

AEVIS VICTORIA SA

Bewertungsgutachten

6. Februar 2017

Louis Siegrist

Partner

Tel: +41 58 286 21 31

Mobile: +41 58 289 21 31

Email: louis.siegrist@ch.ey.com

Matthias Oppermann

Senior Manager, CFA

Tel: +41 58 286 45 92

Mobile: +41 58 289 45 92

Email: matthias.oppermann@ch.ey.com



Inhaltsverzeichnis

- 1 Einleitung
- 2 Profil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Gesamtbeurteilung
- 5 Anhang

Einleitung

1

Seite 3

Profil

2

Seite 8

Wert- überlegungen

3

Seite 11

Gesamt- beurteilung

4

Seite 31

Anhang

5

Seite 33

1

Einleitung

In diesem Kapitel	Seite
Ausgangslage	4
Auftrag und Informationsgrundlagen	5
Beurteilungsvorgehen und Bewertungsgrundsätze	6

1 Einleitung

Ausgangslage

1 Einleitung

- 2 Profil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Gesamtbeurteilung
- 5 Anhang

Öffentliches Übernahmeangebot



Quelle: AEVIS

AEVIS und LifeWatch

Firma	Valor	Symbol	Börsenplatz
AEVIS VICTORIA SA	1,248,819	AEVS	SIX
LifeWatch AG	1,281,545	LIFE	SIX

Quelle: SIX Homepage

Angebot

Die AEVIS VICTORIA SA (AEVIS oder die Gruppe) ist eine nach schweizerischem Recht eingetragene Gesellschaft mit Sitz in Freiburg, Schweiz. Die AEVIS Aktien sind an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange (SIX) kotiert.

Gemäss Voranmeldung vom 24. Januar 2017 beabsichtigt AEVIS ein öffentliches Übernahmeangebot für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der LifeWatch AG (LifeWatch) mit einem Nennwert von CHF 1.3 zu unterbreiten. Die LifeWatch Aktien sind ebenfalls an der SIX kotiert.

Das Angebot für die sich im Publikum befindenden LifeWatch Aktien besteht gemäss Voranmeldung vom 24. Januar 2017 wahlweise aus einem Barangebot in Höhe von CHF 10 oder einem Tauschangebot von 0.1818 AEVIS Aktien für 1.0 LifeWatch Aktien. Das Angebot wird voraussichtlich am 20. Februar 2017 unterbreitet.

Rechtliche Grundlagen

Die AEVIS Aktien sind unter Anwendung der Bestimmungen des Rundschreibens Nr. 2 der UEK betreffend Liquidität im Sinne des Übernahmerechts vom 26. Februar 2010 (Rundschreiben Nr. 2) als illiquid zu betrachten (siehe dazu Kapitel «Wertüberlegungen» des vorliegenden Bewertungsgutachtens).

Das Handelsvolumen der AEVIS Aktien lag im relevanten Betrachtungszeitraum vor der Voranmeldung des Angebots (1. Januar 2016 – 31. Dezember 2016) in sieben von zwölf Monaten unter der Liquiditätsschwelle von 0.04% des Free Floats (Streubesitz). Sind die zum Tausch angebotenen kotierten Beteiligungspapiere vor der Veröffentlichung des Angebots beziehungsweise der Voranmeldung nicht liquid, so ist gemäss Art. 24 Abs. 6 der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (UEV) auf die Bewertung einer Prüfstelle abzustellen.



1 Einleitung

Auftrag und Informationsgrundlagen

1 Einleitung

- 2 Profil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Gesamtbeurteilung
- 5 Anhang

Wesentliche Datengrundlagen / Quellen

Informationsgrundlagen

Jahresabschlüsse

Geprüfte, konsolidierte Geschäftsabschlüsse 2014, 2015
Nicht geprüfter, konsolidierter Halbjahresabschluss 2016

Business Plan

Business Plan mit Planerfolgsrechnung, Planbilanz und
Planmittelflussrechnung auf Stufe Segment und konsolidiert

Finanzmarktdaten

Capital IQ, ThomsonOne, SIX, Oxford Economics

Weitere Informationen

- Öffentlich zugängliche Informationen
- Mündliche und schriftliche Informationen des AEVIS Managements

Auftrag an EY

Basierend auf dieser Ausgangslage hat AEVIS die Ernst & Young AG, Schweiz (EY oder uns) mit der Bewertung der illiquiden Aktien der AEVIS beauftragt.

Die Details sind in der Auftragsbestätigung vom 16. Januar 2017 festgehalten. Bewertungsstichtag ist der 23. Januar 2017. Dies ist der Tag vor der Veröffentlichung der Voranmeldung vom 24. Januar 2017.

Das Bewertungsgutachten stellt keine Empfehlung dar, das öffentliche Kauf- und Tauschangebot anzunehmen oder abzulehnen. Das Bewertungsgutachten enthält keine Einschätzung über die Auswirkungen, welche eine Annahme oder Ablehnung des Angebots haben kann und macht auch keine Aussage über den zukünftigen Wert einer AEVIS Aktie und den Preis, zu welchem im Kauf- und Tauschangebot nicht angediente LifeWatch Aktien zukünftig gehandelt werden können.

Das Bewertungsgutachten darf öffentlich zur Verfügung gestellt werden.

Informationsgrundlagen

Die Grundlage für die Wertermittlung bilden historische Finanzdaten sowie zukunftsgerichtete Finanzplandaten, welche uns vom Management der AEVIS (Management) zur Verfügung gestellt wurden. Eine Übersicht der erhaltenen Hauptdokumente und Informationen ist in der nebenstehenden Tabelle abgebildet.

Des Weiteren wurde uns Gelegenheit gegeben, Fragen an das Management zu richten und die erhaltenen Informationen und die geplante zukünftige Entwicklung kritisch zu diskutieren. Da unsere Bewertung weitgehend auf den Angaben des Managements beruht, beschränkt sich unsere Verantwortung auf die sorgfältige und fachgerechte Analyse und Beurteilung der uns zur Verfügung gestellten Informationen.

EY setzt generell die Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen voraus und verlässt sich auf die Aussagen des Managements. In diesem Zusammenhang wurde uns vom Management bestätigt, dass sich das Management bzw. die verantwortlichen Personen von AEVIS keiner Tatsachen oder Umstände bewusst sind, gemäss welchen die zur Verfügung gestellten Informationen irreführend, unrichtig oder unvollständig wären.



1 Einleitung

Beurteilungsvorgehen und Bewertungsgrundsätze

1 Einleitung

- 2 Profil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Gesamtbeurteilung
- 5 Anhang

Übersicht über die relevante Anzahl Aktien

Aktientyp	
Ausgegebene Aktien	15,132,407
Eigene Aktien	(113,863)
Mitarbeiteroptionen	995,800
Ausstehende Aktien (bewertungsrelevant)	16,014,344

Quelle: AEVIS

Beurteilungsvorgehen

EY stellte für die Bewertung der AEVIS Aktien eigene Wertüberlegungen an. Im Wesentlichen sind folgende Arbeitsschritte Bestandteil unserer Arbeiten:

- ▶ Beschaffung und Analyse relevanter Informationen;
- ▶ Durchführung von Interviews mit den verantwortlichen Personen von AEVIS (Management);
- ▶ Marktrecherche zur Industrie (Vergleichsgruppenanalyse);
- ▶ Bewertungsüberlegungen zu AEVIS mittels angemessener Bewertungsmethoden; und
- ▶ Wertkonklusion durch EY.

Die vorliegende Bewertung wurde von uns aus der Betrachtungsweise aller Publikumsaktionäre erstellt. Individuelle steuerliche und andere Effekte wurden in dieser Analyse nicht berücksichtigt. Eine Berücksichtigung wäre aufgrund der Vielzahl der unterschiedlichen Voraussetzungen der Aktionäre nicht möglich.

Anzahl berücksichtigter Aktien

Zum Bewertungszeitpunkt besteht das Aktienkapital der AEVIS aus 15,132,407 kotierten Namenaktien mit einem Nennwert von CHF 5.0. Zur Berechnung des Werts pro Aktie wurden 16,014,344 Aktien berücksichtigt. Die Differenz entspricht einerseits den durch das Unternehmen selbst gehaltenen 113,863 Aktien. Diese sind nicht relevant, um die Kontrolle über das Unternehmen zu erlangen und sind daher bei unseren Bewertungsüberlegungen nicht berücksichtigt.

Andererseits bestehen zum Bewertungszeitpunkt insgesamt 995,800 Mitarbeiteroptionen. Die verschiedenen Ausübungspreise der Optionen liegen deutlich unter dem aktuellen Aktienkurs von AEVIS und die Optionen sind zum Bewertungszeitpunkt andienbar. Daher ist für die Zwecke der Bewertung davon auszugehen, dass die entsprechenden Optionen angedient werden. Gemäss Informationen des Managements werden die andienbaren Optionen über eine bedingte Kapitalerhöhung bedient. Entsprechend haben wir für die Bewertung die Anzahl ausstehenden Aktien um die Anzahl der andienbaren Optionen erhöht und den von den Mitarbeitern zu bezahlenden Ausübungspreis (Anzahl Optionen x jeweiliger Ausübungspreis) als nicht-betriebsnotwendiges Vermögen zum operativen Unternehmenswert addiert.

1 Einleitung

Beurteilungsvorgehen und Bewertungsgrundsätze

1 Einleitung

- 2 Profil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Gesamtbeurteilung
- 5 Anhang

Analyse- und Bewertungsmethoden

Ansatz

Aktienkursanalyse – VWAP(60)

Analysteneinschätzungen hinsichtlich Zielkurs

Discounted Cashflow (DCF) Methode

Marktwertmethode (Trading und Transaction Multiplikatoren)

Quelle: EY

Bewertungsgrundsätze

Für AEVIS wird der Mindestpreis pro Aktie inklusive der zugehörigen Gesellschaften zum 23. Januar 2017 ermittelt, für dessen Berechnung die unabhängige Weiterführung von AEVIS angenommen wurde.

Effekte von zukünftigen Übernahmen sowie allfällige Synergiepotentiale mit einem Investor wurden nicht in unsere Bewertung einbezogen. Basis für unsere Arbeiten ist folglich eine "stand-alone" Betrachtung. 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.

Wahl der Bewertungsmethoden und Vorgehen

Grundsätzlich ist der Börsenkurs einer kotierten Gesellschaft die verlässlichste Indikation, um den Unternehmenswert zu bestimmen. Dies setzt voraus, dass der Handel hinreichend liquide ist. Wie im Kapitel «Wertüberlegungen» gezeigt wird, ist dies für die AEVIS Aktien nicht der Fall. Der Handel in AEVIS Aktien ist illiquide und der Börsenkurs der AEVIS Aktie eignet sich daher nur eingeschränkt, um einen fairen Wert der Aktie zu ermitteln.

Um eine fundierte Beurteilung zu gewährleisten, kommen für die Bewertung von AEVIS daher weitere Analyse- und Bewertungsmethoden zur Anwendung. Diese sind in nebenstehender Tabelle aufgeführt.

Um den Wert einer AEVIS Aktie zu ermitteln, wurde die Discounted Cashflow (DCF) Methode als primäre Bewertungsmethode verwendet. Die DCF Methode basiert auf der Annahme der Unternehmensfortführung und erlaubt es, unternehmensspezifische Faktoren zu berücksichtigen, da die Finanzwerte des Unternehmens im Detail abgebildet sind. Die weiteren angewendeten Methoden wie bspw. die Marktwertmethode dienen eher zur Plausibilisierung des erhaltenen DCF Wertes.

2

Profil

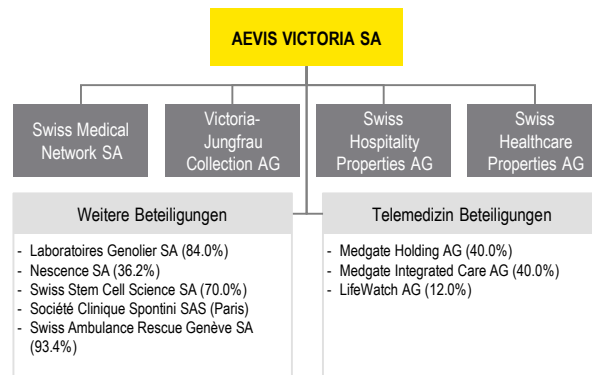
In diesem Kapitel	Seite
Unternehmensbeschreibung	9

2 Profil

Unternehmensbeschreibung

- 1 Einleitung
- 2 Profil**
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Gesamtbeurteilung
- 5 Anhang

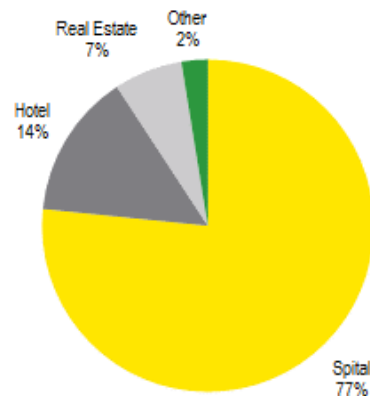
Organisationsstruktur



Anteil 100%, wenn keine Angabe.

Quelle: AEVIS

Umsatzsplit nach Segment



Anmerkungen zu der Grafik:

1. Umsatzsplit vor Corporate und konzerninternem Umsatz.

Quelle: AEVIS Geschäftsbericht 2015

Unternehmensbeschreibung

AEVIS ist eine nach schweizerischem Recht eingetragene Gesellschaft mit Sitz in Freiburg, Schweiz. Der Fokus von AEVIS liegt auf Investitionen im Bereich Healthcare, Life Science, medizinische Betreuung, Lifestyle-Dienstleistungen und Telemedizin.

Das aktuelle Portfolio besteht vor allem aus der Beteiligung an der Swiss Medical Network SA, eine Holding-Gesellschaft, welche Privatkliniken in der Schweiz hält und betreibt (Spital Segment), sowie der Luxushotelgruppe Victoria-Jungfrau Collection AG (VJC) bestehend aus fünf renommierten Schweizer Hotels (Hotel Segment). Neben diesen beiden Segmenten, welche den operativen Betrieb der Spitäler bzw. Hotels umfassen, hält AEVIS die Swiss Healthcare Properties AG und die Swiss Hospitality Properties AG. Diese Gesellschaften halten die Spital- bzw. Hotelliegenschaften im Besitz der AEVIS (Real Estate Segment).

Zudem hält die Gruppe diverse Beteiligungen im Gesundheitssektor bzw. Kosmetikbereich (Other Segment). In 2016 investierte AEVIS des Weiteren in den Bereich Telemedizin (40% an der Medgate Holding AG und der Medgate Integrated Care AG sowie 12% an LifeWatch).

Die vier Hauptsegmente/Geschäftsbereiche der AEVIS (Spital, Hotel, Real Estate, Other) sind eigenständig aufgebaute Organisationen, welche unabhängig voneinander geführt werden. Die Gruppe übernimmt übergeordnete Aufgaben der Unternehmensführung (Finanzierung, Controlling, Accounting, HR) und unterstützt die Segmente in der strategischen Weiterentwicklung.

In 2015 beschäftigte die AEVIS Gruppe 2,587 Mitarbeiter (FTE) und erwirtschaftete einen Nettoumsatz von CHF 510.2m bei einem EBITDAR von CHF 78.5m. Der grösste Anteil am Gesamtumsatz wird mit dem Spital Segment erwirtschaftet (77%), bei einem EBITDAR Beitrag von 61% (siehe nebenstehende Grafik).


Das Geschäftsmodell von AEVIS basiert auf einer «buy and build» Strategie. In 2016 akquirierte AEVIS die folgenden Gesellschaften:

- Spital: Im Oktober akquirierte AEVIS einen 70%-Anteil an der Générale Beaulieu Holding SA.
- Hotel: Im Dezember wurde der Betrieb des Hotel Crans Ambassador übernommen.
- Real Estate: Im Januar erwarb die Swiss Healthcare Properties (SHP) ein Bürogebäude in Echandens.
- Telemedizin: Im Januar akquirierte AEVIS 40% an Medgate und bis Januar 2017 12% an LifeWatch.

2 Profil

Unternehmensbeschreibung

1	Einleitung
2	Profil
3	Wertüberlegungen
4	Gesamtbeurteilung
5	Anhang

Segment	Segmentbeschreibung
Spital Segment  <small>SWISS MEDICAL NETWORK</small>	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Swiss Medical Network wurde 2002 gegründet und betreibt das zweitgrösste Netzwerk an Privatkliniken in der Schweiz. Das Spitalportfolio umfasst 16 Kliniken und medizinische Einrichtungen. Zum 30. Juni 2016 beschäftigte Swiss Medical Network ca. 1,230 Ärzte sowie 2,490 Mitarbeiter. ▶ Die Privatklinikgruppe bietet ein umfassendes Spektrum an medizinischen Leistungen für in- sowie ausländische Kunden an: Orthopädie und Traumatologie, Radiologie, Onkologie, Urologie, Gynäkologie und Geburtshilfen, allgemeine Chirurgie, Ophthalmologie, allgemeine innere Medizin, Radioonkologie. ▶ Swiss Medical Network verfolgt eine Wachstumsstrategie, welche die Übernahme/Umstrukturierung bestehender Spitäler vorsieht.
Hotel Segment  <small>VICTORIA-JUNGFRAU COLLECTION</small>	<ul style="list-style-type: none"> ▶ VJC wurde 1895 unter dem Namen Grand Hotel Victoria-Jungfrau AG mit dem Zweck des Betriebs des Hotels Victoria-Jungfrau in Interlaken gegründet und wurde 2015 vollständig von AEVIS übernommen. ▶ Das Hotel Segment betreibt fünf 5-Sterne Hotels in der Schweiz: Das Victoria Jungfrau Grand Hotel & Spa in Interlaken, das Palace Luzern in Luzern, das Eden au Lac in Zürich und das Bellevue Palace in Bern und verzeichnet jährlich ca. 170,000 Logiernächte. ▶ Im Dezember 2016 wurde das fünfte Hotel, das Crans Ambassador in Crans Montana erworben.
Real Estate Segment  <small>Swiss Healthcare Properties</small>  <small>Swiss Hospitality Properties</small>	<ul style="list-style-type: none"> ▶ AEVIS hält über die Immobiliengesellschaften Swiss Healthcare Properties AG (SHP) und Swiss Hospitality Properties AG (SHP II) einerseits die Liegenschaften aus den operativen Segmenten Spital und Hotel sowie weitere Liegenschaften, welche an Drittparteien vermietet werden. ▶ SHP besitzt 33 medizinisch genutzte Liegenschaften mit einer Mietfläche von rund 133,400m². Die Immobilien sind vollständig vermietet, wobei die Spitäler von Swiss Medical Network den grössten Mietanteil ausmachen. ▶ Die SHP II Gesellschaft besitzt die Immobilien des Hotels Eden au Lac in Zürich sowie des Victoria Jungfrau Grand Hotel & Spa in Interlaken sowie sechs kleinere Liegenschaften in Interlaken. In Summe umfasst das Portfolio eine Mietfläche von 41,600m².
Telemedizin	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Das Segment Telemedizin umfasst die 40% Beteiligung an Medgate und den 12% Anteil an LifeWatch. Medgate ist ein Unternehmen im Bereich der integrierten ambulanten Gesundheitsversorgung. LifeWatch bietet medizinische Lösungen und telediagnostische Überwachungsdienstleistungen im digitalen Gesundheitsmarkt an.
Other Segment	<ul style="list-style-type: none"> ▶ In diesem Segment sind diverse Beteiligungen im Gesundheitssektor bzw. Kosmetikbereich zusammengefasst, wie bspw. Laboratoires Genolier (Kosmetikunternehmen), Nescence (better-aging Leistungen und Produkte), Swiss Ambulance Rescue Genève SA (Rettungsdienst- und Krankentransportunternehmen), Swiss Stem Cell Science, sowie die Klinik Spontini in Paris (Klinik für ästhetische Chirurgie).

3

Wertüberlegungen

In diesem Kapitel	Seite
Liquidität der AEVIS Aktien gemäss Definition der Übernahmekommission	12
Analyse des Aktienkurses von AEVIS	13
Analystenprognosen hinsichtlich des AEVIS Aktienkurses	14
Discounted Cashflow Methode	15
Marktwertmethode	30



3 Wertüberlegungen

Liquidität der AEVIS Aktien gemäss Definition der Übernahmekommission

- 1 Einleitung
- 2 Profil
- 3 Wertüberlegungen**
- 4 Gesamtbeurteilung
- 5 Anhang

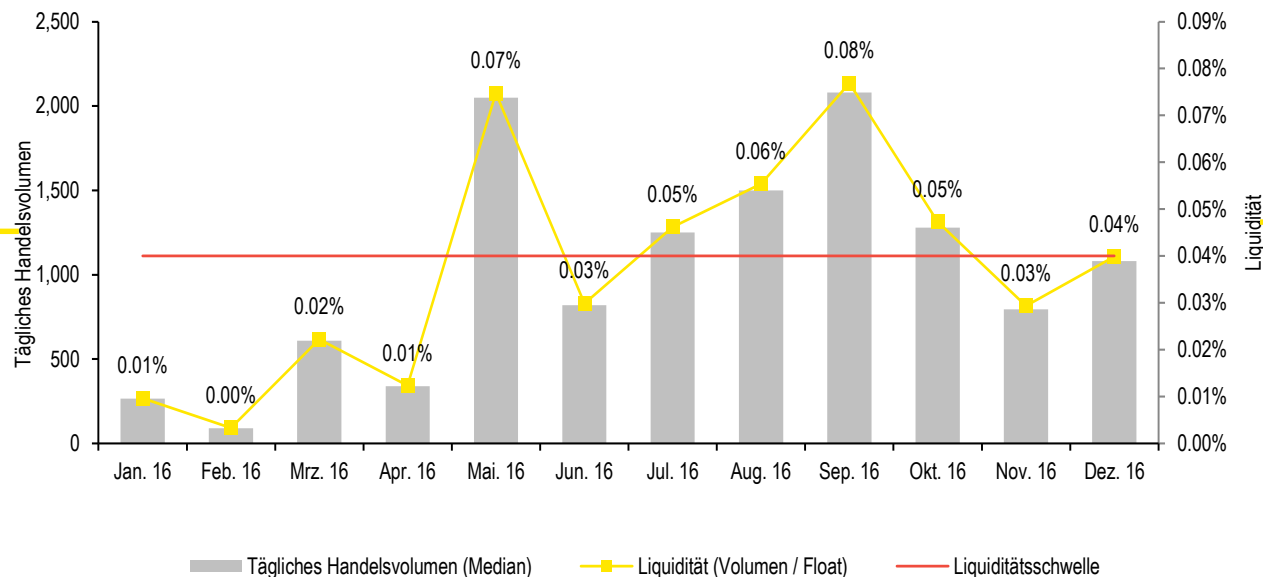
Handelsvolumen und Liquidität der AEVIS Aktien

Tägliches Handelsvolumen

Die Liquiditätsanalyse zeigt, dass an 22 von 254 Handelstagen im Betrachtungszeitraum keine Transaktionen mit AEVIS Aktien zu verzeichnen waren.

Liquidität I Konsequenz

Da die Aktien von AEVIS gemäss Definition der UEK als illiquid gelten, haben wir dem aktuellen Börsenkurs bzw. dem VWAP (der volumengewichtete Durchschnittskurs der letzten 60 Handelstage) lediglich eine eingeschränkte Bedeutung für unsere Bewertung beigemessen. Das geringe Handelsvolumen bedeutet, dass der Aktienkurs verzerrt sein kann, da sich bspw. nicht alle aktuellen und kursrelevanten Informationen direkt im Aktienkurs widerspiegeln.



Liquidität I Analyse

Unsere eigenen Analysen haben ergeben, dass im relevanten Betrachtungszeitraum vor der Voranmeldung des Angebots (Januar 2016 bis Dezember 2016) das Handelsvolumen der AEVIS Aktien nur an fünf von zwölf Monaten über der Liquiditätsschwelle von 0.04% lag. Die Titel sind gemäss Definition der UEK folglich illiquid.

Anmerkungen zu der Grafik:

1. Die Grafik zeigt das Handelsvolumen (monatlicher Median) und die Liquidität über den Betrachtungszeitraum Januar 2016 bis Dezember 2016. Die Liquiditätsanalyse beruht auf den Daten von Capital IQ. Die durch die Übernahmekommission (UEK) vorgegebene Liquiditätsschwelle liegt bei 0.04%. Siehe hierzu das Rundschreiben Nr. 2: "Liquidität im Sinn des Übernahmerechts".
2. Eine Aktie gilt gemäss UEK als liquid, 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.

Quelle: Capital IQ

Fazit

Der Aktienkurs von AEVIS ist aufgrund mangelnder Liquidität nur beschränkt aussagekräftig und dient folglich nur bedingt als Basis für unsere Wertkonklusion.

3 Wertüberlegungen

Analyse des Aktienkurses von AEVIS

1 Einleitung

2 Profil

3 Wertüberlegungen

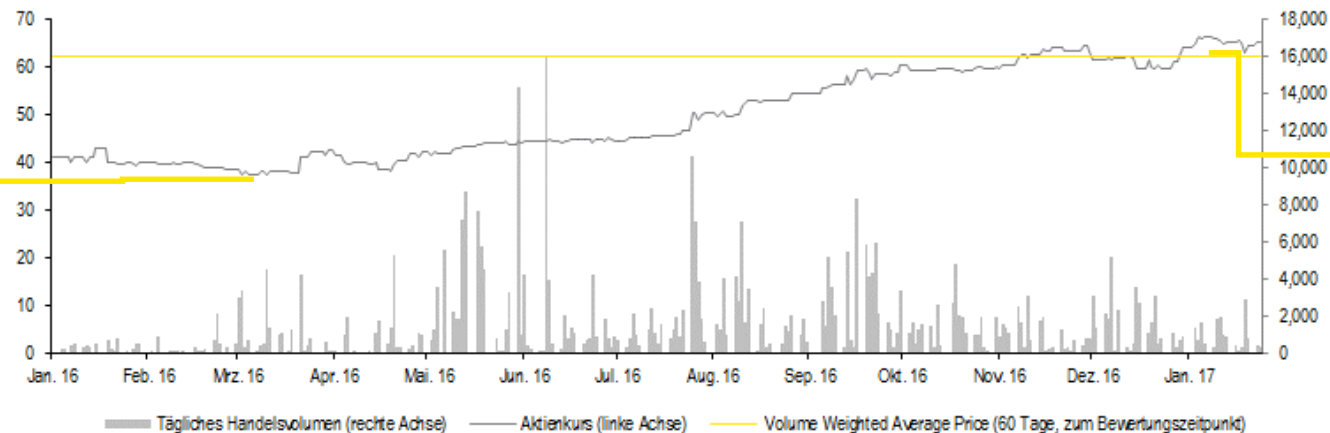
4 Gesamtbeurteilung

5 Anhang

Entwicklung Aktienkurs und Handelsvolumen (1. Januar 2016 bis 23. Januar 2017)

Kurs I Minimum

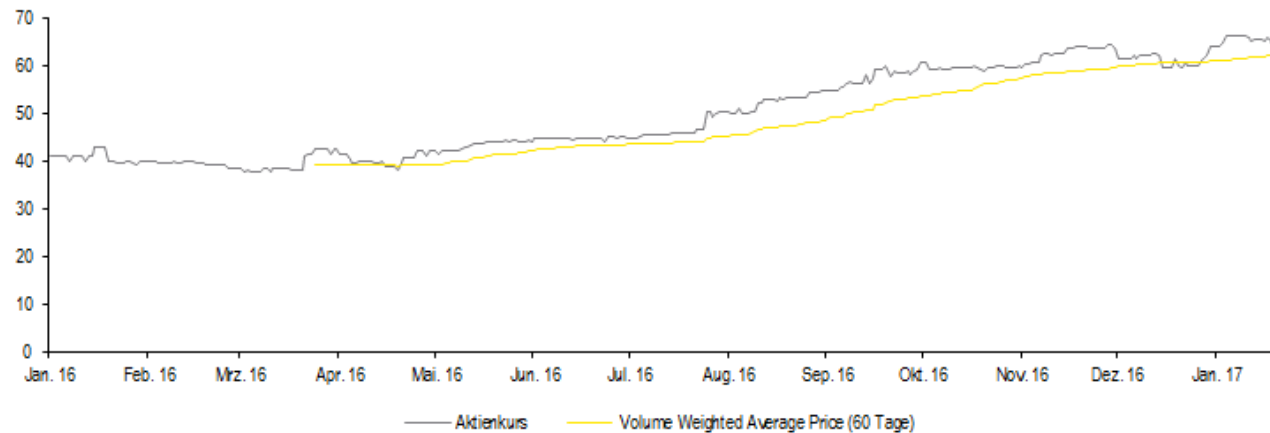
Der niedrigste Schlusskurs der letzten 12 Monate lag bei CHF 37.5 und wurde am 2./ 4./ 7. und 10. März 2016 beobachtet.



Kurs I Maximum

Der höchste Schlusskurs der letzten 12 Monate lag bei CHF 66.2 und wurde am 4. und 6. Januar 2017 beobachtet.

Entwicklung des VWAP60 (1. Januar 2016 bis 23. Januar 2017)



Kurs I Stichtag

Am 23. Januar 2017 betrug der Schlusskurs CHF 65.2. Der VWAP gemäss SIX lag zum selben Zeitpunkt bei CHF 62.4.

Anmerkungen zu den Graphiken:

1. Die Grafiken zeigen die Aktienkursentwicklung über einen 52-wöchigen Betrachtungszeitraum.
2. VWAP wird anhand von Capital IQ Daten ermittelt.

Quelle: Capital IQ



3 Wertüberlegungen

Analystenprognosen hinsichtlich des AEVIS Aktienkurses

- 1 Einleitung
- 2 Profil
- 3 Wertüberlegungen**
- 4 Gesamtbeurteilung
- 5 Anhang

Übersicht der Prognose FY16F bis FY18F

Kepler Cheuvreux, 24. Oktober 2016	FY16F	FY17F	FY18F	CAGR FY16F-FY20F
Umsatzwachstum Spital Segment	9.4%	22.5%	5.0%	9.2%
Umsatzwachstum Hotel Segment	(7.4%)	1.0%	1.0%	(0.7%)
Umsatzwachstum Real Estate Segment	4.3%	21.8%	2.5%	6.5%
Umsatzwachstum Segment «Other»	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Umsatzwachstum AEVIS Gruppe	6.3%	19.2%	4.6%	7.7%
EBITDAR Marge AEVIS Gruppe	18.6%	19.8%	20.9%	n/a
EBITDA Marge AEVIS Gruppe	16.0%	17.6%	18.8%	n/a

Anmerkung zu der Tabelle:

1. Die Tabelle zeigt die zugrunde liegenden Kennzahlen (KPI) zur Schätzung der Zielkurse.

Quelle: Kepler Cheuvreux, bezogen von ThomsonOne

Zielkurs I AEVIS Aktie

Gemäss den Einschätzungen der Analysten von Kepler Cheuvreux vom 24. Oktober 2016 wird der Kurs der AEVIS Aktie zwischen CHF 63 und CHF 74 erwartet. Der mittelfristige Zielkurs für die AEVIS Aktie wird bei CHF 68 gesehen.

Umsatzentwicklung

Für das Jahr FY17F erwarten die Analysten eine Umsatzsteigerung von 19.2%, welche vor allem durch das Spital Segment getrieben ist. Ab FY18F gehen die Analysten für die AEVIS Gruppe von einem Wachstum von 4.6% p.a. aus.

Margenentwicklung

Die Analysten erwarten eine Steigerung der Profitabilität und rechnen für FY18F mit einer EBITDAR und EBITDA Marge von 20.9% bzw. 18.8%. Gemäss Analysteneinschätzung wird die AEVIS Gruppe in FY20F eine EBITDA Marge von 20.4% erreichen.

Fazit

Die Analystenschätzung zeigt eine Bandbreite von CHF 63 - CHF 74 für die AEVIS Aktie. Mittelfristig wird ein Zielkurs der AEVIS Aktie von CHF 68 erwartet.

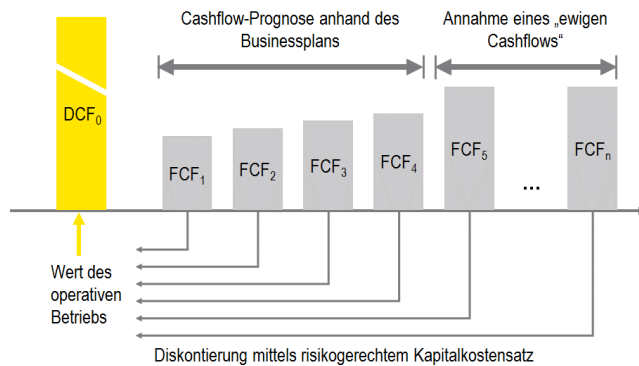
3 Wertüberlegungen

Discounted Cashflow Methode

Allgemeine Annahmen

- 1 Einleitung
- 2 Profil
- 3 Wertüberlegungen**
- 4 Gesamtbeurteilung
- 5 Anhang

DCF Methode



Anmerkungen zu der Grafik:

1. Die DCF Methode bestimmt den operativen Wert eines Unternehmens mittels Diskontierung der geplanten zukünftigen freien Cashflows (FCF) mit dem gewichteten durchschnittlichen Gesamtkapitalkostensatz (Weighted Average Cost of Capital, WACC).
2. Die hergeleiteten FCF beschreiben dabei die 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. Darüber hinaus werden sonstige Vermögenswerte/Verbindlichkeiten, die nicht in den FCF berücksichtigt sind, hinzugerechnet/abgezogen.
3. Im Rahmen der DCF Methode wird nach der Businessplanperiode, wenn von einer Fortführung der Geschäftstätigkeit ausgegangen werden kann, eine Annahme über einen nachhaltigen FCF getroffen, welcher zur Herleitung des Residualwertes herangezogen wird. Dieser Residualwert beinhaltet den Wert aller zukünftigen Cashflows, die auf die Businessplanperioden folgen.

Quelle: EY

Annahmen der DCF Methode

Die Bewertung erfolgt auf Stufe der einzelnen operativen Segmente/Geschäftsbereiche von AEVIS (Spital, Hotel, Real Estate und Others) sowie auf Stufe der Holding (Overhead und Management Ausgaben).

Zur Herleitung des gesamten operativen Unternehmenswertes werden die operativen Unternehmenswerte der einzelnen Segmente addiert (sum of the parts Bewertung). Um den Eigenkapitalwert der AEVIS zu ermitteln, werden das Fremdkapital und die nicht-betrieblichen/weiteren Vermögenswerte/Verbindlichkeiten auf Gruppenebene herangezogen, sowie der Wert der Minderheitsanteile in Abzug gebracht. In einem letzten Schritt wird der Wert pro Aktie durch Division des Eigenkapitalwertes der AEVIS durch die Anzahl der zu berücksichtigenden Aktien berechnet.

Folgende allgemeine Annahmen waren Grundlage der DCF Analyse:

- Bewertungszeitpunkt: 23. Januar 2017
- Planperiode: FY17F bis FY22F basierend auf den vom Management zur Verfügung gestellten Planzahlen
- Residualwert: Basierend auf FY22N
- Darstellungswährung: CHF
- Gruppensteuersatz/Holding: 22.0% (mittelfristig erwarteter Steuersatz gemäss Management)
- Potentielle Auswirkungen aus der Unternehmenssteuerreform III sind nicht berücksichtigt
- Gemäss Management erfolgen sämtliche internen Verrechnungen der AEVIS Gruppe nach dem Prinzip der Fremdüblichkeit und es bestehen keine Eventualverbindlichkeiten oder nicht bilanzierte Verbindlichkeiten

Die Nettoverschuldung und sonstigen Vermögenswerte/Verbindlichkeiten basieren auf den vorläufigen und ungeprüften Zahlen zum 31. Dezember 2016 (FY16F). FY16F basiert auf einer Hochrechnung des Managements anhand der effektiven Zahlen per Oktober bzw. September 2016. Entsprechend besteht FY16F aus zehn bzw. neun effektiven und zwei bzw. drei geplanten Monaten. Gemäss Management stellt dies die beste Schätzung für FY16F dar und es gibt aus heutiger Sicht keine Erkenntnisse oder Informationen, die darauf hindeuten, dass sich die Zahlen wesentlich ändern; weder im Rahmen der Jahresabschlussprüfung noch im Zeitraum bis zum Bewertungszeitpunkt.

Zur Ermittlung des Wertes der Minderheitsanteile wurden die vom Management geplanten Gewinnanteile auf Segmentstufe nach dem Equity Ansatz bewertet und vom AEVIS Eigenkapitalwert (100%) in Abzug gebracht.



3 Wertüberlegungen

Discounted Cashflow Methode

Business Plan I Basis

1	Einleitung
2	Profil
3	Wertüberlegungen
4	Gesamtbeurteilung
5	Anhang

Hauptannahmen des Business Plans

AEVIS	FY17F-FY22F
Umsatzwachstum, CAGR	10.0%
Ø EBITDAR Marge	24.6%
Ø EBITDA Marge	22.9%
Ø EBIT Marge	14.5%
Ø Nettoumlaufvermögen % Umsatz	10.6%
Ø Capex % Umsatz	6.8%
Ø Abschreibungen % Umsatz	8.4%

Quelle: AEVIS

Business Plan

Die DCF Bewertung basiert auf dem vom Management erstellten aktuellen Business Plan, der die Planjahre (FY17F-FY22F) auf Segment- und Holding-Stufe umfasst. Die integrierten Planzahlen beinhalten eine Planerfolgsrechnung, Bilanzplanung und Planung der Mittelflussrechnung (Segmentstufe und konsolidiert) und wurden vom Management der jeweiligen Geschäftsbereiche erarbeitet. Alle der Bewertung zugrunde liegenden Finanzinformationen wurden nach Swiss GAAP FER erstellt.

Die Planung erfolgte «bottom up» auf Stufe der Einzelgesellschaften pro Segment und wurde anschliessend gemäss Zielvorgaben «top down» überprüft.

Gemäss Management wurden in dem der Bewertung zugrunde liegenden Business Plan keine zukünftigen Akquisitionen berücksichtigt.

Die zugrundeliegenden Annahmen für den Residualwert basieren auf Annahmen von EY, welche in der Diskussion mit dem Management sowie abgestützt auf Benchmarking-Daten und Analystenschätzungen erarbeitet wurden (insbesondere in Bezug auf die nachhaltige EBITDA Marge).

Die Tabelle auf der linken Seite zeigt die konsolidierten Planungsannahmen von AEVIS. Die Segment Business Pläne, welche als Basis für die DCF Bewertung pro Segment angesetzt wurden, werden in den folgenden Abschnitten beschrieben.

Zusätzlich wird die vom Management geplante Entwicklung, wo möglich, mit den Ergebnissen der von EY durchgeführten Benchmarking Analyse (Analyse der erwarteten Entwicklung vergleichbarer Unternehmen) verglichen. Die der Benchmarking Analyse zugrundeliegenden Vergleichsunternehmen entsprechen dabei der Vergleichsgruppe, welche zur Herleitung der Kapitalkosten und der Trading Multiple Analyse herangezogen wurde. Weitere Informationen zur Vergleichsgruppe sind im Anhang dieses Berichts dargestellt.

3 Wertüberlegungen

Discounted Cashflow Methode

Spital Segment I Business Plan

1 Einleitung

2 Profil

3 Wertüberlegungen

4 Gesamtbeurteilung

5 Anhang

Hauptannahmen der DCF Bewertung

Businessplanannahmen	FY17F-FY22F
Umsatzwachstum, CAGR	7.5%
Ø EBITDAR Marge	26.1%

Quelle: AEVIS

Geplante Entwicklung des Spital Segments (OpCo)

In der nebenstehenden Tabelle sind die Hauptannahmen des Business Plans des Spital Segments dargestellt. Dieser wurde «bottom up» auf Einzelspitalstufe erstellt.

Umsatz

Über die Planungsperiode (FY17F-FY22F) geht das Management von einem durchschnittlichen Umsatzwachstum von 7.5% aus (CAGR). Folgende Annahmen liegen der Umsatzplanung zugrunde:

- ▶ AEVIS verfolgt eine sogenannte «buy and build» Strategie. D.h. es werden teilweise unrentable Kliniken erworben und in das bereits bestehende Klinikportfolio integriert, um die Kliniken dann sukzessive zu restrukturieren und so bestehendes Wachstumspotential als auch Profitabilitätssteigerungen zu realisieren. Aufgrund der in der Vergangenheit vorgenommenen Akquisitionen bestehen einige Kliniken im Portfolio von AEVIS, bei welchen das Management erwartet, noch erhebliches Potential auf Umsatz als auch Kostenseite ausschöpfen zu können.
- ▶ Ein zentraler Bestandteil des geplanten Umsatzwachstums ist gemäss Management die Erreichung der Zielvorgaben bzgl. der Anstellung zusätzlicher Ärzte in den einzelnen Spitälern. Die sukzessive Erhöhung des Ärztebestands soll einerseits zu Volumeneffekten (d.h. mehr Umsatz) führen und andererseits die Profitabilität aufgrund der höheren Auslastung verbessern. Um die Zielsetzung bezüglich Ärzterekrutierung zu erreichen, ist ein gruppeninternes Projekt Esculap ins Leben gerufen worden. Dieses hat zum Zweck, gemeinsam mit den Ärzten, gezielt die Schaffung von Kompetenzzentren innerhalb des Netzwerks voranzutreiben und die damit verbundenen Infrastrukturinvestitionen (Bereitstellung von modernsten medizinischen Geräten und Ausstattung sowie die nötigen Anpassungen in der Ausrichtung der Kliniken) optimal zu tätigen.
- ▶ Bei Spitälern, welche bereits seit längerer Zeit im Portfolio sind, hat das Management bereits bewiesen, dass es die «buy and build» Strategie erfolgreich umsetzen konnte.
- ▶ Die im Business Plan getroffenen Annahmen bilden die von AEVIS verfolgte «buy and build» Strategie ab. Zusätzlich hat AEVIS gemäss Management mittlerweile eine kritische Grösse erreicht, welche sie zu einem wichtigen Teilnehmer des Schweizer Gesundheitssektors macht.
- ▶ Des Weiteren sprechen gemäss Management der demographische Trend sowie technische Innovationen dafür, dass weiteres Wachstum erzielt und die Profitabilität verbessert werden kann.

3 Wertüberlegungen

Discounted Cashflow Methode

Spital Segment I Business Plan

1 Einleitung

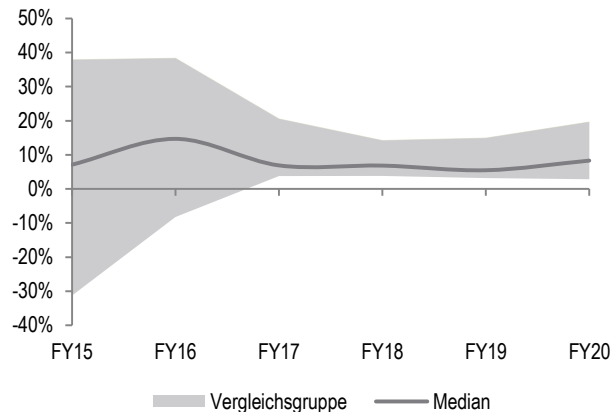
2 Profil

3 Wertüberlegungen

4 Gesamtbeurteilung

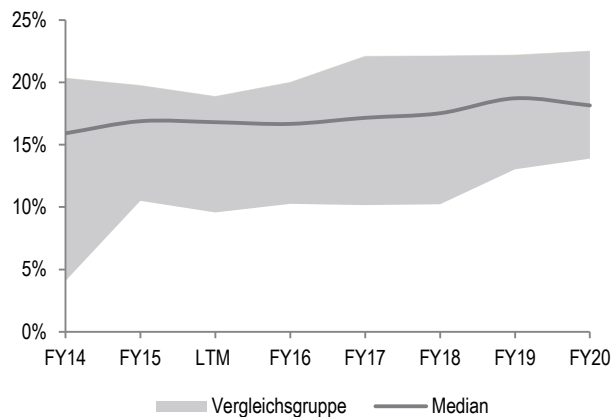
5 Anhang

Spital Segment – Umsatzwachstum FY15-FY20



Quelle: Capital IQ

Spital Segment – EBITDA Marge FY14-FY20



Quelle: Capital IQ

Grundsätzlich besteht gemäss Management noch weiteres Wachstumspotential, welches nicht in vorliegendem Business Plan abgebildet ist. So besteht bei verschiedenen Spitälern noch Potential zur Kapazitätserweiterung.

Demgegenüber besteht allerdings Unsicherheit über potentielle Änderungen des regulatorischen Umfelds, welche nur schwer zu antizipieren sind und sich auch negativ auf die zukünftige Entwicklung auswirken könnten. Weitere Unsicherheiten bestehen bzgl. potentieller zeitlicher Verzögerungen in der Umsetzung der Zielvorgaben.

Das geplante Wachstum liegt unter dem historisch erzielten Wachstum, jedoch über den Wachstums-erwartungen der Unternehmen der Vergleichsgruppe (Median, siehe Grafik auf der linken Seite). Es ist zu beachten, dass der CAGR von 7.5% aufgrund der Ende 2016 vorgenommenen Integration der Clinique Générale Beaulieu nach oben verzerrt ist, da dadurch ein deutlicher Umsatzeffekt in FY17F zu verzeichnen sein wird. Der Vergleich zu historisch erzielten Wachstumsraten ist ebenfalls nur bedingt möglich, da AEVIS in den vergangenen Jahren zahlreiche Akquisitionen getätigt hat und die Planungsperiode ausschliesslich organisches Wachstum berücksichtigt.

EBITDAR und EBITDA Marge

Über die Planungsperiode geht das Management von einem deutlichen Anstieg der Margen aus. Basierend auf einer EBITDAR Marge von 22.6% zum HY16A wird mit einer durchschnittlichen EBITDAR Marge von 26.1% geplant (FY17F-FY22F).

Für die dieser geplanten Entwicklung zugrundeliegenden Annahmen verweisen wir auf die Ausführungen im vorherigen Abschnitt «Umsatz».

Die geplanten Margen liegen über den in der Vergangenheit erzielten Margen. Die EBITDA Marge des Spital Segments von AEVIS liegt aktuell deutlich unter den EBITDA Margen der Vergleichsgruppe. Gemäss vorliegender Planung werden die AEVIS Spitäler mittel- bis langfristig höhere EBITDA Margen erzielen als die Vergleichsgruppe.

Gemäss Management ist das aktuelle Margenniveau nicht repräsentativ für die zukünftige Entwicklung. Aufgrund der beschriebenen «buy and build» Strategie und der einhergehenden Vielzahl an getätigten Akquisitionen in den vergangenen Jahren befinden sich im aktuellen Portfolio noch eine Vielzahl an Spitälern, welche sich noch in der Restrukturierungsphase befinden und entsprechend besteht noch ein erhebliches Potential zur Profitabilitätssteigerung.

Potentielle Risiken der Planungserreichung sieht das Management wie bei der Umsatzentwicklung im regulatorischen Umfeld als auch in potentiellen zeitlichen Verzögerungen der effektiven Realisierung der Planung.



3 Wertüberlegungen

Discounted Cashflow Methode

Spital Segment I Business Plan

1 Einleitung

2 Profil

3 Wertüberlegungen

4 Gesamtbeurteilung

5 Anhang

Investitionen (Capex) / Abschreibungen

Im Vergleich zu den historisch getätigten Investitionen geht das Management über die Planungsperiode (FY17F-FY22F) von tieferen durchschnittlichen Capex (in % zu Umsatz) aus. Die Abschreibungen sind höher angesetzt als die Investitionen.

Die Planung sieht vorwiegend Erhaltungsinvestitionen vor. Gemäss Management sind die Investitionen nach Akquisition eines Spitals überproportional hoch und nehmen von der Restrukturierungs- zur Reifephase wieder ab. AEVIS hat in den vergangenen Jahren hohe Investitionen getätigt, um Investitionsstaus aufzulösen, aber auch für die Restrukturierung akquirierter Spitäler notwendige Investitionen vorgenommen. Dabei gilt es zu beachten, dass die internen Mietverträge nach dem «Core & Shell» Prinzip aufgesetzt sind. Daher wird durchaus auch ein Teil der Investitionen, wie bspw. Innenausbauten vom Mieter (Spitäler, OpCo) getragen.

Gemäss Management sind aktuell alle Spitäler im Portfolio auf einem Niveau, auf welchem zukünftig lediglich Erhaltungsinvestitionen anfallen. Die hohen in der Vergangenheit getätigten Capex erklären auch, dass die Abschreibungen über den Planungszeitraum höher ausfallen als die Capex. Gemäss Management werden langfristig Capex in Höhe von 4.0%-5.0% vom Umsatz erwartet und auf diesem Niveau werden sich langfristig ebenfalls die Abschreibungen bewegen.

Nettoumlaufvermögen (NUV)

Das NUV basiert auf dem erhaltenen Business Plan bzw. der Bilanzplanung pro Segment (FY17F-FY22F). Die geplanten Veränderungen des NUV werden in der Bewertung entsprechend berücksichtigt.



3 Wertüberlegungen

Discounted Cashflow Methode

Hotel Segment I Business Plan

1	Einleitung
2	Profil
3	Wertüberlegungen
4	Gesamtbeurteilung
5	Anhang

Hauptannahmen der DCF Bewertung

Businessplanannahmen	FY17F-FY22F
Umsatzwachstum, CAGR	6.1%
Ø EBITDAR Marge	25.6%

Quelle: AEVIS

Geplante Entwicklung des Hotel Segments (OpCo)

In der nebenstehenden Tabelle sind die Hauptannahmen des Business Plans des Hotel Segments dargestellt. Dieser wurde «bottom up» auf Einzelhotelstufe erstellt und beinhaltet den Betrieb der vier 5-Sterne Hotels Victoria Jungfrau in Interlaken, Eden au Lac in Zürich, Palace in Luzern und Bellevue Palace in Bern.

Das im Dezember 2016 erworbene Hotel Crans Ambassador in Crans Montana ist nicht im Business Plan reflektiert. Für Bewertungszwecke sollte deshalb der bezahlte Kaufpreis zum operativen Unternehmenswert addiert werden. Allerdings berücksichtigen die vorliegenden Finanzinformationen auch keinen Mittelabfluss hinsichtlich des Erwerbs des Hotels Crans Ambassador. Entsprechend muss der Kaufpreis für die Zwecke der Bewertung nicht zum operativen Unternehmenswert addiert werden.

Umsatz- und Margenentwicklung

Über die Planungsperiode (FY17F-FY22F) geht das Management von einem durchschnittlichen Umsatzwachstum von 6.1% (CAGR) und einer durchschnittlichen EBITDAR Marge von 25.6% aus. Folgende Annahmen liegen der Planung zugrunde:

- Ein grosses Potential sieht das Management in einer Neuausrichtung des Victoria Jungfrau in Interlaken. Aktuell sieht sich der Betrieb mit einer tiefen Auslastung und für ein 5-Sterne Hotel mit eher tiefen Preisen konfrontiert. Gemäss Management bestehen die aktuellen Problemstellungen darin, dass ein wesentlicher Anteil der Gäste aus Massentouristen (tendenziell kurze Aufenthaltsdauer zu tiefen Preisen) besteht und dem Hotel ein gewisses Alleinstellungsmerkmal fehlt. Die geplante Neuausrichtung soll diese Problemstellungen beheben.
- Im Hotel Eden au Lac in Zürich sind in FY18F wesentliche Investitionen geplant. Hintergrund ist ebenfalls eine Neuausrichtung.
- Für das Palace in Luzern wurde kürzlich ein neuer Management Vertrag mit dem neuen Eigentümer abgeschlossen. Entsprechend wurde das Hotel dekonsolidiert und im Business Plan ist die vereinbarte Management Fee abgebildet. Dies reduziert die finanziellen und operativen Risiken für AEVIS.
- Die Liegenschaft des Bellevue Palace in Bern ist im Besitz des Bundes. Nach der Eröffnung des Hotels Schweizerhof in Bern versucht die Gruppe, das Bellevue Palace im Hotelmarkt Bern neu zu positionieren.
- Des Weiteren soll die Profitabilität durch eine Ausweitung der Nebenleistungen (F&B, Wellness etc.) erhöht werden.

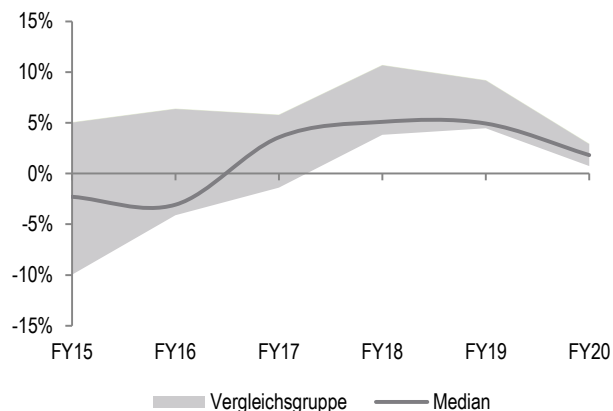
3 Wertüberlegungen

Discounted Cashflow Methode

Hotel Segment I Business Plan

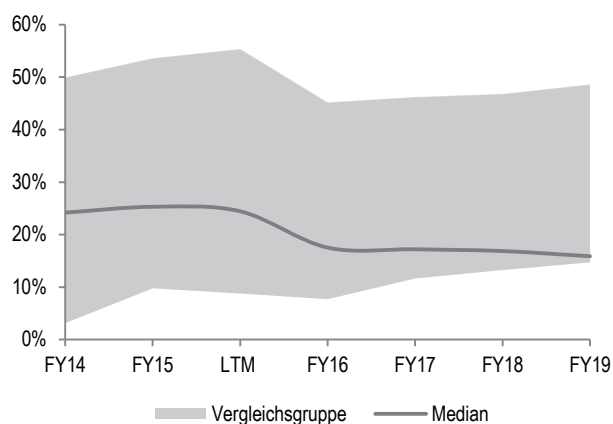
1	Einleitung
2	Profil
3	Wertüberlegungen
4	Gesamtbewertung
5	Anhang

Hotel Segment – Umsatzwachstum FY15-FY20



Quelle: Capital IQ

Hotel Segment – EBITDA Marge FY14-FY19



Quelle: Capital IQ

- Das geplante Wachstum liegt über dem historisch erzielten Wachstum und über den Wachstums-erwartungen der Unternehmen der Vergleichsgruppe (Median, siehe Grafik auf der linken Seite). Allerdings ist zu beachten, dass ein Vergleich mit den historisch erzielten Wachstumsraten aufgrund der Dekonsolidierung des Palace in Luzern nur eingeschränkt möglich ist.
- Die EBITDA Marge des Hotel Segments liegt trotz der geplanten wesentlichen Profitabilitätssteigerungen deutlich unter den EBITDA Margen der Vergleichsgruppe. Da die Vergleichsgruppe allerdings teilweise aus Unternehmen besteht, welche internationale Hotelketten betreiben, ist die Vergleichbarkeit eingeschränkt.
- Das Management sieht auch Risiken, welche sich negativ auf die zukünftige Entwicklung auswirken könnten. Ob die geplanten Neuausrichtungen effektiv zu den gewünschten Ergebnissen führen, vor allem auch in dem angedachten Zeitplan, ist mit Unsicherheit behaftet, da es sich doch um eine wesentliche Änderung der bisherigen Strategie handelt.

Investitionen (Capex) / Abschreibungen

Im Vergleich zu den historisch getätigten Investitionen geht das Management für die Planungsperiode (FY17F-FY22F) von höheren durchschnittlichen Capex (in % des Umsatz) aus. Allerdings ist der Durchschnittswert durch die wesentlichen Investitionsausgaben in FY18F nach oben verzerrt. Ohne diese Investitionsspitze liegen die geplanten durchschnittlichen Capex im Bereich der historisch getätigten Investitionen.

Die durchschnittlichen Abschreibungen (in % vom Umsatz) liegen in der Planungsperiode (FY17F-FY22F) im Bereich der historischen Abschreibungen.

Die Planung sieht abgesehen von den für FY18F geplanten Investitionen vorwiegend Erhaltungsinvestitionen vor. Gemäss Management ist die Neuausrichtung des Victoria Jungfrau in Interlaken ohne wesentliche zusätzliche Investitionen umsetzbar. Dabei gilt es wie im Spital Segment zu beachten, dass die Mietverträge nach dem «Core & Shell» Prinzip aufgesetzt sind. Daher wird ein Teil der Investitionen, wie bspw. Innenausbauten vom Mieter (Hotels, OpCo) getragen.

Nettoumlaufvermögen (NUV)

Das NUV basiert auf dem erhaltenen Business Plan bzw. der Bilanzplanung pro Segment (FY17F-FY22F). Die geplanten Veränderungen des NUV werden in der Bewertung entsprechend berücksichtigt.



3 Wertüberlegungen

Discounted Cashflow Methode

Real Estate Segment I Business Plan

- 1 Einleitung
- 2 Profil
- 3 Wertüberlegungen**
- 4 Gesamtbeurteilung
- 5 Anhang

Hauptannahmen der DCF Bewertung

Businessplanannahmen	FY17F-FY22F
Umsatzwachstum, CAGR	2.1%
Ø EBITDAR Marge	93.2%

Quelle: AEVIS

Geplante Entwicklung des Real Estate Segments (ProCo)

In der nebenstehenden Tabelle sind die Hauptannahmen des Business Plans des Real Estate Segments dargestellt. Dieser wurde «bottom up» auf Einzelliegenschaftsstufe erstellt. In diesem Segment werden die Liegenschaften gehalten und verwaltet. Dies sind einerseits die eigenen Liegenschaften der Segmente Spital und Hotel sowie weitere Liegenschaften, welche an Drittparteien vermietet werden. Insgesamt werden im Real Estate Segment über 40 Liegenschaften gehalten.

Umsatz

Der Umsatz des Real Estate Segments besteht aus Mieteinnahmen. Über die Planungsperiode (FY17F-FY22F) geht das Management von einem durchschnittlichen Umsatzwachstum von 2.1% aus (CAGR). Die per Ende 2016 vorgenommene Integration der Clinique Générale-Beaulieu führt durch die zusätzlichen Mieteinnahmen zu einem starken Umsatzwachstum in FY17F. Dies verzerrt den CAGR nach oben.

Margenentwicklung

Über die Planungsperiode geht das Management von einem leichten Anstieg der Margen aus. Es wird mit einer durchschnittlichen EBITDAR Marge von 93.2% geplant (FY17F-FY22F). Die Betriebskosten bestehen mehrheitlich aus Unterhaltskosten und gewissen Personalkosten.

Investitionen (Capex) / Abschreibungen

Im Vergleich zu den historisch getätigten Investitionen geht das Management für die Planungsperiode (FY17F-FY22F) von tieferen durchschnittlichen Capex (in % vom Umsatz) aus. Die durchschnittlichen Abschreibungen (in % vom Umsatz) sind über den selben Zeitraum höher angesetzt als die Investitionen.

Die Planung sieht abgesehen von der Investition ins Hotel Eden au Lac in FY18F vorwiegend Erhaltungsinvestitionen vor. Wie bereits beschrieben, hat AEVIS in den vergangenen Jahren hohe Investitionen getätigt. Da die internen Mietverträge nach dem «Core & Shell» Prinzip aufgesetzt sind, trägt das Real Estate Segment die «Shell» Investitionen. Gemäss Management werden langfristig Capex in Höhe von ca. 6% vom Umsatz erwartet und auf diesem Niveau werden sich langfristig ebenfalls die Abschreibungen bewegen.

Nettoumlaufvermögen (NUV)

Das NUV basiert auf dem erhaltenen Business Plan bzw. der Bilanzplanung pro Segment (FY17F-FY22F). Die geplanten Veränderungen des NUV werden in der Bewertung entsprechend berücksichtigt.



3 Wertüberlegungen

Discounted Cashflow Methode

Other Segment I Business Plan

- 1 Einleitung
- 2 Profil
- 3 Wertüberlegungen**
- 4 Gesamtbeurteilung
- 5 Anhang

Hauptannahmen der DCF Bewertung

Businessplanannahmen	FY17F-FY22F
Umsatzwachstum, CAGR	10.9%
Ø EBITDAR Marge	11.5%

Quelle: AEVIS

Gesellschaften im Segment Others

Gesellschaften	Beteiligung
Laboratoires Genolier SA	84.00%
Nescence SA	36.17%
Société Clinique Spontini SAS	100.00%
Swiss Ambulance Rescue Genève SA	93.40%
Swiss Stem Cell Science SA	70.00%

Quelle: AEVIS

Geplante Entwicklung des Other Segments

In der nebenstehenden Tabelle sind die Hauptannahmen des Business Plans des Other Segments dargestellt. Dieser wurde «bottom up» auf Einzelunternehmens- / Beteiligungsstufe erstellt und beinhaltet diverse Unternehmen oder Beteiligungen an Unternehmen im Gesundheitssektor bzw. Kosmetikbereich. Eine Übersicht der im Other Segment enthaltenen Unternehmen / Beteiligungen ist auf der linken Seite ersichtlich. Das Segment trägt ca. 2.0%-3.0% zum Gesamtumsatz bei und leistet aktuell einen negativen EBITDAR Beitrag.

Umsatz- und Margenentwicklung

Über die Planungsperiode (FY17F-FY22F) geht das Management von einem durchschnittlichen Umsatzwachstum von 10.9% (CAGR) und einer durchschnittlichen EBITDAR Marge von 11.5% aus. Dies bedeutet, dass das Management ein starkes Wachstum und eine deutliche Profitabilitätssteigerung erwartet.

Investitionen (Capex) / Abschreibungen

Im Vergleich zu den historisch getätigten Investitionen geht das Management über die Planungsperiode (FY17F-FY22F) von tieferen durchschnittlichen Capex (in % vom Umsatz) aus. Die durchschnittlichen Abschreibungen (in % vom Umsatz) sind über die Planungsperiode (FY17F-FY22F) höher angesetzt als die Investitionen.

Nettoumlaufvermögen (NUV)

Das NUV basiert auf dem erhaltenen Business Plan bzw. der Bilanzplanung pro Segment (FY17F-FY22F). Die geplanten Veränderungen des NUV werden in der Bewertung entsprechend berücksichtigt.



3 Wertüberlegungen

Discounted Cashflow Methode

Annahmen für das Residualjahr FY22N

1 Einleitung

2 Profil

3 Wertüberlegungen

4 Gesamtbeurteilung

5 Anhang

Übersicht der Residualwertannahmen

Ewige Wachstumsrate pro Segment	
Spital	0.4%
Hotel	0.4%
Real Estate	0.4%
Other	0.4%
Nachhaltige EBITDAR Marge pro Segment (Durchschnitt FY17F-FY22F)	
Spital	26.1%
Hotel	25.6%
Real Estate	93.2%
Other	11.5%
Nachhaltige EBITDA Marge auf konsolidierter Stufe (Durchschnitt FY17F-FY22F)	
AEVIS	22.9%

Quelle: AEVIS, EY

Residualwert

Im Rahmen der DCF Methode wird nach der Business Plan Periode, unter der Annahme der Fortführung der Geschäftstätigkeit, eine Annahme über einen nachhaltigen FCF getroffen, welcher zur Herleitung des Residualwertes (RW) herangezogen wird. Dieser RW beinhaltet den Wert aller zukünftigen Cashflows, die auf die Business Plan Perioden folgen. Der RW wird aufbauend auf FY22F hergeleitet. Die RW Annahmen je Segment sind in der Tabelle auf der linken Seite ersichtlich.

Ewige Wachstumsrate

Gemäss gängiger Praxis wird die langfristig erwartete Inflationsrate als ewige Wachstumsrate angewendet, wodurch die zukünftigen realen Cashflows stabil gehalten werden (d.h. reales Nullwachstum). Allerdings kann die ewige Wachstumsrate nicht isoliert betrachtet werden, sondern muss konsistent zu den angewendeten Kapitalkosten angesetzt werden, da diese ebenfalls in die RW Berechnung einfließen. Da die Inflation in den Kapitalkosten im risikolosen Zinssatz enthalten ist, sollte aus Gründen der Konsistenz die ewige Wachstumsrate nicht höher sein als der risikolose Zinssatz.

Daher haben wir als ewige Wachstumsrate für die einzelnen Segmente von AEVIS die entsprechenden risikolosen Zinssätze der WACC Berechnung angesetzt. Die ewigen Wachstumsraten wurden zur Bestimmung der FY22N Umsätze auf Basis der erwarteten Umsätze in FY22F sowie für die Gordon Growth Formel angewendet.

EBITDA Marge

Für FY22N sollte eine nachhaltig erzielbare EBITDA Marge zugrunde gelegt werden. Wie bereits ausgeführt, plant AEVIS in allen Segmenten eine deutliche Margensteigerung und begründet dies v.a. mit der verfolgten «buy and build» Strategie, bei welcher AEVIS mit vielen Objekten noch am Anfang der Strategieumsetzung steht. Auch wenn das Management bereits bei einigen Spitälern ihre Strategie erfolgreich umgesetzt hat, bedeutet dies nicht zwingend, dass dies bei allen Objekten im Portfolio gleichermassen erfolgreich und auch in dem erwarteten und der Planung zugrundeliegenden Zeitplan erfolgt. Zusätzlich bestehen v.a. im Spital Segment weitere Unsicherheiten über potentielle Änderungen des regulatorischen Umfelds und den Ergebnissen um Konditionen und Vereinbarungen in den fortlaufend stattfindenden Verhandlungen mit den Krankenkassen.

Basierend auf den Gesprächen mit dem Management und den eigenen durchgeführten Analysen kommen wir daher zu dem Schluss, dass die in den einzelnen Segmenten im letzten Planjahr (FY22F) erwarteten Margen risikobehaftet sind und nicht zwingend eine nachhaltig realisierbare (d.h. bis in alle Ewigkeit) Grösse darstellen. Entsprechend haben wir als nachhaltige EBITDA Marge für den RW den Durchschnitt der geplanten Margen (FY17F-FY22F) je Segment angesetzt.



3 Wertüberlegungen

Discounted Cashflow Methode

Annahmen für das Residualjahr FY22N

- 1 Einleitung
- 2 Profil
- 3 Wertüberlegungen**
- 4 Gesamtbeurteilung
- 5 Anhang

Übersicht der Residualwertannahmen

Nachhaltiges Capex/Umsatz Niveau

AEVIS	4.8%
-------	------

Nachhaltiges NUV/Umsatz Niveau

AEVIS	10.0%
-------	-------

Quelle: AEVIS, EY

Investitionen (Capex) /Abschreibung und NUV

Für die Berechnung des Residualwertes wurde je Segment in Abstimmung mit dem Management ein langfristig nachhaltiges Investitionsniveau (im Verhältnis zum Umsatz) angesetzt. Die Abschreibung wurde diesem Capex Niveau gleichgesetzt. Dies entspricht der Annahme der Substanzerhaltung (langfristig konstantes Anlagenvermögen) und ist somit konsistent zur Herleitung der ewigen Wachstumsrate (reales Nullwachstum).

Das Verhältnis NUV zu Umsatz in FY22F wurde auf den Umsatz im FY22N angewendet. Für die Segmente, welche in FY22F ein negatives NUV ausweisen, haben wir die Veränderung des NUV auf Null gesetzt.

3 Wertüberlegungen

Discounted Cashflow Methode

WACC I Allgemeine Überlegungen

1 Einleitung

2 Profil

3 Wertüberlegungen

4 Gesamtbeurteilung

5 Anhang

Kapitalkosten

In der Bewertungspraxis gibt es verschiedene Methoden, den Kapitalkostensatz eines Unternehmens herzuleiten. Das WACC Konzept ist eine anerkannte und etablierte Methode zur Herleitung des Kapitalisierungszinssatzes zur Bewertung von Unternehmen anhand der DCF Methode (Entity Ansatz). Der WACC beschreibt die gewichtete Renditeforderung von Fremd- und Eigenkapitalgebern. Die Eigenkapitalkosten werden gemäss Capital Asset Pricing Model (CAPM) hergeleitet.

Segment WACC's AEVIS

Wie bereits beschrieben, wird die DCF Bewertung auf Stufe der Geschäftsbereiche vorgenommen und im Sinne einer sum of the parts Bewertung führt die Addierung der Einzelunternehmenswerte zum AEVIS Gesamtwert.

Wir sehen einen wesentlichen Unterschied im Risiko-/Renditeprofil zwischen den einzelnen Segmenten. Aus unserer Sicht bestehen sowohl zwischen dem Spital- und dem Hotel Segment, welche ausschliesslich den operativen Betrieb der Spitäler bzw. Hotels beinhalten (OpCo), als auch zwischen den OpCo und dem Real Estate Segment, welches das gehaltene Liegenschaftsportfolio abbildet (PropCo), deutliche Unterschiede bzgl. des den jeweiligen Cashflows unterliegenden Risikos.

Um diesem Umstand Rechnung zu tragen, haben wir einen individuellen WACC für jeden Geschäftsbereich hergeleitet. Konkret bedeutet dies, dass für jedes Segment eine eigene spezifische Vergleichsgruppe zur Berechnung des Betafaktors und der Zielkapitalstruktur zu Marktwerten, hergeleitet wurde.

Für die Cashflows auf AEVIS Stufe (vornehmlich Overhead und Management Ausgaben) und das Segment Other wurde auf eine separate Vergleichsgruppenanalyse verzichtet und der WACC des Spital Segments angesetzt (abgesehen vom segmentspezifischen Steuersatz). Da das Spital Segment den Grossteil der Geschäftstätigkeiten von AEVIS abbildet (77% des Gesamtumsatzes in FY15A), ist aus unserer Sicht davon auszugehen, dass entsprechend ein Grossteil der Kosten auf Holdingstufe für das Spital Segment anfallen. Im Segment Other sind mehrheitlich Unternehmen abgebildet, welche Dienstleistungen im Gesundheitsbereich anbieten und der in diesem Segment geplante Cashflow ist unwesentlich im Gesamtkontext.

Für die Bewertung der Gewinnanteile (Reingewinn) der Minderheiten in den einzelnen Segmenten wurden die jeweiligen im Zuge der WACC Berechnung hergeleiteten Eigenkapitalkosten zur Diskontierung angesetzt.

Geschäftsbereich spezifischer Risikozuschlag

Generell sollte der WACC (mit Ausnahme der Grössenprämie) ausschliesslich das dem Bewertungsobjekt unterliegende systematische Risiko abbilden. Das unsystematische Risiko sollte in der Cashflow Planung enthalten sein.

Basierend auf den Gesprächen mit dem Management und den eigenen durchgeführten Analysen kommen wir allerdings zu dem Schluss, dass die der DCF Bewertung zugrundeliegenden Planzahlen das Geschäftsrisiko der einzelnen Segmente nicht vollständig abbilden.

Wie bereits in diesem Bericht ausgeführt, verfolgt AEVIS eine «buy and build» Strategie. Ein Grossteil der Spitäler, aber auch der Hotels, befindet sich noch in der Restrukturierungsphase, d.h. noch am Anfang der Integrations- und Reorganisationsphase, im Verlauf welcher Wachstumspotentiale realisiert und Profitabilitätssteigerungen erzielt werden sollen. Auch wenn das Management bereits bei einigen Spitälern ihre Strategie erfolgreich umgesetzt hat, bedeutet dies nicht, dass dies bei allen Objekten im Portfolio gleichermassen erfolgreich und vor allem in dem erwarteten und der Planung zugrundeliegenden Zeitplan erfolgt.

Des Weiteren ist zu beachten, dass es nicht möglich war, Vergleichsgruppen herzuleiten, welche ausschliesslich den operativen Betrieb von Spitälern bzw. Hotels abbilden. Einige der Unternehmen der Vergleichsgruppe halten ebenfalls die entsprechenden Liegenschaften. Grundsätzlich ist zu erwarten, dass diese Vergleichsunternehmen tendenziell ein tieferes systematisches Risiko aufweisen.

Folglich haben wir uns dazu entschieden, in den Eigenkapitalkosten einen zusätzlichen Risikozuschlag pro Segment vorzunehmen, um diese bestehenden Risiken in der Bewertung adäquat abzubilden.

Eine Übersicht der WACC Berechnungen sowie eine Beschreibung der spezifischen Parameter ist auf der folgenden Seite abgebildet. Weiterführende Informationen zu den verschiedenen Vergleichsgruppen sind im Anhang ersichtlich.



3 Wertüberlegungen

Discounted Cashflow Methode

WACC I Berechnung der Segment Kapitalkosten

1 Einleitung

2 Profil

3 Wertüberlegungen

4 Gesamtbeurteilung

5 Anhang

1 Erwartete nominale Rendite einer risikolosen Anlage basierend auf dem 5-jährigen historischen Durchschnitt der Rendite einer 10-jährigen CH-Staatsanleihe.

3 Das Beta reflektiert das systematische Risiko einer Aktie und wird am Kapitalmarkt beobachtet. Durch «Unlevering» unter Berücksichtigung der Kapitalstruktur ergibt sich das Asset Beta. Das «Unlevering» neutralisiert dabei Effekte aufgrund unterschiedlicher Kapitalstrukturen. Das adjustierte (gemäss Blume) Asset Beta wurde anhand des Median der Vergleichsgruppe abgeleitet.

5 Empirische Studien haben gezeigt, dass kleinere Unternehmen im Vgl. zu grösseren langfristig höhere Renditen erzielen, die nicht durch das CAPM erklärt werden. Sie gehen einher mit höheren Risiken, für die der Markt eine Kompensation fordert. Grössenprämie für Low Cap gemäss 2016 Valuation Handbook, Duff & Phelps.

AEVIS WACC pro Geschäftsbereich

WACC	Verweis	Spital	Hotel	Real Estate	Others
Basiszinssatz / «risikoloser» Zinssatz	1	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
Marktrisikoprämie	2	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Adjustiertes unlevered Beta	3	0.355	0.834	0.286	0.355
Adjustiertes relevered Beta	4	0.475	1.021	0.501	0.475
Grössenprämie	5	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
Segment spezifischer Risikozuschlag		3.0%	3.0%	2.0%	3.0%
Eigenkapitalkosten		7.9%	11.2%	7.1%	7.9%
Basiszinssatz / «risikoloser» Zinssatz	1	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
Kreditrisikoprämie	6	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Fremdkapitalkosten		1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
Eigenkapitalquote (EK-Quote)	7	74.6%	81.7%	57.1%	74.6%
Fremdkapitalquote (FK-Quote)	7	25.4%	18.3%	42.9%	25.4%
Segmentsteuersatz	8	21.0%	20.0%	21.3%	31.5%
WACC		6.3%	9.4%	4.7%	6.2%

Quelle: Capital IQ, AEVIS, EY
Bewertungszeitpunkt: 23. Januar 2017

2 Die Marktrisikoprämie (MRP) entspricht der Differenz zwischen der Rendite des Aktienmarktes und dem risikolosen Zinssatz. Durchschnittliche MRP basierend auf Marktstudien.

4 Das Equity Beta ergibt sich durch das «Relevering» (gemäss Praktikermethode) des Asset Betas mit der Zielkapitalstruktur des jeweiligen Segments.

6 Kreditrisikoprämie gemäss Barclays Europe Aggregate Index - BBB.

7 Die FK-Quote (EK-Quote) berücksichtigt den Median des FK-Anteils (EK-Anteils) der Vergleichsgruppe. Sie dient zur Gewichtung der FK-Kosten (EK-Kosten) im WACC.

8 Segmentsteuersatz gemäss Management. Dieser wird zur Berechnung des Steuervorteils aus der Fremdfinanzierung herangezogen.



3 Wertüberlegungen

Discounted Cashflow Methode

Weitere Bewertungsannahmen

1	Einleitung
2	Profil
3	Wertüberlegungen
4	Gesamtbeurteilung
5	Anhang

Überleitung Unternehmenswert / Eigenkapitalwert

Um den Eigenkapitalwert von AEVIS aus der Summe der operativen Segmentwerte zu ermitteln, müssen die Nettoverschuldung sowie potentielle nicht-betriebliche und weitere Vermögenswerte/Verbindlichkeiten auf Gruppenstufe berücksichtigt werden.

Die folgenden Positionen haben wir berücksichtigt:

Nettoverschuldung

Die konsolidierte Bilanz FY16F weist Finanzverbindlichkeiten von CHF 1,043.2m aus. Die Position besteht im Wesentlichen aus ausstehenden Anleihen, Hypothekarschulden und weiteren Finanzverbindlichkeiten.

Gemäss Management bestehen zum Bewertungszeitpunkt keine nicht-betrieblichen flüssigen Mittel.

Nicht-betriebliche und andere Vermögensgegenstände/Verbindlichkeiten

Für die Zwecke der Bewertung wurden nicht-betriebliche und andere Vermögensgegenstände/Verbindlichkeiten von CHF 125.4m zum operativen Unternehmenswert addiert.

Folgende Positionen sind in diesem Betrag enthalten:

- **Wertpapiere:** Die Position umfasst ein Anleihen Portfolio und ist gemäss Management als nicht-betrieblich zu klassifizieren.
- **Mittelzufluss aus Mitarbeiteroptionen:** Für die Zwecke der Bewertung haben wir die Anzahl ausstehender Aktien um die Anzahl andienbarer Optionen erhöht. Entsprechend ist der Mittelzufluss aus der Ausübung der Optionen (Anzahl Optionen x jeweiliger Ausübungspreis) als nicht-betrieblicher Vermögenswert zum operativen Unternehmenswert zu addieren.

- **Finanzanlagen:** Grundsätzlich wurde die Position Finanzanlagen als nicht-betrieblicher Vermögenswert zum Buchwert übernommen. Lediglich bei den folgenden Subpositionen wurden Korrekturen vorgenommen:

1. Die 11.99% Beteiligung an LifeWatch wurde nicht zu Buchwerten, sondern zu Marktwerten anhand des Aktienkurses von CHF 9.95 per 23. Januar 2017 berücksichtigt.
2. Bestehende steuerlich anrechenbare Verlustvorträge sind undiskontiert als aktive latente Steuern bilanziert. Unter Berücksichtigung der verbleibenden Nutzungsdauer und der Stufe auf welcher die Verlustvorträge angerechnet werden können, haben wir den Gegenwartswert der steuerlichen Verlustvorträge berechnet und diesen anstatt des Buchwerts angesetzt.

- **Kurzfristige und langfristige Rückstellungen:** Diese Positionen beziehen sich auf ausstehende Rechtsfälle, deren wahrscheinlicher Ausgang und entsprechender zukünftiger Mittelabfluss gemäss Management adäquat in diesen Positionen abgebildet ist.
- **Landwert:** AEVIS besitzt ein Grundstück, dessen Erschliessung geplant ist. Aufgrund des aktuellen Planungsstadiums ist noch kein Cashflow Effekt in den Business Plänen abgebildet, weshalb der Wert des Grundstücks separat zum Unternehmenswert addiert wird.

Wert der Minderheitsanteile

Zur Ermittlung des Wertes der Minderheitsanteile von CHF 122.4m wurden die vom Management geplanten Gewinnanteile von Minderheiten auf Segmentstufe nach dem Equity Ansatz bewertet und vom AEVIS Eigenkapitalwert (100%) in Abzug gebracht.

3 Wertüberlegungen

Discounted Cashflow Methode

Wertermittlung und Sensitivitätsanalyse

1 Einleitung

2 Profil

3 Wertüberlegungen

4 Gesamtbeurteilung

5 Anhang

Wertermittlung AEVIS (DCF, sum of the parts)

Währung: CHF 000	
Gegenwartswert Planungsperiode	488,502
Gegenwartswert Residualwert	1,695,742
Operativer Unternehmenswert	2,184,244
Nicht-betriebliche / andere Nettovermögenswerte	125,362
Gesamtunternehmenswert	2,309,606
Finanzverbindlichkeiten	(1,043,244)
Eigenkapitalwert (100%)	1,266,361
Minderheiten	(122,354)
Eigenkapitalwert (nach Minderheiten)	1,144,007
Anzahl Aktien	16,014,344
Wert pro Aktie (CHF)	71.4

Quelle: AEVIS, EY

Ergebnis der DCF Methode

Nebenstehende Tabelle zeigt das Bewertungsergebnis für AEVIS anhand der DCF Methode.

Basierend auf den beschriebenen zugrunde liegenden Annahmen, den Informationen des Managements sowie eigenen Überlegungen haben wir unter Anwendung der DCF Methode einen Wert (Eigenkapitalwert) von CHF 1,144.0m per 23. Januar 2017 für AEVIS ermittelt. Unter Berücksichtigung der Anzahl ausstehenden Aktien ergibt sich ein Wert von CHF 71.4 pro Aktie.

Sensitivitätsanalyse

Zur breiteren Abstützung unserer Ergebnisse aus der DCF Methode haben wir eine Sensitivitätsanalyse in Bezug auf den Wert pro Aktie von AEVIS durchgeführt. Die Analyse zeigt die Sensitivität des Aktienwerts auf Veränderung grundlegender Annahmen der Bewertung.

Bei einer Veränderung des WACCs und der nachhaltigen EBITDA Marge im RW (ceteris paribus) um jeweils +/- 0.1%, resultiert eine Bandbreite für den AEVIS Aktienwert von CHF 68.2 bis CHF 74.8. Die nebenstehenden Tabelle zeigt die Ergebnisse der Sensitivitätsanalyse.

Sensitivität: WACC / TV EBITDA Marge

Veränderung TV EBITDA Marge in %	Veränderung WACC in %							
		(0.3)	(0.2)	(0.1)	-	0.1	0.2	0.3
	0.3	82.1	79.0	76.0	73.2	70.4	67.8	65.3
	0.2	81.5	78.4	75.4	72.6	69.9	67.3	64.7
	0.1	80.8	77.8	74.8	72.0	69.3	66.7	64.2
	-	80.2	77.2	74.2	71.4	68.7	66.2	63.7
	(0.1)	79.6	76.6	73.7	70.9	68.2	65.6	63.1
	(0.2)	79.0	76.0	73.1	70.3	67.6	65.1	62.6
	(0.3)	78.4	75.4	72.5	69.7	67.1	64.5	62.0

Quelle: EY

Fazit

Unter Anwendung der DCF Methode haben wir bei einer Punktschätzung von CHF 71.4 eine Wertbandbreite von CHF 68.2 bis CHF 74.8 pro AEVIS Aktie ermittelt.



3 Wertüberlegungen

Marktwertmethode

- 1 Einleitung
- 2 Profil
- 3 Wertüberlegungen**
- 4 Gesamtbeurteilung
- 5 Anhang

Trading multiples

Währung: CHF 000	EBITDA FY17F
EBITDA AEVIS	114,592
Multiple	16.6x
Multiple Wert	1,906,411
Flüssige Mittel	14,133
Nicht-betriebliche Vermögenswerte	125,362
Gesamtunternehmenswert	2,045,906
Finanzverbindlichkeiten	(1,043,244)
Minderheiten	(122,354)
Eigenkapitalwert	880,307
Anzahl Aktien	16,014,344
Wert pro Aktie (CHF)	55.0

Quelle: Capital IQ, AEVIS, EY

Fazit

Unter Anwendung des Marktwertansatzes haben wir einen Aktienwert von CHF 55.0 für AEVIS ermittelt. Da der zugrundeliegende EBITDA von AEVIS nicht als nachhaltig zu betrachten ist, ist das erhaltene Resultat allerdings nur sehr eingeschränkt als Plausibilisierungsgrösse des DCF Wertes geeignet.

Marktwertmethode

Zur Plausibilisierung des anhand der DCF Methode errechneten Wertes pro AEVIS Aktie wurde zusätzlich eine Bewertung mittels der Marktwertmethode (Trading- und Transaction Multiples) vorgenommen. Die Marktwertmethode ist eine relative Bewertungsmethode, die in der Praxis zumeist zu Vergleichszwecken herangezogen wird. Der Marktwertansatz wird auf die konsolidierten Finanzzahlen von AEVIS angewendet.

Ziel der Methode ist es, den Unternehmenswert durch Anwendung von Multiplikatoren auf die Erfolgsgrößen des Unternehmens zu ermitteln. Diese Multiplikatoren basieren entweder auf vergleichbaren börsennotierten Unternehmen oder auf kürzlich stattgefundenen Transaktionen in der gleichen Branche.

Trading Multiplikatoren

Zur Herleitung der Multiplikatoren haben wir auf die Segment spezifischen Vergleichsgruppen abgestützt, welche bereits zur Herleitung der Kapitalkosten zur Anwendung kamen. Die resultierenden Multiplikatoren je Segment wurden gemäss EBITDA Anteil gewichtet, um so einen Multiplikator herzuleiten, welcher auf die konsolidierten Finanzzahlen von AEVIS anwendbar ist. Informationen zu den Segment Vergleichsgruppen, welche zur Herleitung der Multiplikatoren verwendet werden, sind im Anhang ersichtlich.

Unsere Analyse stützt sich auf den EBITDA als relative Bezugsgrösse ab. Die Anwendung von EBITDA Multiplikatoren ist in der Bewertungspraxis weit verbreitet und akzeptiert. Grundsätzlich gibt es vergangenheits- und zukunftsorientierte Multiplikatoren. Auch wenn die Anwendung zukunftsorientierter Multiplikatoren mit grösserer Unsicherheit behaftet ist (basieren auf Schätzungen), wenden wir die Analyse auf FY17F an.

Aus unserer Sicht stellt der EBITDA FY16F von AEVIS keine repräsentative und nachhaltige Bezugsgrösse dar. Das Spital Segment enthält aufgrund der in der Vergangenheit getätigten Akquisitionen diverse Spitäler, welche noch in der Restrukturierungsphase sind. Eine Anwendung des Multiplikators auf diese nicht nachhaltige Erfolgsgrösse resultiert in nicht belastbaren Bewertungsergebnissen, da mittelfristig erwartetes Wachstumspotential und Profitabilitätssteigerungen nicht berücksichtigt sind. Daher ist aus unserer Sicht vor allem FY16F, aber auch FY17F, obwohl in FY17F bereits ein Anstieg der EBITDA Marge erwartet wird, nicht als repräsentativ und nachhaltig zu betrachten und entsprechend haben auch die Resultate der Marktwertmethode basierend auf dem EBITDA FY17F von AEVIS nur eine begrenzte Aussagekraft.

Transaction Multiplikatoren

Analog zu obigen Ausführungen führt die Anwendung der Transaction Multiple Analyse nicht zu plausiblen Ergebnissen. Der Transaction Multiplikator wird über in der Vergangenheit stattgefundenen Transaktionen hergeleitet und kann daher auch nur auf eine aktuelle Erfolgsgrösse (d.h. FY16F) angewendet werden. Eine Übersicht der analysierten Transaktionen ist im Anhang abgebildet.

4

Gesamtbeurteilung

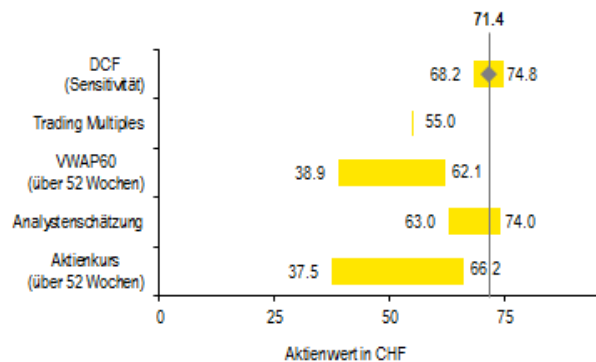
In diesem Kapitel	Seite
Schlussfolgerung	32

4 Gesamtbeurteilung

Schlussfolgerung

- 1 Einleitung
- 2 Profil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Gesamtbeurteilung**
- 5 Anhang

Übersicht der Bewertungsergebnisse



Quelle: EY

Fazit

EY hat eine Wertbandbreite von CHF 68.2 bis CHF 74.8 für eine AEVIS Aktie ermittelt.

Schlussfolgerung

Nebenstehende Grafik zeigt die Ergebnisse unserer Analysen pro Namenaktie.

Bei Anwendung der DCF Methode als primäre Bewertungsmethode ergibt sich bei einer Punktschätzung von CHF 71.4 eine Wertbandbreite von CHF 68.2 bis CHF 74.8 pro AEVIS Aktie. Die DCF Methode basiert auf der Annahme der Unternehmensfortführung und erlaubt es, unternehmensspezifische Faktoren zu berücksichtigen, da die Finanzwerte des Unternehmens im Detail modelliert werden.

Die DCF Wertbandbreite liegt im Bereich der Analystenschätzung.

Nebenstehende Grafik zeigt zusätzlich zu unseren Bewertungsergebnissen den volumengewichteten Durchschnittskurs (VWAP 60 Tage), welcher per 23. Januar 2017 bei CHF 62.1 liegt. Aufgrund der nicht ausreichenden Liquidität des Titels besitzt dieser Wert nur eine eingeschränkte Aussagekraft über den Marktwert einer AEVIS Aktie.

Die Anwendung der Marktwertmethode führt zu einem Wert der AEVIS Aktie von CHF 55.0. Die Marktwertmethode basiert auf dem in FY17F geplanten EBITDA, welcher aus den beschriebenen Gründen keine nachhaltige Erfolgsgrösse für AEVIS darstellt. Entsprechend haben die Resultate der Marktwertmethode nur eine geringe Aussagekraft und eignen sich daher in vorliegender Bewertung nicht als Plausibilisierungsgrösse.

Basierend auf den angewendeten Bewertungsmethoden und den oben angestellten Überlegungen gehen wir vom Ergebnis der DCF Bewertung als wertbestimmende Basis aus und ermitteln daher eine Bandbreite von CHF 68.2 bis CHF 74.8 pro AEVIS Aktie.

Das Bewertungsgutachten wurde am 6. Februar 2017 fertiggestellt.

Ernst & Young AG

Louis Siegrist
Partner

Matthias Oppermann, CFA
Senior Manager

5

Anhang

In diesem Kapitel	Seite
Anhang A: Definitionen und Abkürzungen	34
Anhang B: Beta und Kapitalstruktur – Spital Segment	36
Anhang B: Beta und Kapitalstruktur – Hotel Segment	37
Anhang B: Beta und Kapitalstruktur – Real Estate Segment	38
Anhang C: Trading Multiples – Spital Segment	39
Anhang C: Trading Multiples – Hotel Segment	40
Anhang C: Trading Multiples – Real Estate Segment	41
Anhang D: Transaction Multiples – Spital Segment	42
Anhang D: Transaction Multiples – Hotel Segment	44



5 Anhang

Anhang A: Definitionen und Abkürzungen

- 1 Einleitung
- 2 Profil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Gesamtbeurteilung

5 Anhang

AEVIS	AEVIS VICTORIA SA
AG	Aktiengesellschaft
Adj.	Adjustiert
CAGR	Jährliche Wachstumsrate (engl. Compound annual growth rate)
CAPEX	Investitionen (engl. Capital expenditures)
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CHF	Schweizer Franken
CHFm	Millionen Schweizer Franken
DCF	Discounted Cashflow
EBIT	Gewinn vor Zinsen und Steuern (engl. Earnings before interest and taxes)
EBITDA	Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen (engl. Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)
EBITDAR	Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen, Amortisationen, Restrukturierung und Mieten (engl. Earnings before interest, taxes, depreciation, amortization, restructuring and rent costs)
EK / GK	Eigenkapitalquote
EUR	Euro
EY	Ernst & Young AG, Schweiz
FCF	Freier Cashflow (engl. Free cashflow)
FK / GK	Fremdkapitalquote
FYXXA / FYXXB / FYXXF	Geschäftsjahr 20XX abgeschlossen / budgetiert / prognostiziert
FYXXN	Geschäftsjahr 20XX normalisiert
FTE	Vollzeitequivalent (engl. Full time equivalent)
HY16A	Halbjahresabschluss 2016
IC	Unternehmensintern (engl. Intercompany)
LifeWatch	LifeWatch AG



5 Anhang

Anhang A: Definitionen und Abkürzungen

- 1 Einleitung
- 2 Profil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Gesamtbeurteilung

5 Anhang

KPI	Key Performance Indicator
Medgate	Medgate Holding AG
n/a	nicht erhältlich/nicht anwendbar
NOPAT	Operativer Gewinn vor Zinsen nach Steuern (engl. Net operating profit after taxes)
NUV	Nettoumlaufvermögen
OpCo	Operativ tätiges Unternehmen (engl. Operating company)
PropCo	Immobilienunternehmen (engl. Property company)
RW	Residualwert
SIX	Schweizer Börse SIX Swiss Exchange
SA	Aktiengesellschaft (franz. Société anonyme)
SAS	Aktiengesellschaft (franz. Société par actions simplifiée)
SHP	Swiss Healthcare Properties AG
SHP II	Swiss Hospitality Properties AG
Swiss GAAP FER	Schweizer Rechnungslegungsstandards
UW	Unternehmenswert
UEK	Übernahmekommission
UEV	Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote
VJC	Victoria-Jungfrau Collection AG
VWAP	Volumengewichteter Durchschnittskurs (engl. Volume-weighted average price)
WACC	Weighted Average Cost of Capital



5 Anhang

Anhang B: Beta und Kapitalstruktur – Spital Segment

- 1 Einleitung
- 2 Profil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Gesamtbeurteilung

5 Anhang

Beta und Kapitalstruktur – Spital Segment

Unternehmen	Ticker	Land	Währung	Abschluss- datum	Markt- kapitalisierung	Minderheiten	Fremd- kapital	FK / GK aktuell	Adj. Beta	Unlevered Beta
Korian	ENXTPA:KORI	France	EUR	06/2016	2,056	12	2,513	54.86%	0.776	0.350
Rhön-Klinikum Aktiengesellschaft	DB:RHK	Germany	EUR	09/2016	1,704	23	14	0.82%	0.358	0.355
Mediclinic International plc	LSE:MDC	United Kingdom	GBP	09/2016	5,793	65	1,994	25.40%	0.473	0.353
NMC Health Plc	LSE:NMC	United Kingdom	USD	06/2016	4,219	32	995	18.97%	0.678	0.550
ORPEA Société Anonyme	ENXTPA:ORP	France	EUR	06/2016	4,551	0	4,003	46.80%	0.683	0.363
Le Noble Age S.A.	ENXTPA:LNA	France	EUR	06/2016	346	5	347	49.70%	0.633	0.319
Fresenius Medical Care AG & Co. KGAA	DB:FME	Germany	USD	09/2016	24,670	1,869	9,043	25.41%	0.542	0.404
Tiefst								0.82%	0.358	0.319
Höchst								54.86%	0.776	0.550
Durchschnitt								31.71%	0.592	0.385
Median								25.41%	0.633	0.355

Quelle: Capital IQ per 23. Januar 2017; alle Werte sind in Millionen

Kurzbeschreibung der Vergleichsunternehmen

Korian Korian S.A. provides a range of dependency care services in France, Germany, Italy, and Belgium.	Rhön-Klinikum Aktiengesellschaft RHÖN-KLINIKUM Aktiengesellschaft provides integrated healthcare services in Germany.	Mediclinic International plc Mediclinic International plc, together with its subsidiaries, operates private hospitals.
NMC Health Plc NMC Health Plc, together with its subsidiaries, provides healthcare services primarily in the United Arab Emirates and Spain.	ORPEA Société Anonyme ORPEA Société Anonyme operates nursing homes, post-acute and rehabilitation care facilities (SSRs), and psychiatric clinics; and provides home care services.	Le Noble Age S.A. Le Noble Age operates and manages nursing homes and health care facilities for the elderly persons in France and Belgium.
Fresenius Medical Care AG & Co. KGAA Fresenius Medical Care AG & Co. KGaA, a kidney dialysis company, provides dialysis treatment and related dialysis care services, and other health care services.		

Quelle: Capital IQ



5 Anhang

Anhang B: Beta und Kapitalstruktur – Hotel Segment

- 1 Einleitung
- 2 Profil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Gesamtbeurteilung
- 5 Anhang**

Beta und Kapitalstruktur – Hotel Segment

Unternehmen	Ticker	Land	Währung	Abschluss- datum	Markt- kapitalisierung	Minderheiten	Fremd- kapital	FK / GK aktuell	Adj. Beta	Unlevered Beta
Marriott International, Inc.	NasdaqGS:MAR	United States	USD	09/2016	32,945	-	8,822	21.12%	1.195	0.943
InterContinental Hotels Group PLC	LSE:IHG	United Kingdom	USD	06/2016	9,076	8	2,034	18.29%	1.021	0.834
Hyatt Hotels Corporation	NYSE:H	United States	USD	09/2016	7,133	4	1,466	17.04%	1.263	1.048
Mandarin Oriental International Limited	SGX:M04	Hong Kong	USD	06/2016	1,577	5	487	23.54%	0.683	0.522
NH Hotel Group, S.A.	BME:NHH	Spain	EUR	09/2016	1,384	-	880	38.87%	1.154	0.706
Rezidor Hotel Group AB (publ)	OM:REZT	Belgium	EUR	09/2016	633	-	-	0.00%	1.149	1.149
Les Hôtels Baverez S.A.	ENXTPA:ALLHB	France	EUR	09/2016	107	-	12	9.76%	0.475	0.428
Tiefst								0.00%	0.475	0.428
Höchst								38.87%	1.263	1.149
Durchschnitt								18.38%	0.991	0.804
Median								18.29%	1.149	0.834

Quelle: Capital IQ per 23. Januar 2017; alle Werte sind in Millionen

Kurzbeschreibung der Vergleichsunternehmen

Marriott International, Inc.

Marriott International, Inc. operates, franchises, and licenses hotels and timeshare properties worldwide.

InterContinental Hotels Group PLC

InterContinental Hotels Group PLC owns, manages, franchises, and leases hotels.

Hyatt Hotels Corporation

Hyatt Hotels Corporation, a hospitality company, develops, owns, operates, manages, franchises, licenses, or provides services to full and select service hotels, resorts, and residential and vacation properties.

Mandarin Oriental International Limited

Mandarin Oriental International Limited invests and manages hotels, resorts, and residences primarily in Hong Kong, rest of Asia, Europe, and the Americas.

NH Hotel Group, S.A.

NH Hotel Group, S.A. operates hotels in Europe, the Americas, and Africa.

Rezidor Hotel Group AB (publ)

Rezidor Hotel Group AB (publ), a hospitality company, operates, manages, leases, and franchises hotels.

Les Hôtels Baverez S.A.

Les Hôtels Baverez S.A. owns and operates hotels in Paris.

Quelle: Capital IQ



5 Anhang

Anhang B: Beta und Kapitalstruktur – Real Estate Segment

- 1 Einleitung
- 2 Profil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Gesamtbeurteilung

5 Anhang

Beta und Kapitalstruktur – Real Estate Segment

Unternehmen	Ticker	Land	Währung	Abschluss- datum	Markt- kapitalisierung	Minderheiten	Fremd- kapital	FK / GK aktuell	Adj. Beta	Unlevered Beta
Swiss Prime Site AG	SWX:SPSN	Switzerland	CHF	06/2016	5,940	(0)	4,469	42.94%	0.501	0.286
PSP Swiss Property AG	SWX:PSPN	Switzerland	CHF	09/2016	4,036	-	2,240	35.68%	0.521	0.335
Mobimo Holding AG	SWX:MOBN	Switzerland	CHF	06/2016	1,577	6	1,417	47.22%	0.598	0.316
Intershop Holding AG	SWX:ISN	Switzerland	CHF	06/2016	1,008	-	623	38.20%	0.297	0.183
BFW Liegenschaften AG	SWX:BLIN	Switzerland	CHF	06/2016	210	-	220	51.16%	0.510	0.249
Züblin Immobilien Holding AG	SWX:ZUBN	Switzerland	CHF	09/2016	71	-	237	76.85%	0.482	0.111
Zug Estates Holding AG	SWX:ZUGN	Switzerland	CHF	06/2016	827	-	350	29.73%	0.462	0.324
Tiefst								29.73%	0.297	0.111
Höchst								76.85%	0.598	0.335
Durchschnitt								45.97%	0.481	0.258
Median								42.94%	0.501	0.286

Quelle: Capital IQ per 23. Januar 2017; alle Werte sind in Millionen

Kurzbeschreibung der Vergleichsunternehmen

Swiss Prime Site AG

Swiss Prime Site AG, through its subsidiaries, provides real estate investment services.

PSP Swiss Property AG

PSP Swiss Property AG owns and operates real estate properties in Switzerland.

Mobimo Holding AG

Mobimo Holding AG operates as a real estate company in Switzerland.

Intershop Holding AG

Intershop Holding AG operates as a commercial real estate company primarily in France, Germany, Switzerland, the United States, and the Czech Republic.

BFW Liegenschaften AG

BFW Liegenschaften AG operates as a real estate company in Switzerland.

Züblin Immobilien Holding AG

Züblin Immobilien Holding AG, together with its subsidiaries, operates as a real estate company in Switzerland.

Zug Estates Holding AG

Zug Estates Holding AG conceives, develops, markets, and manages real estate properties in the Zug region, Switzerland.

Quelle: Capital IQ



5 Anhang

Anhang C: Trading Multiples – Spital Segment

- 1 Einleitung
- 2 Profil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Gesamtbeurteilung

5 Anhang

Trading Multiples – Spital Segment

Unternehmen	Ticker	Land	Währung	Unternehmenswert	EBITDA FY16F	EV/EBITDA FY16F	EBITDA FY17F	EV/EBITDA FY17F
Korian	ENXTPA:KORI	France	EUR	4,425	411	10.8x	436	10.1x
Rhön-Klinikum Aktiengesellschaft	DB:RHK	Germany	EUR	1,394	160	8.7x	147	9.5x
Mediclinic International plc	LSE:MDC	United Kingdom	GBP	7,552	493	15.3x	590	12.8x
NMC Health Plc	LSE:NMC	United Kingdom	USD	4,991	240	20.8x	323	15.4x
ORPEA Société Anonyme	ENXTPA:ORP	France	EUR	7,896	472	16.7x	519	15.2x
Le Noble Age S.A.	ENXTPA:LNA	France	EUR	619	48	12.9x	51	12.1x
Fresenius Medical Care AG & Co. KGAA	DB:FME	Germany	USD	34,488	3,416	10.1x	3,698	9.3x
Tiefst						8.7x		9.3x
Höchst						20.8x		15.4x
Durchschnitt						13.6x		12.1x
Median						12.9x		12.1x

Quelle: Capital IQ per 23. Januar 2017; alle Werte sind in Millionen



5 Anhang

Anhang C: Trading Multiples – Hotel Segment

- 1 Einleitung
- 2 Profil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Gesamtbeurteilung

5 Anhang

Trading Multiples – Hotel Segment

Unternehmen	Ticker	Land	Währung	Unternehmenswert	EBITDA FY16F	EV/EBITDA FY16F	EBITDA FY17F	EV/EBITDA FY17F
Marriott International, Inc.	NasdaqGS:MAR	United States	USD	40,689	2,151	18.9x	3,071	13.2x
InterContinental Hotels Group PLC	LSE:IHG	United Kingdom	USD	10,791	784	13.8x	839	12.9x
Hyatt Hotels Corporation	NYSE:H	United States	USD	8,013	784	10.2x	807	9.9x
Mandarin Oriental International Limited	SGX:M04	Hong Kong	USD	1,887	129	14.6x	121	15.6x
NH Hotel Group, S.A.	BME:NHH	Spain	EUR	2,122	187	11.4x	228	9.3x
Rezidor Hotel Group AB (publ)	OM:REZT	Belgium	EUR	621	75	8.3x	116	5.4x
Les Hôtels Baverez S.A.	ENXTPA:ALLHB	France	EUR	111	-	NA	NA	NA
Tiefst						8.3x		5.4x
Höchst						18.9x		15.6x
Durchschnitt						12.9x		11.1x
Median						12.6x		11.4x

Quelle: Capital IQ per 23. Januar 2017; alle Werte sind in Millionen



5 Anhang

Anhang C: Trading Multiples – Real Estate Segment

- 1 Einleitung
- 2 Profil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Gesamtbeurteilung

5 Anhang

Trading Multiples – Real Estate Segment

Unternehmen	Ticker	Land	Währung	Unternehmenswert	EBITDA FY16F	EV/EBITDA FY16F	EBITDA FY17F	EV/EBITDA FY17F
Swiss Prime Site AG	SWX:SPSN	Switzerland	CHF	10,248	419	24.4x	430	23.8x
PSP Swiss Property AG	SWX:PSPN	Switzerland	CHF	6,244	242	25.7x	243	25.7x
Mobimo Holding AG	SWX:MOBN	Switzerland	CHF	2,741	154	17.7x	131	20.9x
Intershop Holding AG	SWX:ISN	Switzerland	CHF	1,576	-	NA	NA	NA
BFW Liegenschaften AG	SWX:BLIN	Switzerland	CHF	425	-	NA	NA	NA
Züblin Immobilien Holding AG	SWX:ZUBN	Switzerland	CHF	306	-	NA	NA	NA
Zug Estates Holding AG	SWX:ZUGN	Switzerland	CHF	1,139	65	17.5x	61	18.6x
Tiefst						17.5x		18.6x
Höchst						25.7x		25.7x
Durchschnitt						21.4x		22.2x
Median						21.1x		22.3x

Quelle: Capital IQ per 23. Januar 2017; alle Werte sind in Millionen



5 Anhang

Anhang D: Transaction Multiples – Spital Segment

- 1 Einleitung
- 2 Profil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Gesamtbeurteilung

5 Anhang

Vergleichstransaktionen – Spital Segment

Ankündigungs- datum	Zielunternehmen	Land des Zielunternehmens	Käufer	Impliziter UW (CHFmm, hist. Kurs)	Impliziter UW/EBITDA
07/13/2015	Korian	France	Public Sector Pension Investment Board	4,152	11.1x
06/22/2015	Spire Healthcare Group Plc	United Kingdom	Remgro Limited	2,709	11.7x
12/05/2014	Woodleigh Community Care	United Kingdom	Care Aspirations Developments Limited	96	9.3x
10/13/2014	Ramsay Générale de Santé SA	France	Predica Prevoyance Dialogue du Credit Agricole S.A.	1,848	7.4x
09/26/2014	Cygnnet Health Care Limited	United Kingdom	Universal Health Services, Inc.	318	8.8x
09/22/2014	Luz Saúde, S.A.	Portugal	Fidelidade-Companhia de Seguros, S.A.	793	11.2x
06/11/2014	Clinique La Colline SA	Switzerland	Hirslanden AG	130	8.7x
06/03/2014	Partnerships in Care Limited	United Kingdom	Acadia Healthcare Company, Inc.	593	8.8x
05/12/2014	Générale de Santé SA	France	Ramsay Santé SA	1,918	7.1x
12/11/2013	ORPEA Société Anonyme	France	Canada Pension Plan Investment Board	4,818	13.5x
11/18/2013	Médica France, S.A.	France	Korian	1,945	9.7x
08/06/2013	Willowbrook Healthcare Limited	United Kingdom	Welltower Inc.	189	36.9x
02/09/2012	USP Hospitales SL	Spain	Doughty Hanson & Co.	430	9.0x
Tiefst					7.1x
Höchst					36.9x
Durchschnitt					11.8x
Median					9.3x

Quelle: Capital IQ



5 Anhang

Anhang D: Transaction Multiples – Spital Segment

- 1 Einleitung
- 2 Profil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Gesamtbeurteilung

5 Anhang

Vergleichstransaktionen – Kurzbeschreibung der Zielunternehmen

Korian Korian S.A. provides a range of dependency care services in France, Germany, Italy, and Belgium.	Spire Healthcare Group Plc Spire Healthcare Group plc, together with its subsidiaries, owns and operates private hospitals and clinics.	Woodleigh Community Care Woodleigh Community Care operates a hospital and residential care homes for adults with learning disabilities.
Ramsay Générale de Santé SA Ramsay Générale de Santé SA operates a network of private clinics and hospitals in France.	Cygnat Health Care Limited Cygnat Health Care Limited provides mental health services to individuals suffering from various mental health problems.	Luz Saúde, S.A. Luz Saúde, S.A. operates a network of healthcare facilities.
Clinique La Colline SA Clinique La Colline SA, a medical and surgical center, provides private clinic and emergency care services in Geneva, Switzerland.	Partnerships in Care Limited Partnerships in Care Limited operates hospitals in the United Kingdom. It offers treatment services for mental disorders.	ORPEA Société Anonyme ORPEA Société Anonyme operates nursing homes, post-acute and rehabilitation care facilities (SSRs), and psychiatric clinics.
Médica France, S.A. MEDICA France S.A. provides dependency care as well as rehabilitation and recuperative care services in France and Italy.	Willowbrook Healthcare Limited Willowbrook Healthcare Limited owns and operates healthcare homes and nursing care suites for persons with a mental illness.	USP Hospitales SL USP Hospitales SL owns and operates a network of hospitals and sanitary centers in Spain.

Quelle: Capital IQ



5 Anhang

Anhang D: Transaction Multiples – Hotel Segment

- 1 Einleitung
- 2 Profil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Gesamtbeurteilung

5 Anhang

Vergleichstransaktionen – Hotel Segment

Ankündigungs- datum	Zielunternehmen	Land des Zielunternehmens	Käufer	Impliziter UW (CHFmm, hist. Kurs)	Impliziter UW/EBITDA
01/19/2016	Clarion Hotel Sligo	-	Dalata Hotel Group plc	14	14.1x
05/21/2015	Hotel Ritz Madrid S.A.	-	Mandarin Oriental International Limited; The Olayan Group	135	50.0x
03/10/2015	Clayton Hotel Belfast	-	Dalata Hotel Group plc	28	13.2x
02/16/2015	Groupe du Louvre, SAS	France	Jin Jiang International (Holdings) Co., Ltd.	1,953	18.1x
04/01/2014	London Marriott Hotel Grosvenor Square	-	Chow Tai Fook Group; Joint Treasure Int. Ltd	184	13.1x
10/24/2013	Victoria-Jungfrau Collection AG	Switzerland	Aevis Victoria SA	90	41.5x
06/24/2013	Krasnapolsky Hotels & Restaurants N.V.	Netherlands	n/a	192	9.7x
03/28/2013	Intercontinental London Park Lane	-	Constellation Hotels Holding Limited	425	11.5x
11/05/2012	Port Aventura Entertainment, S.A.U.	Spain	InvestIndustrial	253	3.7x
Tiefst					3.7x
Höchst					50.0x
Durchschnitt					19.4x
Median					13.2x

Quelle: Capital IQ, EY



5 Anhang

Anhang D: Transaction Multiples – Hotel Segment

- 1 Einleitung
- 2 Profil
- 3 Wertüberlegungen
- 4 Gesamtbeurteilung

5 Anhang

Vergleichstransaktionen – Kurzbeschreibung der Zielunternehmen

Clarion Hotel Sligo

Clarion Hotel Sligo owns and operates a hotel. As of March 18, 2016, Clarion Hotel Sligo operates as a subsidiary of Dalata Hotel Group p.l.c.

Hotel Ritz Madrid S.A.

Hotel Ritz Madrid S.A. owns and operates the Hotel Ritz in Madrid, Spain. The company was founded in 1910 and is based in Madrid, Spain.

Clayton Hotel Belfast

Clayton Hotel Belfast operates as a hotel. The company is based in Belfast, United Kingdom. As of March 24, 2015, Clayton Hotel Belfast operates as a subsidiary of Dalata Hotel Group p.l.c.

Groupe du Louvre, SAS

Groupe du Louvre, SAS owns and operates luxury and budget hotels in Europe. It also franchises budget hotels.

London Marriott Hotel Grosvenor Square

London Marriott Hotel Grosvenor Square provides accommodation services in the United Kingdom. London Marriott Hotel Grosvenor Square is a former subsidiary of Strategic Hotel Funding, LLC.

Victoria-Jungfrau Collection AG

Victoria-Jungfrau Collection AG operates four hotels comprising the VICTORIA-JUNGFRAU Grand Hotel & Spa in Interlaken; PALACE LUZERN in Lucerne; EDEN AU LAC in Zurich; and BELLEVUE PALACE in Bern, as well as Palace Spa in Lucerne.

Krasnapolsky Hotels & Restaurants N.V.

Krasnapolsky Hotels & Restaurants N.V. owns and operates hotels in Europe.

Intercontinental London Park Lane

Intercontinental London Park Lane owns and operates a 447 room hotel.

Port Aventura Entertainment, S.A.U.

Port Aventura Entertainment, S.A.U. operates a family leisure and holiday destination resort.

Quelle: Capital IQ

EY | Assurance | Tax | Transactions | Advisory

About EY

EY is a global leader in assurance, tax, transaction and advisory services. The insights and quality services we deliver help build trust and confidence in the capital markets and in economies the world over. We develop outstanding leaders who team to deliver on our promises to all of our stakeholders. In so doing, we play a critical role in building a better working world for our people, for our clients and for our communities.

EY refers to the global organization, and may refer to one or more, of the member firms of Ernst & Young Global Limited, each of which is a separate legal entity. Ernst & Young Global Limited, a UK company limited by guarantee, does not provide services to clients. For more information about our organization, please visit [ey.com](https://www.ey.com).

© 2017 Ernst & Young AG.
All Rights Reserved.