfristig nur durch höhere Risiken zu realisieren. Für das höhere Risiko verlangen die Kapitalgeber eine höhere Entschädigung. Um die erhöhte Renditeforderung bei einer Firma wie GSMN zu kompensieren, nehmen wir einen entsprechenden Aufschlag auf die Eigenkapitalkosten vor.	Grössenzuschlag für KMU unter MUSD 430 Marktwert gemäss Ibbotson Associates, Stocks, Bonds, Bills, and Inflation, Yearbook 2010 veröffentlicht durch Morningstar.
Eigenkapitalkosten GSMN	9.5%		

Quelle: Ernst & Young

Fremdkapitalkosten (gerundete Werte)

Bestandteil	Wert	Erklärung	Quellenangabe
Swap Zinssatz	2.2%	Der Zinssatz entspricht einem fixed-for-variable Zinsswap mit einer Laufzeit von 10 Jahren basierend auf Swiss LIBOR. Der LIBOR („London Interbank Offered Rate“) ist der täglich festgelegte Referenzsatz im Interbankengeschäft.	Bloomberg, per 19. Januar 2011
Risikozuschlag für FK, GSMN	2.7%	Entsprechend der Kreditwürdigkeit von GSMN verlangen die FK-Geber einen Risikozuschlag auf den Swap Zinssatz. Der Risikozuschlag wurde gemäss den Fremdkapitalkosten von GSMN berechnet.	GSMN, Ernst & Young
Fremdkapitalkosten GSMN	4.9%		

Quelle: Ernst & Young

Als ewige Wachstumsrate wurde die langfristige Inflationserwartung der Schweiz von 1.0% angenommen

Ewiges Wachstum: Inflation und Realwachstum der Industrie

- ▶ Im Rahmen der DCF-Methode wird nach der Businessplanperiode eine Annahme über einen nachhaltigen freien Cashflow getroffen, welcher zur Herleitung des Residualwertes herangezogen wird. Dieser Residualwert beinhaltet den Wert aller zukünftigen Cashflows, welche auf die Businessplanperioden folgen.
- ▶ Bei der Berechnung des Residualwertes wird für die Cashflows ein ewiges Wachstum unterstellt. Dieses kompensiert einerseits die Inflation, die im WACC bereits enthalten ist, sowie ein mögliches Realwachstum des zu bewertenden Geschäftsbereichs.
- ▶ Der Residualwert spiegelt das erwartete organische Wachstum für bestehende Kliniken wider. Für das zukünftige Wachstum durch Akquisitionen von Geschäftsaktivitäten wird angenommen, dass dieses zu Fair Values erfolgt. Somit ist ein Wachstum durch Akquisitionen nicht im Residualwert enthalten.
- ▶ Gemäss gängiger Praxis wird normalerweise die langfristig erwartete Inflationsrate als ewige Wachstumsrate angewendet, wodurch die zukünftigen realen Cashflows stabil gehalten werden.
- ▶ Das wichtigste Messinstrument der Inflation ist der Konsumentenpreisindex („CPI“), der die Kosten für einen fix definierten Warenkorb misst, welcher die regelmässigen Ausgaben eines durchschnittlichen Haushalts abbildet. Die Veränderung des Preises für diesen Warenkorb ergibt die Inflation.
- ▶ Gemäss Internationalem Währungsfonds („IWF“), World Economic Outlook Database, October 2010, wird die Inflationserwartung für die Schweiz auf 1.0% geschätzt.
- ▶ Daher wenden wir als langfristige Wachstumsrate 1.0% für die Bewertung an. Es wird kein Realwachstum angenommen.

Schlussfolgerung für GSMN

Als langfristige Wachstumsrate wird die erwartete Inflation der Schweiz gemäss des IWF in Höhe von 1.0% angesetzt.

Die Anwendung der DCF-Methode führt zu einem Wert pro GSMN Aktie von CHF 17.1

Berechnung des Wertes einer Aktie mittels der DCF-Methode

CHF000	
Unternehmenswert (exkl. Nichtbetriebsnotwendiges Vermögen)	167'943.2
Nichtbetriebsnotwendiges Vermögen (inkl. steuerliche Verlustvorträge)	4'831.4
Unternehmenswert	172'774.6
Marktwert des verzinslichen Fremdkapital	(67'118.0)
Ausstehende Prozesskosten	(1'260.0)
Eigenkapitalwert (100%)	104'396.6
Anzahl ausstehender Aktien (exkl. Eigene Aktien)	6'119.8
Wert einer Aktie (CHF)	17.1

Quelle: Ernst & Young

Eigenkapitalwert GSMN

- ▶ Basierend auf den aufgeführten Informationsgrundlagen und Gesprächen mit dem Management von MRSI und GSMN haben wir mittels der DCF-Methode einen operativen Unternehmenswert per 20. Januar 2011 von TCHF 167'943 ermittelt.
- ▶ Um daraus den Eigenkapitalwert zu ermitteln, wird zu diesem operativen Gesamtwert das nichtbetriebsnotwendige Vermögen addiert und das verzinsliche Fremdkapital auf Gruppenstufe subtrahiert. Unter Berücksichtigung dieser Positionen ergibt sich ein Eigenkapitalwert von TCHF 104'397.
- ▶ Das nichtbetriebsnotwendige Vermögen von TCH 4'831 beinhaltet folgende Elemente:
 - Gegenwartswert der steuerlichen Verlustvorträge von TCHF 3'965;
 - Den Wert der Beteiligungen von GSMN an den in der Organisationsstruktur aufgeführten weiteren Gesellschaften, abgesehen von den Kliniken, von TCHF 466. Gemäss Angaben der involvierten Parteien sind die weiteren Gesellschaften nicht operativ tätig oder generieren keine materiellen Cash Flows, so dass der Beteiligungsbuchwert den Marktwert adäquat widerspiegelt; und
 - Ein Darlehen von TCHF 400, welches von GSMN gewährt wurde.
- ▶ Das verzinsliche Fremdkapital von TCHF 67'118 setzt sich aus den folgenden Positionen zusammen:
 - Bankverbindlichkeiten von TCHF 53'411; und
 - Leasingverbindlichkeiten von TCHF 13'707.
- ▶ Der Wert der zum Bewertungszeitpunkt ausstehenden Mitarbeiteroptionen ist nicht materiell.
- ▶ Die ausstehenden potentiellen Rechtsverbindlichkeiten von TCHF 1'260 basieren auf einer Annahme in Absprache mit den involvierten Parteien. Die maximale Verbindlichkeit für GSMN beläuft sich auf TCHF 4'042. Da zum jetzigen Zeitpunkt noch nicht klar ist, ob GSMN diese Kosten wirklich tragen muss, wurden mit TCHF 2'000 50% dieser Kosten für die Wertermittlung berücksichtigt. Die resultierenden TCHF 1'260 ergeben sich durch Abzug von TCHF 740, welche GSMN bereits im Jahr 2010 bezahlt hat.

Berechnung des Wertes pro GSMN-Aktie

- ▶ Der DCF-Wert des Eigenkapitals wird durch die Anzahl ausstehender GSMN-Aktien zum Bewertungszeitpunkt dividiert, um so den Wert pro Aktie zu erhalten.
- ▶ Ausgehend von 6'119'837 ausstehenden GSMN-Aktien resultiert ein gerundeter Wert pro Aktie von CHF 17.1.

▶

Schlussfolgerung

Bei Anwendung der DCF Methode ergibt sich ein Wert pro GSMN Aktie von CHF 17.1.

Die Sensitivitätsanalyse zeigt die Reaktion des Wertes pro GSMN Aktie auf Veränderungen im WACC, der jährlichen EBITDA Marge und der ewigen Wachstumsrate

Sensitivitätsanalyse

- ▶ Die erste Sensitivitätsanalyse zeigt die Reaktion des Wertes pro GSMN Aktie auf Veränderungen zweier Hauptwerttreiber, den Kapitalkosten und der EBITDA Marge. Der Wert von CHF17.1 resultiert bei einem WACC von 7.4% und den jährlichen im Businessplan angegebenen EBITDA Margen.
- ▶ Zur Plausibilisierung wurde auch eine zweite Sensitivitätsanalyse bezüglich den Kapitalkosten und ewiger Wachstumsrate durchgeführt. Der Wert von CHF17.1 resultiert bei einem WACC von 7.4% und einer ewigen Wachstumsrate von 1.0%. Die Ergebnisse der Sensitivitätsanalyse sind in der untenstehenden Tabellen dargestellt.

Wert pro GSMN Aktie in Abhängigkeit der EBITDA Marge und der Kapitalkosten

		Veränderung EBITDA-Marge gegenüber Business Plan						
		1%	(0.6%)	(0.4%)	(0.2%)	- %	0.2%	0.4%
WACC	7.1%	15.8	16.7	17.6	18.5	19.5	20.4	21.3
	7.2%	15.3	16.2	17.1	18.0	18.9	19.8	20.7
	7.3%	14.9	15.8	16.7	17.5	18.4	19.3	20.2
	7.4%	14.5	15.3	16.2	17.1	17.9	18.8	19.7
	7.5%	14.0	14.9	15.7	16.6	17.4	18.3	19.2
	7.6%	13.6	14.5	15.3	16.1	17.0	17.8	18.7
	7.7%	13.2	14.0	14.9	15.7	16.5	17.4	18.2

Quelle: Ernst & Young

Wert pro GSMN Aktie in Abhängigkeit der ewigen Wachstumsrate und der Kapitalkosten

		Ewige Wachstumsrate						
		0.4%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%
WACC	7.1%	16.2	16.9	17.7	18.5	19.4	20.4	21.4
	7.2%	15.8	16.5	17.2	18.0	18.9	19.8	20.8
	7.3%	15.4	16.0	16.8	17.5	18.4	19.2	20.2
	7.4%	15.0	15.6	16.3	17.1	17.9	18.7	19.6
	7.5%	14.6	15.2	15.9	16.6	17.4	18.2	19.0
	7.6%	14.2	14.8	15.4	16.1	16.9	17.7	18.5
	7.7%	13.8	14.4	15.0	15.7	16.4	17.2	18.0

Quelle: Ernst & Young

Die Sensitivitätsanalyse zeigt die Reaktion des Wertes pro GSMN Aktie auf Veränderungen im WACC, der jährlichen EBITDA Marge und der ewigen Wachstumsrate

Interpretation

- ▶ Es stellt sich die Frage, wie die Resultate der Sensitivitätsanalyse qualitativ zu werten sind. In der Theorie hat sich keine standardisierte Messgrösse zur Sensitivität durchgesetzt, nach welcher der ermittelte Unternehmenswert als „stabil“ oder als „sehr sensitiv“ zu klassifizieren ist. Eine subjektive Einschätzung bleibt daher stets Bestandteil einer solchen Analyse.
- ▶ Würde beispielsweise die prognostizierte EBITDA Marge jährlich um minus 0.2% verfehlt werden, würde ein 5% tieferer Wert pro Aktie (CHF16.2) resultieren. Umgekehrt würde eine positive Abweichung von 0.2% zu einem 5% höheren Wert (CHF17.9) führen. Die Wertbandbreite von +/- 0.2% der jährlichen EBITDA Marge beträgt somit 10%.

Bei der Anwendung der Marktwertmethode ist der EBITDA Multiple die geeignete Grösse zur Herleitung des Unternehmenswertes

Wahl einer geeigneten Vergleichsgrösse

Quelle: Ernst & Young

	Umsatzkennzahlen
	UW/ Umsatz
	Ertragsorientierte Kennzahlen
→	UW/ EBITDA
	UW/ EBIT
	UW/ Reingewinn
	UW/ operativer CF
	UW/ FCF

Marktwertansatz (Trading Multiple Methode)

Anwendung auf GSMN

- ▶ Der Trading Multiple-Ansatz betrachtet Finanzkennzahlen vergleichbarer börsennotierter Unternehmen, deren Kennzahlen mit denjenigen des Zielunternehmens verglichen werden.
- ▶ Die Unternehmen der Vergleichsgruppe für den Trading Multiple Ansatz sind im selben Geschäftsfeld tätig und / oder besitzen eine ähnliche Risikostruktur wie GSMN.
- ▶ Die Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen werden anhand ihrer Marktkapitalisierung berechnet.
- ▶ Weitere Informationen zur ausgewählten Vergleichsgruppe und zur Herleitung des Multiples sind dem Anhang zu entnehmen.

Wahl einer geeigneten Vergleichsgrösse

- ▶ Der Umsatz-Multiple lässt keine Aussage über die Ertragskraft eines Unternehmens zu und wird aus diesem Grund ebenso wie der EBIT-Multiple, welcher durch Abschreibungen verzerrt werden kann, nicht in der Bewertung berücksichtigt.
- ▶ Um die operative Ertragskraft zu bewerten gilt in vielen Fällen der EBITDA-Multiple als verlässliche Grösse. Diese Erfolgsgrösse ist frei von Effekten wie Abschreibungen, Finanzierungskosten oder steuerlichen Aspekten und spiegelt die operative Ertragskraft eines Unternehmens am besten wider.

Vorgehen

- ▶ Der Unternehmenswert berechnet sich aus der Multiplikation des jeweiligen Multiples mit der zeitkongruenten Erfolgsgrösse von GSMN. Diese Methodik wenden wir auf den EBITDA des Jahres 2010 an.

▶

Die Transaction Multiple Analyse wird in vorliegender Bewertung nicht berücksichtigt

Marktwertansatz (Transaction Multiple Methode)

- ▶ Die Transaction Multiple Analyse führt aufgrund folgender Ausführungen aus unserer Sicht zu keinem aussagekräftigen Bewertungsergebnis:
- ▶ Der Zeitraum in welchem für vorliegende Bewertung Transaktionen zur Herleitung der Multiples analysiert werden können, ist auf die zwei vergangenen Jahre, also 2009 und 2010, zu beschränken.
 - Aufgrund der Finanzkrise im Jahr 2008 sind die Erfolgskennzahlen der meisten Unternehmen eingebrochen. Die Anwendung von Multiples basierend auf einem solchen aussergewöhnlichen Marktumfeld führen nicht zu aussagekräftigen Resultaten.
 - Im Jahr 2007 wiederum, am Scheitelpunkt der ökonomischen Hochphase, wurden aussergewöhnlich hohe Preise bei Transaktionen bezahlt. Die daraus resultierenden Multiples sind daher aus unserer Sicht ebenfalls nicht aussagekräftig für die vorliegende Bewertung.
- ▶ Zusätzlich ist speziell für die Industrie, in der GSMN tätig ist, die Analyse auch geographisch einzuschränken, um vergleichbare Transaktionen zu erhalten. Ähnlich wie in Deutschland und Frankreich ist der Markt für private Hospitäler in der Schweiz nicht sehr konzentriert. Vor allem Märkte ausserhalb Europas zeigen unterschiedliche Marktstrukturen (z.B.: höhere Konzentrationen, unterschiedliche Regulierungen) und sind daher nicht vollständig mit dem Schweizer Markt, indem GSMN tätig ist, vergleichbar.
- ▶ Des Weiteren sollte bei der Analyse beachtet werden, dass GSMN ein rein operatives Unternehmen ohne Immobilieneigentum ist. Andere Unternehmen besitzen die Immobilien bzw. Spitäler selbst und sind dadurch nur bedingt vergleichbar.
- ▶ Unter Berücksichtigung der aufgeführten Einschränkungen resultieren gemäss unseren Analysen zwei vergleichbare Transaktionen, für die auch die notwendigen Finanzzahlen zur Berechnung der Multiples vorliegen.
- ▶ Die Herleitung eines Industriemultiples basierend auf zwei Transaktionen ist aus unserer Sicht nicht aussagekräftig und entspricht auch nicht gängiger Bewertungspraxis. Zusätzlich würde eine Anwendung des Transaction Multiple Ansatzes basierend auf den zwei erhaltenen vergleichbaren Transaktionen zu einem Wert führen, der unter dem Ergebnis der anderen angewendeten Bewertungsmethoden liegt.
- ▶ Daher wird in vorliegendem Bewertungsgutachten auf die Transaction Multiple Methode verzichtet und es kommt ausschliesslich der Trading Multiple Ansatz zur Anwendung.

Die Marktwertmethode ermittelt einen Wert pro GSMN Aktie von CHF 15.5

Ermittlung des Werts einer GSMN Aktie mittels Marktwertmethode

CHF000	EBITDA
EBITDA 2010	15'500.0
Market Multiple	10.0
Multiple value (EBITDA x Multiple)	155'513.0
Liquide Mittel	3'194.0
Nichtbetriebsnotwendiges Vermögen	4'831.4
Enterprise Value	163'538.4
Verzinsliches Fremdkapital	(67'118.0)
Ausstehende Prozesskosten	(1'260.0)
Equity Value (100%)	95'160.4
Anzahl ausstehender Aktien	6'119.8
Wert einer Aktie	15.5

Quelle: Ernst & Young

Ergebnis der Marktwertmethode

- ▶ Für die Herleitung des Wertes wurden die totalen flüssigen Mittel zum Gesamtwert hinzugezählt, da diese Logik auch bei der Ermittlung des Multiples zur Anwendung kam. Des Weiteren wurden die nicht betrieblichen Vermögensgegenstände zum Gesamtwert addiert.
- ▶ Der Eigenkapitalwert von TCHF 95'160 ergibt sich wiederum durch Abzug des verzinslichen Fremdkapitals und den potentiellen Rechtsverbindlichkeiten auf konsolidierter Stufe. Die Division des Eigenkapitalwerts von GSMN durch die Anzahl der ausstehenden Aktien führt zum Wert pro Aktie.
- ▶ Ausgehend von 6'119'837 ausstehenden GSMN-Aktien resultiert ein gerundeter Wert pro Aktie von CHF 15.5.
- ▶ Die vollständige Herleitung des Werts pro GSMN Aktie ist auf der linken Seite dargestellt.

Schlussfolgerung

Bei Anwendung der Marktwertmethode ergibt sich ein Wert pro GSMN Aktie von CHF 15.5.

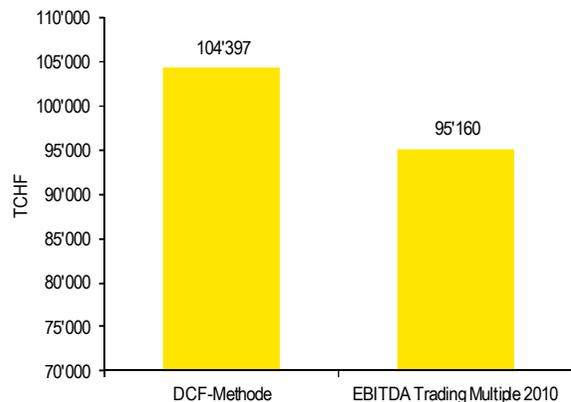
Gesamtbeurteilung

10. Gesamtbeurteilung

Basierend auf den durchgeführten Bewertungsüberlegungen ergibt sich ein Wert von CHF 17.1 pro Aktie von GSMN

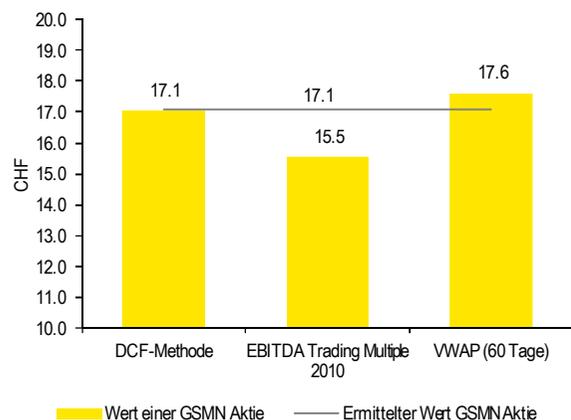
Eigenkapitalwert gemäss angewendeter Methoden

Quelle: Informationen MRSI und GSMN, Berechnungen Ernst & Young



Wert je GSMN-Aktie gemäss den angewendeten Methoden, VWAP (60 Tage) und von Ernst & Young ermittelter Wert

Quelle: Informationen MRSI und GSMN, Berechnungen Ernst & Young



Ergebnis des Gutachtens

- ▶ Die nebenstehenden Grafiken zeigen die unter Anwendung der verschiedenen Methoden ermittelten Eigenkapitalwerte, und die korrespondierenden Werte pro GSMN-Aktie sowie den VWAP über die letzten 60 Handelstage ausgehend vom Bewertungszeitpunkt.
- ▶ Basierend auf dem vom GSMN Management erstellten Business Plan 2011-2014, den Gesprächen mit den involvierten Parteien und den daraus resultierenden Anpassungen sowie eigenen Überlegungen resultiert unter Anwendung der DCF-Methode ein Eigenkapitalwert von TCHF 104'397 für GSMN.
- ▶ Unter Berücksichtigung der 6'119'837 Aktien ergibt sich ein Wert von CHF 17.1 pro GSMN-Aktie.
- ▶ Die Berechnung des Wertes mittels des EBITDA Trading Multiple Ansatzes ergibt einen Eigenkapitalwert von TCHF 95'160 und damit einen Wert pro Aktie von CHF 15.5.
- ▶ Der über die Marktwertmethode erhaltene Aktienwert liegt unter dem DCF Wert. Der Grund dafür ist, dass die Marktwertmethode lediglich den Multiple für das Jahr 2010 einbezieht und damit die individuelle zukünftige Entwicklung von GSMN nicht berücksichtigt. Das Jahr 2010 stellt aufgrund verschiedener Ereignisse, wie bspw. den Unstimmigkeiten zwischen den Aktionären oder dem Erwerb der Privatklinik Bethanien, deren Profitabilität erst in den Folgejahren vollständig erreicht werden wird, kein nachhaltiges Geschäftsjahr dar. Daher sind wir der Meinung, dass aus einer langfristigen Perspektive heraus der Marktwert den Wert von GSMN tendenziell unterschätzt.
- ▶ Basierend auf den angewendeten Bewertungsmethoden und den oben angestellten Überlegungen, gehen wir vom DCF-Wert als wertbestimmende Basis aus.
- ▶ Daher halten wir unter Berücksichtigung der 6'119'837 Aktien einen Wert von CHF 17.1 pro GSMN-Aktie für angemessen.

Schlussfolgerung

Ernst & Young hält einen Wert für eine Aktie von GSMN von CHF 17.1 für angemessen.

Zürich, 1. März 2011

Ernst & Young AG

Louis Siegrist
Partner

Jvo Grundler
Partner

Anhang

11. Vergleichsgruppe zur Herleitung des systematischen Risikos
12. Beschreibung der Unternehmen der Vergleichsgruppe

Vergleichsgruppe zur Herleitung des systematischen Risikos und des EBITDA Multiples

Berechnung des Beta Faktors mittels Bloomberg Vergleichsgruppe

Unternehmen	Ticker	Land	Währung	Abschlussdatum	Markt- kapitalisierung	Minderheiten	Vorzugsaktien	Kurzfristiges Fremdkapital	Langfristiges Fremdkapital	Fremdkapital	Adjustiertes Beta	Unternehmens- steuersatz	Unlevered Beta
Genolier Swiss Medical Network	GSMN SW	SWITZERLAND	CHF	06/2010	117	-	-	26	41	67	0.850	22.0%	0.587
Generale de Sante SA	GDS FP	FRANCE	EUR	09/2010	619	12	-	139	784	923	0.724	34.4%	0.369
Medicin AG	MED GR	GERMANY	EUR	09/2010	198	-	-	68	22	90	0.698	29.8%	0.529
Medi-Clinic Corp Ltd	MDC SJ	SOUTH AFRICA	ZAR	09/2010	19'178	981	-	477	21'169	21'646	0.564	28.0%	0.318
Korian	KORI FP	FRANCE	EUR	06/2010	559	13	-	30	540	570	0.778	34.4%	0.470
Rhoen Klinikum AG	RHK GR	GERMANY	EUR	09/2010	2'347	35	-	38	904	942	0.763	29.8%	0.597
Tiefst											0.564		0.318
Höchst											0.850		0.597
Durchschnitt											0.729		0.479
Median											0.743		0.500

Quelle: GSMN and Bloomberg, 19 Januar, 2011

Bloomberg Vergleichsgruppe zur Herleitung des EBITDA Multiples

Unternehmen	Ticker	Land	Währung	Abschlussdatum	Markt kapitalisierung	Minderheiten	Kurzfristiges Fremdkapital	Langfristiges Fremdkapital	Fremdkapital	Unternehmens wert (UW)	UW / EBITDA LFY	UW / EBITDA LTM	UW / EBITDA CFY	UW / EBITDA NFY
Generale de Sante SA	GDS FP	FRANCE	EUR	09/2010	619	12	139	784	923	1'554	6.6x	n/a	6.5x	6.2x
Medicin AG	MED GR	GERMANY	EUR	09/2010	198	-	68	22	90	288	9.3x	9.3x	9.5x	8.6x
Medi-Clinic Corp Ltd	MDC SJ	SOUTH AFRICA	ZAR	09/2010	19'178	981	477	21'169	21'646	41'805	n/m *	n/m *	n/m *	9.2x
Korian	KORI FP	FRANCE	EUR	06/2010	559	13	30	540	570	1'141	12.2x	11.2x	10.7x	9.5x
Rhoen Klinikum AG	RHK GR	GERMANY	EUR	09/2010	2'347	35	38	904	942	3'324	11.7x	10.9x	10.6x	9.5x
Tiefst											6.6x	9.3x	6.5x	6.2x
Höchst											12.2x	11.2x	10.7x	9.5x
Durchschnitt											9.9x	10.5x	9.3x	8.6x
Median											10.5x	10.9x	10.0x	9.2x

Quelle: GSMN, Bloomberg, 19 January, 2011

* The EBITDA for Medi-Clinic Corp Ltd for last and current fiscal year are not representative since Hirslanden acquired Klinik Stephanshom in October 2010.

Beschreibung der Unternehmen der Vergleichsgruppe

Kurzbeschreibung der Vergleichsunternehmen

Generale de Sante SA

Generale de Sante operates private hospitals. The Company operates hospitals in France, Italy, Portugal, and Canada.

Korian

Korian operates retirement homes in France.

Medicin AG

Medicin AG operates general, specialized and rehabilitation health care facilities providing inpatient and outpatient medical care to communities throughout Germany. The Company operates clinics in the private health services sector.

Rhoen Klinikum AG

Rhoen-Klinikum AG operates general, rehabilitation, and emergency health care facilities which offer inpatient and outpatient medical care to various communities in Germany. These clinics and hospitals offer cardiological, surgical, psychiatric, neurological and neurosurgical, orthopedic, addiction treatment, and physical therapy services.

Medi-Clinic Corp Ltd

Medi-Clinic Corporation Limited provides multi-disciplinary private hospital services through a network of hospitals in South African and Namibia. The Company, through its facilities, provides consulting rooms for doctors in private practice.

Quelle: Bloomberg