

# AEVIS VICTORIA SA

Rapport d'évaluation

6 février 2017

## **Louis Siegrist**

Partner

Tél: +41 58 286 21 31

Mobile: +41 58 289 21 31

Email: [louis.siegrist@ch.ey.com](mailto:louis.siegrist@ch.ey.com)

## **Matthias Oppermann**

Senior Manager, CFA

Tél: +41 58 286 45 92

Mobile: +41 58 289 45 92

Email: [matthias.oppermann@ch.ey.com](mailto:matthias.oppermann@ch.ey.com)





## Table des matières

- 1 Introduction
- 2 Profile
- 3 Considération d'évaluation
- 4 Conclusion générale
- 5 Annexe

---

## Introduction

1

Page 3

## Profile

2

Page 8

## Considération d'évaluation

3

Page 11

## Conclusion générale

4

Page 31

---

## Annexe

5

Page 33

# 1

## Introduction

Dans cette section	Page
Situation initiale	4
Contexte et notre engagement	5
Approche et méthodes d'évaluation	6

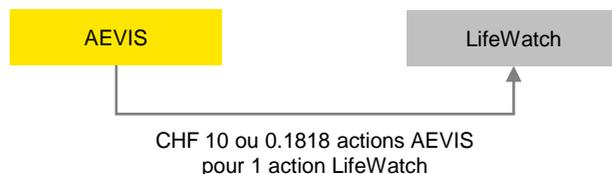
# 1 Introduction

## Situation initiale

### 1 Introduction

- 2 Profile
- 3 Considération d'évaluation
- 4 Conclusion générale
- 5 Annexe

### Offre



Source : AEVIS

### AEVIS et LifeWatch

Entreprise	Valeur	Symbole de valeur	Bourse
AEVIS VICTORIA SA	1,248,819	AEVS	SIX
LifeWatch AG	1,281,545	LIFE	SIX

Source : Page d'accueil SIX

### Offre

AEVIS VICTORIA SA (AEVIS ou le groupe) est une entreprise suisse inscrite au registre du commerce basée à Fribourg. Les actions d'AEVIS sont cotées à la bourse suisse SIX Swiss Exchange.

Selon l'annonce préalable du 24 janvier 2017, AEVIS envisage de lancer une offre public d'achat ou d'échange pour toutes les actions nominatives cotées en bourse de la LifeWatch AG (LifeWatch) avec une valeur nominale de CHF 1.3. Les actions LifeWatch sont aussi cotées à la bourse suisse SIX Swiss Exchange.

L'offre porte sur toutes les actions nominatives de LifeWatch cotées en bourse et, selon l'annonce préalable, consiste en un paiement de trésorerie de CHF 10 ou une offre d'échange de 0.1818 actions AEVIS pour 1.0 action LifeWatch. L'offre sera probablement présentée le 20 février 2017.

### Bases légales

Les actions d'AEVIS, sous considération des dispositions du circulaire n°2 de la commission des offres publiques d'acquisition (OPA) sur la liquidité au sens du droit des OPA du 26 février 2010 (circulaire n°2), ne sont pas liquides (veuillez voir le chapitre 'considération d'évaluation' du rapport d'évaluation ci-contre).

Le volume de négociation des actions AEVIS ne dépassait pas le seuil de liquidité de 0.04% du flottant dans sept des douze mois de la période d'observation d'importance. Si les actions cotées en bourse et proposées à l'échange ne sont pas liquides pendant douze mois avant l'annonce préalable, l'évaluation d'un organe de contrôle est demandée, conformément à l'art. 24 al. 6 de l'ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition (OOPA).



# 1 Introduction

## Contexte et notre engagement

### 1 Introduction

- 2 Profil
- 3 Considération d'évaluation
- 4 Conclusion générale
- 5 Annexe

## Données essentielles / sources

### Base de renseignement

#### Comptes annuels

Comptes annuels certifiés et consolidés 2014, 2015  
Compte semestriel consolidé noncertifié 2016

#### Business plan

Plan d'affaires avec planification des comptes, du bilan et un état de flux de trésorerie au niveau segment et consolidé

#### Données financières

Capital IQ, ThomsonOne, SIX, Oxford Economics

#### Autres informations

- Informations publiques
- Informations orales et par écrit de la direction d'AEVIS

## Mandat à EY

Dans ce contexte, AEVIS a engagé Ernst & Young SA, Suisse (EY ou nous) pour l'évaluation des actions non liquides d'AEVIS.

Les détails sont définis dans la confirmation du mandat du 16 janvier 2017. La date d'évaluation est le 23 janvier 2017, le jour avant l'annonce préalable (24 janvier 2017).

L'expertise d'évaluation ne constitue en aucun cas une recommandation d'accepter ou de refuser l'offre d'achat et d'échange. Elle ne comporte aucune estimation des conséquences que peut avoir une acceptation ou un refus de l'offre et ne se prononce pas non plus sur la valeur future d'une Action d'AEVIS et sur le prix auquel les actions d'AEVIS non-proposées dans l'offre pourront se négocier à l'avenir.

Le rapport d'évaluation peut être rendu public.

## Base de renseignement

Les données historiques et budgétées, fournies par la direction d'AEVIS (la direction), forment le fondement de l'évaluation. Un aperçu des principaux documents et des informations analysées est représenté dans le tableau ci-contre.

En outre, nous avons eu l'occasion de poser des questions à la direction et de discuter de manière critique les informations reçues et le développement futur de l'entreprise. Notre évaluation repose en grande partie sur des informations obtenues auprès d'AEVIS. Ainsi, notre responsabilité est limitée à l'analyse et l'évaluation attentives et professionnelles des informations qui nous ont été fournies.

EY suppose l'exactitude et l'intégrité des informations fournies et se fie aux déclarations de la direction. Dans ce contexte, la direction nous a confirmé qu'elle, ou les personnes responsables d'AEVIS, n'avait pas connaissance de faits ni de circonstances selon lesquels les informations fournies seraient fallacieuses, inexactes ou incomplètes.



# 1 Introduction

## Approche et méthodes d'évaluation

### 1 Introduction

- 2 Profile
- 3 Considération d'évaluation
- 4 Conclusion générale
- 5 Annexe

### Aperçu du nombre d'actions pertinentes

Type	
Actions émises	15,132,407
Actions propres	(113,863)
Options collaborateurs	995,800
<b>Nombre d'actions (base pour l'évaluation)</b>	<b>16,014,344</b>

Source : AEVIS

### Approche

Dans le contexte de l'évaluation AEVIS, EY a pris en compte divers éléments. En outre, les étapes suivantes font parties de notre travail :

- ▶ Demande et analyse d'informations pertinentes ;
- ▶ Conduite d'entretiens avec les responsables d'AEVIS (direction) ;
- ▶ Étude de marché sur l'industrie (groupe de comparaison) ;
- ▶ Évaluations concernant AEVIS à l'aide de méthodes appropriées d'évaluation ; et
- ▶ Évaluation de l'offre par EY.

Cette attestation d'équité a été élaborée en prenant en considération tous les actionnaires publics. Notre analyse n'a pas pris en compte les impôts personnels ni d'autres conséquences. La prise en compte de ces éléments ne serait pas possible en raison des exigences nombreuses et différentes des actionnaires.

### Nombre d'actions prises en compte

Lors de la date d'évaluation, le capital d'AEVIS était constitué de 15,132,407 actions nominatives cotées en bourse avec une valeur nominale de CHF 5.0. Pour le calcul de la valeur par action, 16,014,344 actions ont été prises en compte. La différence correspond d'une part aux 113,863 actions détenues par l'entreprise elle-même. Ces actions ne sont pas pertinentes pour une prise de contrôle de l'entreprise et ne sont donc pas prises en compte dans nos considérations d'évaluation.

D'autre part, il existe 995,800 options de collaborateurs à la date d'évaluation. Les divers prix d'exercices des options se situent nettement en dessous du cours d'action d'AEVIS. Par conséquent, on suppose que les options en question seront exercées. Selon les informations de la direction, les options seront exercées et entraîne ainsi une augmentation de capital conditionnelle. Ainsi, nous avons (i) additionné le nombre d'options au nombre d'actions pertinentes et (ii) additionné le prix d'exercice payable par les employés (nombre d'options x prix d'exercice respectif) comme actifs hors exploitation, à la valeur d'entreprise opérationnelle.



## 1 Introduction

### Approche et méthodes d'évaluation

#### 1 Introduction

- 2 Profile
- 3 Considération d'évaluation
- 4 Conclusion générale
- 5 Annexe

## Analyse et méthodes d'évaluation

### Approche

Analyse du prix de l'action – VWAP (60)

Estimations des analystes au sujet du prix indicatif

Méthode du cash-flow actualisé (CFA)

Multiples de marché (multiples de sociétés et de transactions comparables)

Source : EY

## Principes d'évaluation

L'évaluation a pour objectif de déterminer la valeur minimum par action d'AEVIS et de ses entreprises affiliées à la date du 23 janvier 2017, dans un modèle stand-alone et de continuité d'exploitation d'AEVIS.

Des effets d'acquisitions potentielles ou de futures synergies avec un investisseur ne sont pas pris en compte dans notre évaluation. Un modèle stand-alone constitue donc la base de nos considérations. De plus, nous avons supposé que l'orientation opérationnelle du groupe retenue dans les informations financières est correcte et ne se modifie pas substantiellement dans le futur.

## Choix des méthodes d'évaluation et des procédures

En principe, à condition que le marché soit efficient, le prix par action d'une société cotée constitue la meilleure indication de sa valeur. Par conséquent, le marché de l'action sous-jacent doit être liquide, ce qui n'est pas le cas pour AEVIS, donc la détermination de la juste valeur de l'action est limitée.

Pour garantir une bonne évaluation, d'autres méthodes d'évaluation et d'analyse d'AEVIS ont été appliquées. Les méthodes utilisées figurent dans le tableau ci-contre.

Pour déterminer la valeur d'une action d'AEVIS, la méthode du cash-flow actualisé (CFA) a été utilisée comme méthode d'évaluation primaire. La méthode CFA est fondée sur le principe de la continuité des activités et permet de prendre en compte des facteurs spécifiques à une société, car les données financières sont représentées en détail. Les méthodes supplémentaires appliquées, par exemple la méthode des multiples de marché, permet plutôt de contrôler la plausibilité des résultats de la méthode CFA.

# 2

## Profile

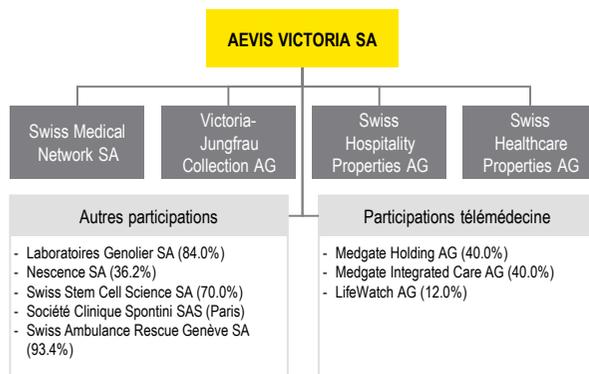
Dans cette section	Page
Description de l'entreprise	9

## 2 Profile

### Description de l'entreprise

1	Introduction
<b>2</b>	<b>Profile</b>
3	Considération d'évaluation
4	Conclusion générale
5	Annexe

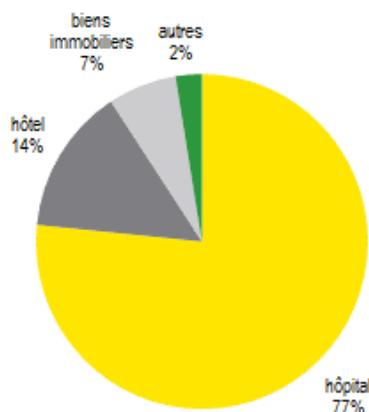
### Structure organisationnelle



Participation 100%, si pas d'indication.

Source : AEVIS

### Répartition du chiffre d'affaires par segment



Notes sur le graphique :

1. Répartition du chiffre d'affaires avant chiffre d'affaires corporatif et interne.

Source : AEVIS compte annuel 2015

### Description de l'entreprise

AEVIS est une entreprise enregistrée au registre du commerce suisse basée à Fribourg. AEVIS met l'accent sur les dépenses en capital dans les domaines des soins médicaux, des sciences de la vie, l'assistance médicale, les services style de vie et télémédecine.

Actuellement, le portefeuille consiste principalement (i) de la participation dans Swiss Medical Network SA, une holding qui regroupe des cliniques privées en Suisse (segment 'hospitalier'), ainsi que (ii) le groupe d'hôtels de luxe Victoria-Jungfrau Collection AG (VJC) constitué de cinq hôtels suisses renommés (segment 'de l'hôtellerie'). Mise à part ces deux segments qui comprennent des activités opérationnelles pour les deux segments ci-dessus, AEVIS détient la Swiss Healthcare Properties AG et la Swiss Hospitality Properties AG. Celles-ci détiennent les biens immobiliers des hôpitaux et hôtels d'AEVIS (segment 'biens immobiliers').

De plus, le groupe détient de nombreuses participations dans le secteur de la santé et dans le secteur des soins de beauté (segment 'autres'). En 2016, AEVIS a aussi investi dans le secteur de la télémédecine (40% de la Medgate Holding AG et de la Medgate Integrated Care AG ainsi que 12% de la société LifeWatch).

Les quatre segments primaires d'AEVIS (hôpital, hôtel, biens immobiliers et autres) sont des organisations autonomes, qui sont gérées indépendamment. Le groupe prend en charge les tâches de gestion d'entreprises (finances, contrôle des coûts, comptabilité, ressources humaines) et soutient les segments dans leur développement stratégique.

En 2015, le groupe AEVIS avait 2,587 employés (ETP, équivalent temps plein) et générait un chiffre d'affaires de CHF 510.2m avec un EBITDAR de CHF 78.5m. La majorité du chiffre d'affaires est réalisée dans le segment 'hospitalier' (77%), avec une contribution EBITDAR de 61% (voir graphique ci-contre).

Le modèle commercial d'AEVIS consiste en une stratégie 'buy and build'. En 2016, AEVIS a acquis les sociétés suivantes:

- ▶ Hôpital : En octobre, AEVIS a acquis 70% de la Générale Beaulieu Holding SA.
- ▶ Hôtel : En décembre, AEVIS a repris l'opération de l'hôtel Crans Ambassador.
- ▶ Biens immobiliers : En janvier, la Swiss Healthcare Properties (SHP) a acquis un immeuble de bureaux à Echandens.
- ▶ Télémédecine : En janvier, AEVIS a acquis 40% de Medgate et 12% de LifeWatch jusqu'en janvier 2017.

## 2 Profile

### Description de l'entreprise

1	Introduction
<b>2</b>	<b>Profile</b>
3	Considération d'évaluation
4	Conclusion générale
5	Annexe

Segment	Description des segments
<b>Segment hospitalier</b>  SWISS MEDICAL NETWORK	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Swiss Medical Network, créée en 2002, mène les activités du deuxième réseau de cliniques privées en Suisse. Le portefeuille d'hôpitaux regroupe 16 cliniques et établissements médicaux. Depuis le 30 juin 2016, Swiss Medical Network emploie 1,230 docteurs et 2,490 personnels.</li> <li>▶ Le groupe de cliniques privées offre une gamme de services médicaux pour des citoyens suisses et étrangers: orthopédie et traumatologie, radiologie, oncologie, urologie, gynécologie et obstétrique, chirurgie générale, ophtalmologie, médecine interne générale, radiooncologie.</li> <li>▶ Swiss Medical Network poursuit une stratégie de croissance, fondée sur l'acquisition/restructuration d'hôpitaux.</li> </ul>
<b>Segment de l'hôtellerie</b>  VICTORIA-JUNGFRAU COLLECTION	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ VJC a vu le jour sous le nom de Grand Hotel Victoria-Jungfrau AG en 1895 pour l'exploitation de l'hôtel Victoria-Jungfrau à Interlaken et a été acquis par AEVIS en 2015.</li> <li>▶ Le segment de l'hôtellerie exploite cinq hôtels 5 étoiles en Suisse (Le Victoria Jungfrau Grand Hotel &amp; Spa à Interlaken, le Palace Luzern à Lucerne, le Eden au Lac à Zurich et le Bellevue Palace à Berne) et enregistre environ 170,000 nuitées par année.</li> <li>▶ Le cinquième hôtel, le Crans Ambassador à Crans Montana, a été acquis en décembre 2016.</li> </ul>
<b>Segment biens immobiliers</b>  Swiss Healthcare Properties  Swiss Hospitality Properties	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ AEVIS détient les biens immobiliers des segments opérationnels 'hôpital' et 'hôtel' ainsi que d'autres biens immobiliers loués à des tiers, par les sociétés immobilières Swiss Healthcare Properties AG (SHP) et Swiss Hospitality Properties AG (SHP II).</li> <li>▶ SHP détient 33 biens immobiliers utilisés à des fins médicales avec une surface louée d'environ 133,400m<sup>2</sup>. Les biens immobiliers sont entièrement loués, avec les hôpitaux de Swiss Medical Network étant la part la plus importante.</li> <li>▶ SHP II regroupe les biens immobiliers de Eden au Lac à Zurich, le Victoria Jungfrau Grand Hotel &amp; Spa à Interlaken, ainsi que six biens immobiliers plus petits à Interlaken. Au total, le portefeuille consiste en une surface louée de 41,600m<sup>2</sup>.</li> </ul>
<b>Télé médecine</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Le segment regroupe les participations de 40% dans Medgate et 12% dans LifeWatch. Medgate est une entreprise dans le secteur des soins ambulatoires intégrés. LifeWatch offre des solutions médicales et des services télédiagnostics de surveillance dans le secteur de santé.</li> </ul>
<b>Segment 'autres'</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ Ce segment regroupe divers participations dans les secteurs de la santé et des soins de beauté, comme par exemple le Laboratoires Genolier (soins de beauté), Nescence (services et produits anti-vieillessement), Swiss Ambulance Rescue Genève SA (service de secours et de transport en ambulance), Swiss Stem Cell Science, ainsi que la clinique Spontini à Paris (clinique pour chirurgie esthétique).</li> </ul>

# 3

## Considération d'évaluation

Dans cette section	Page
Liquidité des actions AEVIS selon la définition de la OPA	12
Analyse du cours de l'action AEVIS	13
Estimations d'analystes concernant le cours de l'action AEVIS	14
Méthode cash-flow actualisé	15
Approche de multiples	30



### 3 Considération d'évaluation

## Liquidité des actions AEVIS selon la définition de la OPA

- 1 Introduction
- 2 Profil
- 3 Considération d'évaluation**
- 4 Conclusion générale
- 5 Annexe

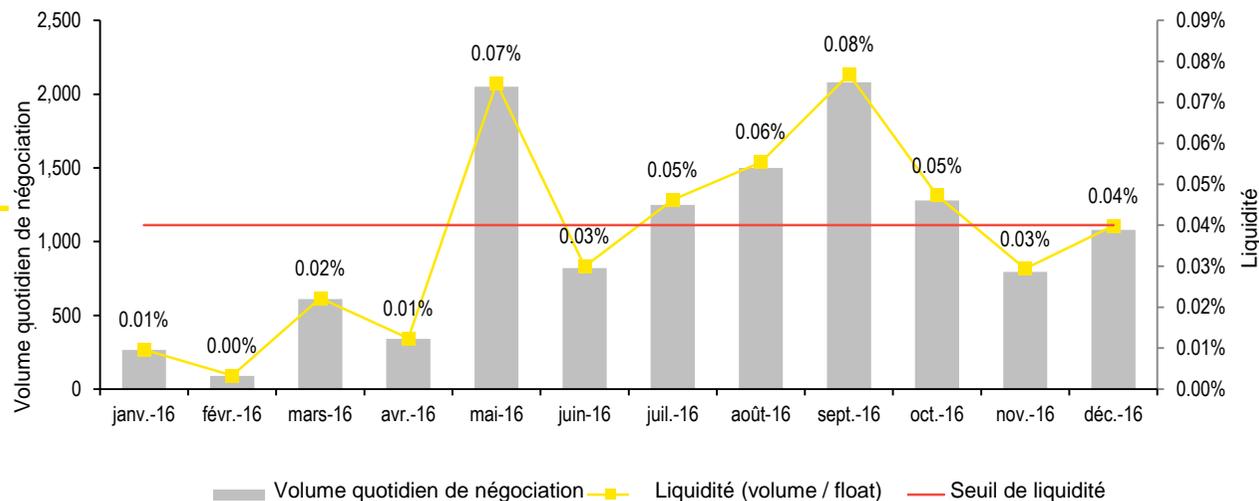
### Volume de négociation et de liquidité des actions AEVIS

#### Volume de négociation quotidien

L'analyse des liquidités indique qu'il n'y a pas de transactions d'actions d'AEVIS enregistrées dans 22 des 254 jours de négociation pendant la période d'observation.

#### Liquidité | conséquence

Puisque les actions d'AEVIS sont considérées non liquides au sens de la définition de la commission OPA, nous avons accordé une importance limitée au cours de l'action AEVIS et plus particulièrement au VWAP (cours moyen pondéré selon le volume). Le volume de négociation faible indique la possibilité d'un cours d'action distordu, car le cours ne reflète pas toutes les informations importantes.



#### Liquidité | analyse

Nos analyses ont démontré que le volume de négociation des actions AEVIS ne surpassait le seuil de liquidité de 0.04% qu'en cinq des douze mois dans la période d'observation avant l'annonce préalable (janvier 2016 à décembre 2016). Les titres sont considérés non liquides selon la définition de la commission des OPA.

Remarques sur le graphique :

1. Le graphique montre le volume de négociation (médiane mensuelle) et la liquidité dans la période d'observation de janvier 2016 à décembre 2016. L'analyse de liquidité est fondée sur des données de Capital IQ. Le seuil de liquidité déterminé par la commission OPA est de 0.04%. Veuillez vous référer au circulaire n°2 'Liquidité au sens du droit des OPA'.
2. Une action est considérée comme non-liquide au sens de l'OPA, si la médiane mensuelle du volume de négociation quotidien est supérieure ou égale à 0.04% du flottant pendant 10 des 12 mois précédant l'annonce préalable ou l'offre.

Source : Capital IQ

### Conclusion

Le cours d'action d'AEVIS a une pertinence limitée en raison du manque de liquidité. Pour cette raison celui-ci n'est utilisé que partiellement comme base dans notre évaluation de l'entreprise.



### 3 Considération d'évaluation

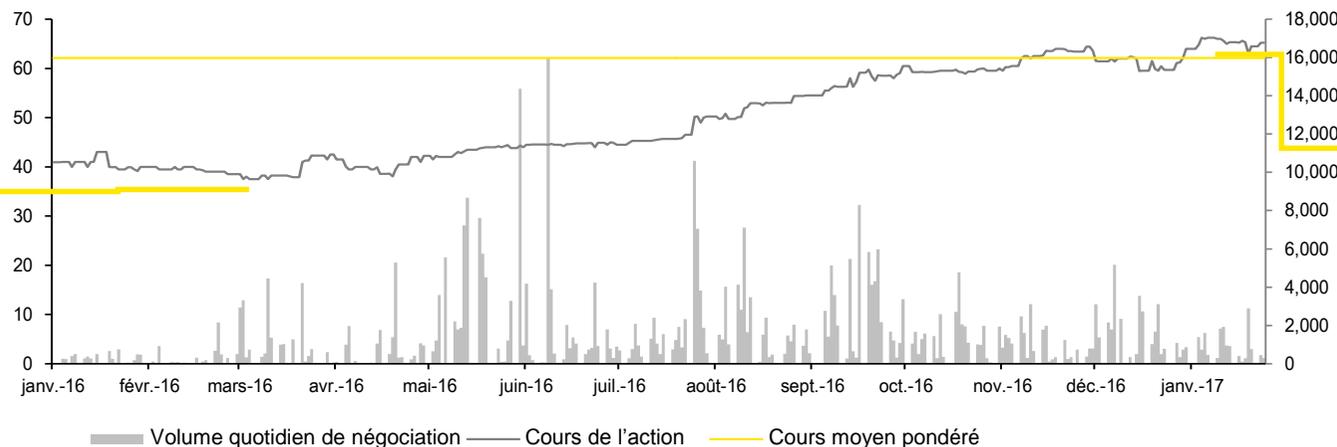
## Analyse du cours de l'action AEVIS

- 1 Introduction
- 2 Profile
- 3 Considération d'évaluation**
- 4 Conclusion générale
- 5 Annexe

### Évolution du prix de l'action et du volume de négociation (1er janvier 2016 au 23 janvier 2017)

#### Cours I minimum

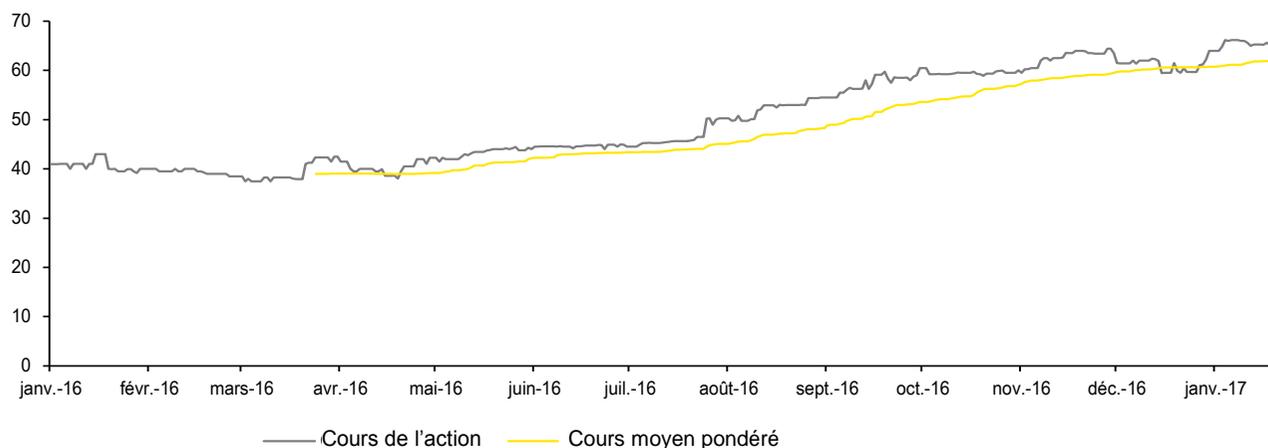
Le cours de clôture minimum des douze derniers mois s'élevait à CHF 37.5 et a été observé le 2, 4, 7 et 10 mars 2016.



#### Cours I maximum

Le cours de clôture maximum des douze derniers mois s'élevait à CHF 66.2 et a été observé le 4 et 6 janvier 2017.

### Évolution du VWAP 60 (1er janvier 2016 au 23 janvier 2017)



#### Cours I date de référence

Le cours de clôture s'élevait à CHF 65.2 le 23 janvier 2017. Au même moment le VWAP s'élevait à CHF 62.4 selon la SIX.

Remarques sur les graphiques :

1. Les graphiques montrent l'évolution du prix de l'action sur une période d'observation de 52 semaines.
2. VWAP est déterminé sur la base de données de Capital IQ.

Source : Capital IQ



### 3 Considération d'évaluation

## Estimations d'analystes concernant le cours de l'action AEVIS

- 1 Introduction
- 2 Profile
- 3 Considération d'évaluation**
- 4 Conclusion générale
- 5 Annexe

#### Aperçu des prévisions FY16F bis FY18F

Kepler Cheuvreux, 24 octobre 2016	FY16F	FY17F	FY18F	CAGR FY16F-FY20F
Croissance du chiffre d'affaires segment hospitalier	9.4%	22.5%	5.0%	9.2%
Croissance du chiffre d'affaires segment de l'hôtellerie	(7.4%)	1.0%	1.0%	(0.7%)
Croissance du chiffre d'affaires segment biens immobiliers	4.3%	21.8%	2.5%	6.5%
Croissance du chiffre d'affaires segment autres	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Croissance du chiffre d'affaires groupe AEVIS	6.3%	19.2%	4.6%	7.7%
Marge EBITDAR groupe AEVIS	18.6%	19.8%	20.9%	n/a
Marge EBITDA groupe AEVIS	16.0%	17.6%	18.8%	n/a

#### Cours cible l'action AEVIS

Selon les estimations des analystes de Kepler Cheuvreux du 24 octobre 2016, le cours cible se situe entre CHF 63 et CHF 74. Le cours cible à moyen terme pour une action AEVIS est estimé à CHF 68.

#### Évolution du chiffre d'affaires

Les analystes attendent une croissance du chiffre d'affaires de 19.2% en FY17F, soutenue par le segment 'hospitalier'. À partir de FY18F les analystes prévoient une croissance de 4.6% p.a.

#### Évolution des marges

Les analystes attendent une croissance de la profitabilité et prévoient des marges EBITDAR et EBITDA de 20.9% et 18.8% respectivement pour FY18F. Selon les estimations des analystes, le groupe AEVIS atteindra une marge EBITDA de 20.4% en FY20F.

Remarque sur le tableau :

1. Le tableau montre les chiffres clés (KPI) sous-jacent l'estimation des cours cibles.

Source : Kepler Cheuvreux, acquis de ThomsonOne

#### Conclusion

Les estimations des analystes évaluent une plage de valeurs entre CHF 63 et CHF 74 pour une action AEVIS. À moyen terme, le cours cible pour une action AEVIS est estimé à CHF 68.

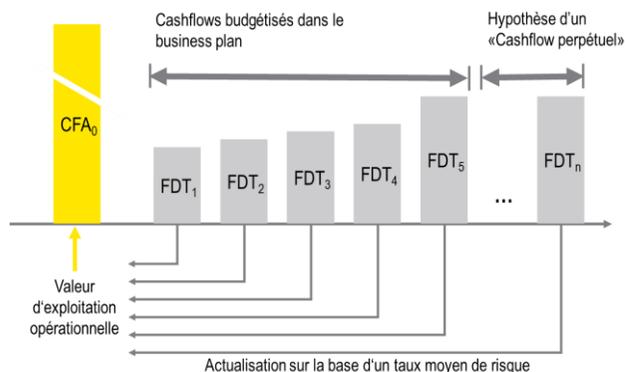
## 3 Considération d'évaluation

### Méthode cash-flow actualisé

#### Hypothèses générales

1	Introduction
2	Profile
3	<b>Considération d'évaluation</b>
4	Conclusion générale
5	Annexe

### Méthode CFA



Remarques concernant le graphique :

1. La méthode du CFA détermine la valeur d'exploitation d'une société en actualisant le flux de trésorerie (FDT) prévu au coût moyen pondéré du capital (CMPC).
2. Le FDT représente les flux de fonds avant le financement des activités et donc ceux auxquels ont droit les porteurs d'actions et d'obligations. Pour obtenir la valeur nette, la valeur commerciale de la dette de l'entreprise est déduite. En outre, les autres actifs/passifs non couverts dans le calcul du FDT sont ajoutés/déduits.
3. Si l'on suppose la poursuite des activités, la période formelle du plan d'affaires est suivie d'une hypothèse concernant un FDT durable. Ce cash-flow durable sert de base pour calculer la valeur terminale. La valeur terminale inclut la valeur actuelle de tous les FDF suivant la période du business plan.

Source : EY

### Hypothèses du CFA

L'évaluation a été effectuée au niveau des segments d'activités d'AEVIS ('hôpital', 'hôtel', 'biens immobiliers', 'autres') et au niveau de la holding (frais généraux et dépenses de gestion).

Pour déterminer la valeur opérationnelle de l'entreprise, les valeurs opérationnelles des segments sont additionnées. Pour déterminer la valeur des fonds propres d'AEVIS, (i) la dette, (ii) les actifs hors exploitation, (iii) les autres actifs/passifs et (iv) les intérêts minoritaires ont été pris en considération au niveau du groupe. Dans une dernière étape, la valeur d'une action est calculé par la division de la valeur des fonds propres d'AEVIS par le nombre d'actions à prendre en compte.

Les hypothèses suivantes ont été formulées pour effectuer notre analyse du CFA :

- ▶ Date d'évaluation : 23 janvier 2017
- ▶ Période du plan d'affaires : FY17F à FY22F basé sur les montants pré-budgétés par la direction
- ▶ Valeur résiduelle : basée sur FY22N
- ▶ Devise de présentation : CHF
- ▶ Taux d'imposition du groupe/holding : 22.0% (taux d'imposition prévu à moyen terme selon la direction)
- ▶ Des effets potentiels de la Loi sur la réforme de l'imposition des entreprises III ne sont pas considérés
- ▶ Selon la direction, toutes les imputations internes respectent le principe de pleine occurrence et il n'existe pas de passifs éventuels ou de passifs financiers non-comptabilisés.

La dette financière nette et autres actifs/passifs se basent sur le résultat non audité du 31 décembre 2016 (FY16F). FY16F est fondée sur les extrapolations des chiffres effectifs d'octobre, respectivement septembre, 2016. Par conséquent, FY16F consiste (i) en dix, respectivement neuf mois basant sur des chiffres effectifs et (ii) en deux, respectivement trois mois sur des chiffres budgétés. Selon la direction, ces chiffres représentent la meilleure estimation pour FY16F et jusqu'à présent il n'existe pas de constatations ou d'informations prévoyant que les données financières évolueront substantiellement par rapport à la date d'évaluation et le rapport annuel.

Pour déterminer la valeur des intérêts minoritaires, les participations aux bénéfices planifiées par la direction ont été calculées au niveau des segments à l'aide de la méthode équité et déduites de la valeur de fonds propres d'AEVIS (100%).



### 3 Considération d'évaluation

#### Méthode cash-flow actualisé

#### Business plan I base

- 1 Introduction
- 2 Profile
- 3 Considération d'évaluation**
- 4 Conclusion générale
- 5 Annexe

#### Hypothèses principales du business plan

Hypothèses du business plan	FY17F-FY22F
Croissance du chiffre d'affaires, CAGR	10.0%
Ø Marge EBITDAR	24.6%
Ø Marge EBITDA	22.9%
Ø Marge EBIT	14.5%
Ø Fonds de roulement % chiffre d'affaires	10.6%
Ø Capex % chiffre d'affaires	6.8%
Ø Amortissements % chiffre d'affaires	8.4%

Source : AEVIS

#### Business Plan

L'évaluation CFA est basée sur le business plan établi par la direction, qui consiste des années budgétées (FY17F-FY22F) au niveau des segments et de la holding. Les années budgétées intégrées consistent en une planification des comptes, du bilan et des états des flux de trésorerie (niveau segments et consolidé) et ont été établis par la direction du segment respectif. Toutes les données financières utilisées dans l'évaluation ont été établies selon Swiss GAAP FER.

Les prévisions ont été établies 'bottom up' au niveau des sociétés simples par segment et après avoir été contrôlé en accord avec les objectifs cibles 'top down'.

Selon la direction, le business plan sous-jacent de l'évaluation ne contient pas d'acquisitions futures.

Les hypothèses sous-jacentes de la valeur terminale sont basées sur des hypothèses d'EY, qui ont été élaborées au cours des discussions avec la direction et soutenues par des données benchmarking et des estimations d'analystes (notamment à propos de la marge EBITDA).

Le tableau à gauche présente les principales hypothèses d'évaluation sur une base consolidée du groupe AEVIS. Les business plans des segments utilisés pour élaborer les valeurs CFA par segment sont décrits dans les paragraphes suivants.

En plus, si possible le business plan de la direction est comparé aux résultats de l'analyse benchmarking d'EY (analyse de l'évolution d'entreprises comparables). Le groupe d'entreprises comparables utilisé dans notre analyse est le même que celui utilisé pour la détermination du coûts du capital et de l'analyse de multiples de marché. Plus d'informations sur le groupe d'entreprises comparables se trouvent dans l'annexe de ce rapport.



### 3 Considération d'évaluation

#### Méthode cash-flow actualisé

#### Segment hospitalier I Business plan

1	Introduction
2	Profile
<b>3</b>	<b>Considération d'évaluation</b>
4	Conclusion générale
5	Annexe

### Hypothèses principales du CFA

Hypothèses du business plan	FY17F-FY22F
Croissance du chiffre d'affaires, CAGR	7.5%
Ø Marge EBITDAR	26.1%

Source : AEVIS

### Évolution prévue du segment hospitalier (OpCo)

Les hypothèses principales du business plan du segment 'hospitalier' sont regroupées dans le tableau ci-contre. Le business plan a été établi à l'aide de la méthode 'bottom up' au niveau des hôpitaux.

#### Chiffre d'affaires

Pendant la période de planification (FY17F-FY22F) la direction suppose une croissance du chiffre d'affaires moyenne de 7.5% (CAGR). Les hypothèses suivantes forment la base pour la planification du chiffre d'affaires :

- ▶ AEVIS poursuit une stratégie 'buy and build'. Elle acquiert en partie des cliniques non rentables et les intègre dans le portefeuille de cliniques, pour successivement les restructurer et ainsi réaliser leurs potentiel de croissance ainsi qu'une hausse de profitabilité. Les récentes acquisitions offrent des opportunités d'amélioration et la direction s'attend à une vaste croissance du chiffre d'affaires et une optimisation des coûts.
- ▶ Un élément central de la croissance du chiffre d'affaires est, selon la direction, la réalisation des objectifs, respectivement le recrutement de docteurs supplémentaires dans les cliniques. L'augmentation du nombre de docteurs est supposée générer des effets de volume (plus de chiffre d'affaires), ainsi qu'améliorer la profitabilité grâce aux taux d'utilisation plus élevés. Le projet interne Esculap a été mis en place afin d'atteindre les objectifs de recrutement. Il vise, en coopération avec les médecins, à encourager la création de centres de compétences internes et de réaliser des investissements dans l'infrastructure de manière optimale (fournir une gamme d'appareils et d'équipements médicaux modernes et les adaptations nécessaires dans l'orientation des cliniques).
- ▶ Avec les cliniques déjà intégrées dans le portefeuille, la direction a prouvé l'efficacité de la stratégie 'buy and build' et son exécution.
- ▶ Les hypothèses du business plan représentent la stratégie 'buy and build' d'AEVIS. En plus, AEVIS a atteint une taille critique, ce qui fait d'elle une des entreprises les plus importantes du secteur de la santé.
- ▶ En outre, les tendances démographiques, ainsi que des innovations technologiques simplifient la croissance du chiffre d'affaires et de la profitabilité.



### 3 Considération d'évaluation

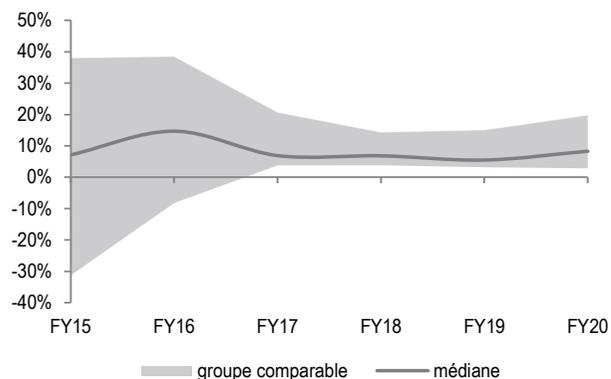
## Méthode cash-flow actualisé

### Segment hospitalier | Business plan

- 1 Introduction
- 2 Profile
- 3 Considération d'évaluation**
- 4 Conclusion générale
- 5 Annexe

#### Segment hospitalier

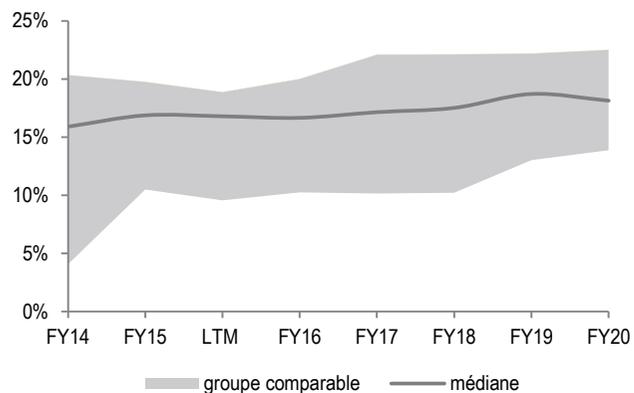
##### Croissance du chiffre d'affaires FY15-FY20



Source : Capital IQ

#### Segment hospitalier

##### Marge EBITDA FY14-FY20



Source: Capital IQ

En principe, le business plan n'inclut pas tout le potentiel de croissance possible selon la direction. Quelques hôpitaux ont encore la possibilité d'élargir leur capacité.

En revanche, l'environnement réglementaire est incertain et des changements potentiels, avec des effets négatifs non négligeables de l'évolution future, sont difficiles à anticiper. D'autres incertitudes existent concernant les délais dans la réalisation des objectifs.

La croissance du chiffre d'affaires prévue se situe en dessous de la croissance historique, mais au-dessus des estimations du groupe comparable (médiane, voir graphique ci-contre). Il faut noter, que le CAGR de 7.5% est biaisé à la hausse en raison de l'intégration de la Clinique Générale Beaulieu fin 2016. Un effet clair sur le chiffre d'affaires sera observable en FY17F. L'utilité d'une comparaison à des taux de croissance historiques est limitée, car AEVIS a acquis plusieurs autres entreprises et la période d'observation ne considère que la croissance organique.

#### Marge EBITDAR et EBITDA

Pendant la période de planification, la direction suppose une hausse importante des marges. Basée sur la marge EBITDAR de 22.6% en HY16A, une marge EBITDAR moyenne de 26.1% est prévue pour FY17F-FY22F.

Pour plus de détails sur l'évolution du chiffre d'affaires et des hypothèses sous-jacentes, veuillez consulter le paragraphe précédent 'Chiffre d'affaires'.

Les marges prévues se situent au-dessus des marges historiques. La marge EBITDA du segment 'hospitalier' se situe actuellement nettement en dessous des marges EBITDA du groupe comparable. Selon la planification fournie, la marge EBITDA surpassera les marges EBITDA du groupe comparable à moyen et à long terme.

Selon la direction, le niveau des marges actuelles ne représente pas l'évolution future. En raison de la stratégie 'buy and build' et en conséquence des nombreuses acquisitions des années récentes, de nombreux hôpitaux dans le portefeuille se trouvent encore dans la phase de restructuration et, offrent ainsi de vastes potentiels d'amélioration de la profitabilité.

La direction a identifié des risques potentiels dans la réalisation des objectifs. Pour l'évolution du chiffre d'affaires ceux-ci se trouvent dans l'environnement réglementaire, ainsi que les délais éventuels dans la réalisation du plan.



### 3 Considération d'évaluation

#### Méthode cash-flow actualisé

#### Segment hospitalier | Business plan

- 1 Introduction
- 2 Profile
- 3 Considération d'évaluation**
- 4 Conclusion générale
- 5 Annexe

#### Dépenses en capital (capex) / amortissements

Pendant la période de planification (FY17F-FY22F) la direction suppose des investissements moyens inférieurs à ceux réalisés historiquement (en % du chiffre d'affaires). Les amortissements se situent au-dessus des dépenses en capital.

La planification prévoit surtout des investissements de maintenance. Selon la direction, les dépenses en capital nécessaires après l'acquisition sont disproportionnellement hautes et baissent en passant de la phase de restructuration à la phase de maturité. AEVIS a fortement investi au cours des années précédentes pour débloquer les blocages d'investissements, mais aussi pour la restructuration des hôpitaux acquis. Il faut noter que les contrats de loyers internes sont établis d'après le principe 'Core & Shell'. Une partie des investissements, comme par exemple les aménagements intérieurs, sont payés par le locataire (hôpital, OpCo).

Selon la direction, toutes les cliniques dans le portefeuille ont actuellement un niveau pour lequel seulement des investissements de maintenance sont nécessaires. D'importants investissements historiques expliquent les amortissements supérieurs aux capex dans la période de planification. À long terme la direction suppose des capex de 4.0%-5.0% du chiffre d'affaires.

#### Fonds de roulement net (FRN)

Le FRN est basé sur le business plan fourni, respectivement sur les bilans prévisionnels par segment (FY17F-FY22F). Les changements supposés du FRN sont pris en considération dans l'évaluation.



### 3 Considération d'évaluation

#### Méthode cash-flow actualisé

#### Segment de l'hôtellerie | Business plan

1	Introduction
2	Profile
<b>3</b>	<b>Considération d'évaluation</b>
4	Conclusion générale
5	Annexe

### Hypothèses principales du CFA

Hypothèses du plan financier	FY17F-FY22F
Croissance du chiffre d'affaires, CAGR	6.1%
Ø Marge EBITDAR	25.6%

Source : AEVIS

### Évolution prévue du segment de l'hôtellerie (OpCo)

Les principales hypothèses du business plan du segment 'de l'hôtellerie' sont regroupées dans le tableau ci-contre. Le plan financier a été établi avec la méthode 'bottom up' au niveau des hôtels et inclut les opérations des quatre hôtels 5 étoiles Victoria Jungfrau à Interlaken, Eden au Lac à Zurich, Palace Luzern à Lucerne et le Bellevue Palace à Berne.

L'hôtel Crans Ambassador à Crans Montana, acquis en décembre 2016, n'est pas inclus dans le plan financier. Pour une évaluation, le prix d'achat doit donc être ajouté à la valeur opérationnelle de l'entreprise. Cependant, le prix d'achat de l'hôtel Crans Ambassador n'est pas reflété dans l'état de flux de trésorerie. Par conséquent, le prix d'achat ne doit pas être additionné à la valeur opérationnelle de l'entreprise.

### Évolution du chiffre d'affaires et des marges

Pendant la période de planification (FY17F-FY22F), la direction suppose une croissance du chiffre d'affaires de 6.1% (CAGR) en moyenne et une marge EBITDAR moyenne de 25.6%. Les hypothèses suivantes font parties de la planification :

- ▶ La direction a identifié un vaste potentiel dans la réorientation du Victoria Jungfrau à Interlaken. L'hôtel se voit confronté à une fréquentation faible et des prix relativement bas pour un hôtel 5 étoiles. Selon la direction, le problème est qu'une grande partie des clients sont des touristes de masses (durée de séjour courte à prix bas) et l'hôtel n'a pas de caractéristique unique. La réorientation devrait remédier à ce problème.
- ▶ Des investissements importants sont prévus pour le Eden au Lac à Zurich en FY18F dans le contexte d'une réorientation.
- ▶ Un contrat d'exploitation pour le Palace à Lucerne a été signé avec le nouveau propriétaire. Par conséquent, l'hôtel a été déconsolidé et le plan financier inclut les frais de gestion. Ceci réduit les risques financiers et opérationnels pour AEVIS.
- ▶ Le bien immobilier du Bellevue Palace à Berne appartient à la confédération suisse. Après l'ouverture de l'hôtel Schweizerhof à Berne, le groupe essaie de repositionner le Bellevue Palace dans le marché de l'hôtellerie à Berne.
- ▶ De plus, il est prévu que la rentabilité augmente avec l'extension des prestations accessoires (F&B, wellness etc.)



### 3 Considération d'évaluation

#### Méthode cash-flow actualisé

#### Segment de l'hôtellerie | Business plan

1 Introduction

2 Profile

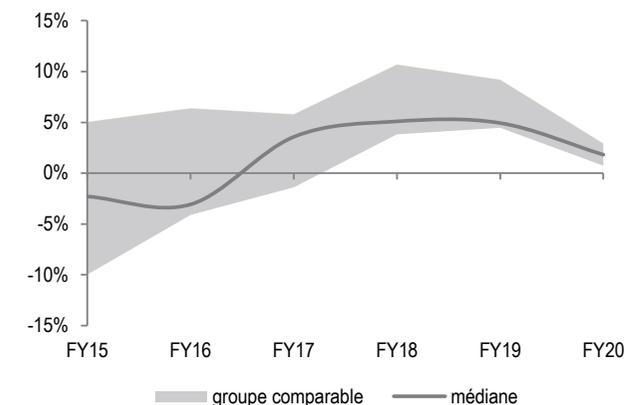
**3 Considération d'évaluation**

4 Conclusion générale

5 Annexe

#### Segment de l'hôtellerie

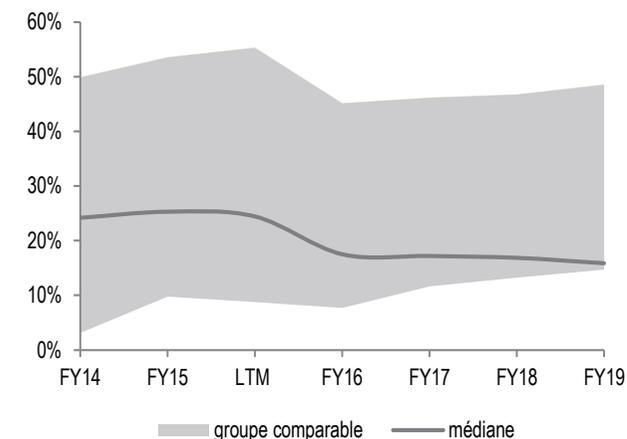
##### Croissance du chiffre d'affaires FY15-FY20



Source : Capital IQ

#### Segment de l'hôtellerie

##### Marge EBITDA FY14-FY19



Source : Capital IQ

- ▶ La croissance du chiffre d'affaires prévue est située au-dessus de la croissance historique et des prévisions de la croissance du chiffre d'affaires du groupe comparable (médiane, voir graphique à gauche). Cependant, il faut noter qu'une comparaison avec les taux de croissance historiques n'est pas utile en raison de la déconsolidation du Palace à Lucerne.
- ▶ Malgré les améliorations de profitabilité importantes prévues, la marge EBITDA du segment 'de l'hôtellerie' se situe nettement en dessous des marges EBITDA du groupe comparable. La pertinence de la comparaison est limitée, parce que le groupe comparable contient des chaînes d'hôtels internationales.
- ▶ La direction a identifié des risques qui pourraient affecter l'évolution future négativement. Le succès des réorientations dans le calendrier visé est incertain, notamment parce que la réorientation stratégique est considérable.

#### Dépenses en capital (capex) / amortissements

Pendant la période de planification (FY17F-FY22F), la direction suppose des investissements moyens supérieures aux capex historiques (en % du chiffre d'affaires). Cependant les capex moyens sont faussés à la hausse en raison d'importantes dépenses en capital en FY18F. Sans ce pic d'investissements, les capex prévus se situent dans la zone des capex moyens historiques.

Les amortissements moyens (en % du chiffre d'affaires) se situent dans la zone des amortissements moyens historiques dans la période de planification (FY17F-FY22F).

La planification prévoit principalement des investissements de maintenance, mise à part du pic d'investissements en FY18F. Selon la direction, la réorientation du Victoria Jungfrau à Interlaken est réalisable sans investissements supplémentaires. Il faut noter que, de manière similaire au segment 'hospitalier', les contrats de locations internes sont établis d'après le principe 'Core & Shell'. Une partie des investissements, comme par exemple les aménagements intérieurs, sont payés par le locataire (hôtel, OpCo).

#### Fonds de roulement net (FRN)

Le FRN est basé sur le plan financier fourni, respectivement sur les bilans prévisionnels par segment (FY17F-FY22F). Les changements supposés du FRN sont pris en considération dans l'évaluation.



## 3 Considération d'évaluation

### Méthode cash-flow actualisé

#### Segment biens immobiliers | Business plan

1	Introduction
2	Profile
<b>3</b>	<b>Considération d'évaluation</b>
4	Conclusion générale
5	Annexe

### Hypothèses principales du CFA

Hypothèses du plan financier	FY17F-FY22F
Croissance du chiffre d'affaires, CAGR	2.1%
Ø Marge EBITDAR	93.2%

Source : AEVIS

### Évolution prévue du segment biens immobiliers (PropCo)

Les hypothèses principales du business plan du segment 'biens immobiliers' sont regroupées dans le tableau ci-contre. Le business plan a été établi à l'aide de la méthode 'bottom up' au niveau des biens immobiliers. Ce segment détient et gère les biens immobiliers du segment 'hospitalier' et du segment 'de l'hôtellerie' et loue d'autres biens immobiliers à des tiers. Le segment 'biens immobiliers' gère plus de 40 biens immobiliers.

#### Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires du segment 'biens immobiliers' est composé de loyers. Pendant la période de planification (FY17F-FY22F), la direction suppose une croissance du chiffre d'affaires de 2.1% (CAGR) en moyenne. L'intégration de la Clinique Générale-Beaulieu, finie fin 2016, résulte en une croissance du chiffre d'affaires importante en FY17F à cause du loyer supplémentaire. Ceci fausse le CAGR à la hausse.

#### Évolution des marges

Pendant la période de planification, la direction suppose une légère augmentation des marges. La marge EBITDAR moyenne prévue (FY17F-FY22F) est de 93.2%. Les coûts d'exploitation comprennent principalement les frais d'entretien et certaines dépenses de personnel.

#### Dépenses en capital (capex) / amortissements

Pendant la période de planification (FY17F-FY22F), la direction suppose des capex moyens inférieurs au capex historiques (en % du chiffre d'affaires). Les amortissements moyens (en % du chiffre d'affaires) prévus sont supérieurs aux dépenses en capital.

La planification prévoit, hormis les investissements dans l'hôtel Eden au Lac en FY18F, principalement des investissements de maintenance. Comme décrit auparavant, AEVIS avait d'importantes dépenses en capital dans le passé. Parce que les loyers internes sont structurés d'après le principe 'Core & Shell', le segment 'biens immobiliers' est responsable pour les investissements 'Shell'. Selon la direction, les capex et les amortissements à long terme reviendront à 6% du chiffre d'affaires.

#### Fonds de roulement net (FRN)

Le FRN est basé sur le business plan fourni, respectivement sur les bilans prévisionnels par segment (FY17F-FY22F). Les changements supposés du FRN sont pris en considération dans l'évaluation.



## 3 Considération d'évaluation

### Méthode cash-flow actualisé

#### Segment autres | Business plan

1	Introduction
2	Profile
<b>3</b>	<b>Considération d'évaluation</b>
4	Conclusion générale
5	Annexe

### Hypothèses principales du CFA

Hypothèses du plan financier	FY17F-FY22F
Croissance du chiffre d'affaires, CAGR	10.9%
Ø Marge EBITDAR	11.5%

Source : AEVIS

### Sociétés dans le segment autres

Sociétés	Participation
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%

Source : AEVIS

### Évolution prévue du segment autres

Les hypothèses principales du business plan du segment 'autres' sont regroupées dans le tableau ci-contre. Le business plan a été établi avec la méthode 'bottom up' au niveau des sociétés / participations et regroupe diverses entreprises ou participations dans des entreprises du secteur santé et soins de beauté. Dans le tableau ci-contre, un aperçu des sociétés et des participations dans le segment 'autres' peut être observé. Le segment contribue à environ 2.0%-3.0% du chiffre d'affaires total du groupe et effectue une contribution EBITDAR négative.

### Évolution du chiffre d'affaires et des marges

Pendant la période de planification (FY17F-FY22F), la direction suppose une croissance du chiffre d'affaires de 10.9% (CAGR) en moyenne et une marge EBITDAR d'en moyenne 11.5%. Cela signifie que la direction prévoit une croissance importante du chiffre d'affaires et de la profitabilité.

### Dépenses en capital (capex) / amortissements

Pendant la période de planification (FY17F-FY22F), la direction suppose des capex moyens légèrement en dessous des capex historiques (en % du chiffre d'affaires). Les amortissements moyens (en % du chiffre d'affaires) prévues sont supérieures aux investissements pendant la période de planification (FY17F-FY22F).

### Fonds de roulement net (FRN)

Le FRN est basé sur le business plan fourni, respectivement sur les bilans prévisionnels au niveau du segment (FY17F-FY22F). Les changements supposés du FRN sont pris en considération dans l'évaluation.



## 3 Considération d'évaluation

### Méthode cash-flow actualisé

### Hypothèses pour l'année résiduelle FY22N

1	Introduction
2	Profile
<b>3</b>	<b>Considération d'évaluation</b>
4	Conclusion générale
5	Annexe

#### Aperçu des hypothèses de la valeur terminale

Taux de croissance perpétuel par segment	
Hôpital	0.4%
Hôtel	0.4%
Biens immobiliers	0.4%
Autres	0.4%

Marge EBITDAR durable par segment (moyenne FY17F-FY22F)	
Hôpital	26.1%
Hôtel	25.6%
Biens immobiliers	93.2%
Autres	11.5%

Marge EBITDAR durable au niveau consolidé (moyenne FY17F-FY22F)	
AEVIS	22.9%

Source : AEVIS, EY

#### Valeur terminale

Dans le cadre de la méthode CFA, sous l'hypothèse de la continuité de l'exploitation, une hypothèse pour un FDT éternel est établie. Celle-ci est utilisée pour le calcul de la valeur terminale (VT), après la période de planification. La VT contient tous les futurs cash-flow réalisés après la période de planification. La VT est déduite à partir de FY22F. Les hypothèses de la VT par segment sont regroupées ci-contre.

#### Taux de croissance perpétuel

Selon la pratique courante, le taux d'inflation à long terme est utilisé pour déterminer le taux de croissance perpétuel, stabilisant les cash-flows futurs (croissance zéro en termes réels). Cependant, le taux de croissance perpétuel ne peut pas être analysé dans l'isolation, mais doit être cohérent aux coûts du capital, aussi utilisés dans le calcul de la VT. L'inflation est inclu dans le calcul du coût du capital à travers le taux d'intérêt sans risque. Ainsi, le taux de croissance perpétuel ne doit pas dépasser le taux d'intérêt de base pour que cela soit cohérent.

Par conséquent, nous avons défini les taux de croissance perpétuels pour les segments d'AEVIS conforme au taux d'intérêts de base utilisés dans du calcul du CMPC. Les taux de croissance perpétuels ont été utilisés pour prévoir les chiffres d'affaires FY22N à base des chiffres d'affaires FY22F, ainsi que la formule Gordon Growth.

#### Marge EBITDA

Une marge EBITDA durable doit être déterminée pour FY22N. Comme décrit auparavant, AEVIS suppose d'importantes améliorations des marges et justifie les améliorations avec (i) la stratégie 'buy and build', et (ii) de nombreux établissements au début de la phase de réorganisation conformément à la stratégie. Même si la direction a déjà implémenté la stratégie avec succès dans plusieurs hôpitaux, il existe des risques de réussite ainsi que de ne pas respecter le calendrier. De plus, il existe, surtout dans le secteur de la santé, des incertitudes concernant des changements dans l'environnement réglementaire, et des résultats concernant des conditions et des accords dans les négociations continues avec les caisses de maladies.

En analysant la situation et en se basant sur les entretiens avec la direction, nous concluons que les marges prévues dans les différents segments dans la dernière année de la période de planification (FY22F) sont risquées et ne sont pas nécessairement des marges réalisables durables (c.-à.-d. pour l'éternité). Par conséquent, nous avons appliqué la moyenne des marges EBITDA dans la période de planification (FY17F-FY22F) comme marge EBITDA des différents segments dans le calcul de la VT.



### 3 Considération d'évaluation

#### Méthode cash-flow actualisé

#### Hypothèses pour l'année résiduelle FY22N

- 1 Introduction
- 2 Profile
- 3 Considération d'évaluation**
- 4 Conclusion générale
- 5 Annexe

#### Aperçu des hypothèses pour la VT

Niveau capex durable (en % du chiffre d'affaires)	
AEVIS	4.8%

Niveau FRN durable (en % chiffre d'affaires)	
AEVIS	10.0%

Source : AEVIS, EY

#### Dépenses en capital (capex) / amortissements et FRN

Pour le calcul de la valeur terminale, un niveau d'investissements durable (relatif au chiffre d'affaires) a été élaboré en accord avec la direction. L'amortissement a été mis au même niveau que le capex. Ceci correspond à l'hypothèse de maintenir la substance à long terme (immobilisations constantes à long terme) et est cohérent à la déduction du taux de croissance éternel (croissance zéro en termes réels).

Le rapport du FRN au chiffre d'affaires en FY22F a été appliqué au chiffre d'affaires en FY22N. Nous avons appliqué un FRN de zéro pour les segments avec des valeurs négatives pour le FRN en FY22F.



### 3 Considération d'évaluation

#### Méthode cash-flow actualisé

#### CMPC I Considérations générales

- 1 Introduction
- 2 Profile
- 3 Considération d'évaluation**
- 4 Conclusion générale
- 5 Annexe

#### Coûts du capital

La pratique d'évaluation connaît plusieurs méthodes pour déterminer les coûts du capital d'une entreprise. Le concept du CMPC est une méthode reconnue et établie pour la détermination du taux d'intérêt de capitalisation pour l'évaluation d'entreprises avec la méthode CFA (approche entité). Le CMPC décrit l'exigence de rendement pondéré des bailleurs de fonds propres et de fonds empruntés. Les coûts de fonds propres se calculent avec le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF).

#### CMPC des segments d'AEVIS

Comme décrit auparavant, l'évaluation CFA est effectuée au niveau des segments qui sont additionnés dans le contexte d'une évaluation 'sum of the parts' dans une valeur totale d'AEVIS.

Nous constatons des différences non négligeables dans le profil risque/rendement des différents segments. Nous pensons qu'il existe des différences importantes concernant les risques sous-jacents des cash-flows, entre les segments 'hospitalier' et 'hôtellerie', qui gèrent les opérations des hôpitaux et des hôtels, mais également entre l'OpCo et le segment 'biens immobiliers', qui regroupe les biens immobiliers (PropCo).

Pour tenir compte de ces différences, nous avons calculé un CMPC pour chaque segment. Nous avons établi un groupe d'entreprises comparables pour chaque segment pour calculer le facteur bêta et la structure de capital cible.

Pour le cash-flow au niveau d'AEVIS (surtout les frais généraux et les frais de gestion) et le segment 'autres', nous avons renoncé à une détermination d'un propre groupe comparable et le CMPC du segment 'hospitalier' a été appliqué (hormis le taux d'imposition spécifique au secteur). Étant donné que le secteur hospitalier contribue à la majorité du chiffre d'affaires d'AEVIS (77% du chiffre d'affaires total en FY15A), nous pensons que la majorité des dépenses, au niveau de la holding, sont attribuables au segment 'hospitalier'. Le segment 'autres' regroupe dans l'ensemble essentiellement des entreprises qui offrent des services dans le secteur de la santé. Le cash-flow prévu pour ce segment est négligeable dans le concept global.

Pour l'évaluation des participations aux bénéficiaires (bénéfice net) des intérêts minoritaires dans les segments respectifs, les coûts de fonds propres, calculés lors du calcul du CMPC, ont été appliqués pour l'actualisation.

#### Prime de risque par segment

En général, le CMPC (hormis la prime de taille) ne devrait contenir que le risque systématique de l'objet d'évaluation. Le risque non systématique ne devrait pas être inclus dans la planification des flux de trésorerie.

En analysant la situation et en se basant sur les entretiens avec la direction, nous concluons que l'évaluation CFA des données de la planification ne reflète pas le risque opératif dans son entièreté. Ce rapport a mentionné la stratégie 'buy and build' d'AEVIS auparavant. La majorité des hôpitaux, mais aussi des hôtels, se trouvent encore dans la phase de restructuration, c.-à.-d. au début de la phase d'intégration et de réorganisation pendant laquelle des potentiels de croissance et d'amélioration de la profitabilité devraient se réaliser. Quoique la direction a déjà implémenté la stratégie avec succès dans plusieurs hôpitaux, des risques de réussite et des risques de ne pas respecter le calendrier existent.

De plus, il faut noter qu'il n'était pas possible d'établir des groupes comparables qui ne représentent que l'opérationnel des hôpitaux ou des hôtels. Quelques entreprises du groupe comparable détiennent aussi des biens immobiliers. En général, il faut considérer le risque systématique inférieur de ces entités.

Par conséquent, nous avons décidé d'intégrer une prime de risque dans les coûts de fonds propres par segment, pour bien représenter ces risques existant dans l'évaluation.

Un aperçu des calculs CMPC ainsi que la description des paramètres spécifiques est présenté sur la page suivante. Pour plus d'informations sur les groupes d'entreprises comparables, veuillez consulter l'annexe.



### 3 Considération d'évaluation

#### Méthode cash-flow actualisé

#### CMPC I Calcul des coûts du capital par segment

1 Introduction

2 Profil

**3 Considération d'évaluation**

4 Conclusion générale

5 Annexe

**1** Rendement nominal attendu sur les investissements sans risque sur une moyenne historique de 5 ans du rendement d'une obligation d'Etat suisse de 10 ans.

**3** Le bêta reflète le risque systématique d'une action et peut être observé sur les marchés des capitaux. Un unlevering selon la structure observée du capital produit le bêta de l'actif. Un unlevering ajuste les effets des différentes structures du capital. Le bêta de l'actif ajusté (ajustement selon Blume) a été obtenu à partir de la valeur médiane du groupe comparable.

**5** Des études empiriques indiquent que les plus petites entreprises réalisent des rendements plus élevés que les entreprises plus grandes. Ces rendements plus élevés ne peuvent pas être expliqués par le MEDAF et s'accompagnent de risques plus élevés, pour lesquels le marché demande une compensation. La prime de taille correspond au low cap de 2016 Valuation Handbook Duff & Phelps.

#### AEVIS CMPC par segment

CMPC	Référence	Hôpital	Hôtel	Biens immobiliers	Autres
Taux d'intérêt de base / sans risque	1	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
Prime de risque du marché	2	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Bêta ajusté unlevered	3	0.355	0.834	0.286	0.355
Bêta ajusté relevered	4	0.475	1.021	0.501	0.475
Prime de taille	5	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
Prime de risque spécifique du segment		3.0%	3.0%	2.0%	3.0%
<b>Coûts des fonds propres</b>		<b>7.9%</b>	<b>11.2%</b>	<b>7.1%</b>	<b>7.9%</b>
Taux d'intérêt de base / sans risque	1	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
Écart de crédit	6	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
<b>Coût de la dette</b>		<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.9%</b>
Proportion des fonds propres	7	74.6%	81.7%	57.1%	74.6%
Proportion de la dette	7	25.4%	18.3%	42.9%	25.4%
Taux d'imposition	8	21.0%	20.0%	21.3%	31.5%
<b>CMPC</b>		<b>6.3%</b>	<b>9.4%</b>	<b>4.7%</b>	<b>6.2%</b>

Source : Capital IQ, AEVIS, EY  
Date d'évaluation : 23 janvier 2017

**2** La prime de risque du marché (PRM) estime la différence entre le rendement sur le marché boursier et le taux sans risque. La PRM moyenne de 6% est basée sur des études de marché.

**4** Le bêta des fonds propres est obtenu par un relevering du bêta de l'actif selon la structure du capital cible de chaque segment. Le relevering est effectué selon la méthode Practitioner.

**6** L'écart de crédit est conforme aux Barclays Europe Aggregate Index - BBB.

**7** La ratio d'endettement couvre la proportion médiane de la dette (fonds propres) du groupe comparable. Il sert à obtenir la pondération du coût de la dette (fonds propres) dans le calcul du CMPC.

**8** Le taux d'imposition est déterminé par la direction. Le taux d'imposition est appliqué pour calculer l'économie fiscale due aux financements externes.



### 3 Considération d'évaluation

#### Méthode cash-flow actualisé

#### Hypothèses d'évaluation supplémentaires

1	Introduction
2	Profile
3	<b>Considération d'évaluation</b>
4	Conclusion générale
5	Annexe

#### Transition valeur d'entreprise / valeur des fonds propres

Afin de déterminer la valeur des fonds propres d'AEVIS de la somme des valeurs des segments opératifs, la dette nette ainsi que les actifs-/passifs hors exploitation potentiels au niveau du groupe doivent être considérés.

#### Dette nette

Le bilan consolidé FY16F présente des dettes de CHF 1,043.2m. Le poste consiste essentiellement d'obligations dues, dette hypothécaire et d'autres dettes financières.

Selon la direction, il n'existe pas de liquidités hors exploitation.

#### Actifs-/passifs hors exploitation

Pour les fins de l'évaluation, des actifs-/passifs hors exploitation de CHF 125.4m ont été additionnés à la valeur opérationnelle de l'entreprise.

Les positions suivantes sont incluses dans ce montant :

- ▶ **Titres** : Le poste regroupe un portefeuille d'obligations et doit être classifié hors exploitation selon la direction.
- ▶ **Flux de trésorerie des options collaborateurs** : Afin de réaliser l'évaluation, nous avons augmenté le nombre d'actions à considérer par le nombre d'options réalisables. Par conséquent, les flux de trésorerie qui résultent de l'exercice des options (nombre d'actions x prix d'exercice) ont été additionnés à la valeur opérationnelle de l'entreprise comme actifs hors exploitation.

- ▶ **Actifs financiers** : En général, le poste actifs financiers est considéré comme actif hors exploitation et est assumé à la valeur comptable. Des corrections ont été appliquées uniquement dans les postes suivants :

1. La participation de 11.99% en LifeWatch n'a pas été assumée à valeur comptable mais à valeur marchande au prix de l'action de CHF 9.95 dès le 23 janvier 2017.
2. Des reports de pertes fiscales existants sont qualifiés comme étant non-actualisés aux impôts différés actifs. En considérant la durée d'utilisation restante et le niveau pour lequel le report de pertes peut être pris en compte, nous avons calculé la valeur et pris en compte celle-ci au lieu de la valeur comptable.

- ▶ **Provisions à court et long terme** : Ces postes font référence à des cas juridiques pendants, pour lesquels la sortie de fonds est adéquatement représentée selon la direction.

- ▶ **Valeur de terrains** : AEVIS possède un terrain pour lequel un développement est prévu. La planification jeune ne permet pas de reconnaître un cash-flow dans le business plan. Par conséquent, la valeur du terrain est additionnée séparément à la valeur de l'entreprise.

#### Valeur des intérêts minoritaires

Pour calculer la valeur des intérêts minoritaires de CHF 122.4m, le bénéfice attribuable prévu pour les intérêts minoritaires, selon la direction, a été calculé au niveau des segments à partir de la méthode équité et a été déduit de la valeur des fonds propres d'AEVIS (100%).



### 3 Considération d'évaluation

#### Méthode cash-flow actualisé

#### Détermination de la valeur et analyse de sensibilité

1	Introduction
2	Profile
<b>3</b>	<b>Considération d'évaluation</b>
4	Conclusion générale
5	Annexe

#### Évaluation d'AEVIS (CFA, sum of the parts)

Devise : CHF 000	
Valeur période de planification actualisée	488,502
Valeur terminale actualisée	1,695,742
<b>Valeur opérationnelle de l'entreprise</b>	<b>2,184,244</b>
Actifs nets hors exploitation	125,362
<b>Valeur de l'entreprise</b>	<b>2,309,606</b>
Dettes nettes	(1,043,244)
<b>Valeur des fonds propres (100%)</b>	<b>1,266,361</b>
Intérêts minoritaires	(122,354)
<b>Valeur des fonds propres (après intérêts minoritaires)</b>	<b>1,144,007</b>
Nombre d'actions	16,014,344
<b>Valeur par action (CHF)</b>	<b>71.4</b>

Source : AEVIS, EY

#### Résultat de la méthode CFA

Le tableau ci-contre présente le résultat de l'évaluation d'AEVIS à l'aide de la méthode CFA.

Basé sur les hypothèses sous-jacentes décrites, les informations de la direction, ainsi que nos propres analyses et en utilisant la méthode CFA, nous avons déterminé une valeur (valeur des fonds propres) de CHF 1,144.0m dès le 23 janvier 2017 pour AEVIS. Considérant le nombre d'actions en circulation, nous avons eu un résultat de CHF 71.4 par action.

#### Analyse de sensibilité

Pour un étaiement plus large de nos résultats de la méthode CFA, nous avons réalisé une analyse de sensibilité en relation de la valeur par action d'AEVIS. L'analyse présente la sensibilité de la valeur de l'action par rapport au changement d'hypothèses fondamentales de l'évaluation.

Un changement de +/-0.1% du CMPC ainsi qu'un changement de la marge EBITDA durable dans la VT (ceteris paribus) résultent en une fourchette de valeurs allant de CHF 68.2 à CHF 74.8 pour la valeur d'une action AEVIS. Le tableau ci-contre présente les résultats de l'analyse de sensibilité.

#### Sensibilité : CMPC / VT marge EBITDA

Changement VT marge EBITDA en %	Changement CMPC en %						
	(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

Source : EY

#### Conclusion

En appliquant la méthode CFA nous avons déterminé une estimation ponctuelle de CHF 71.4 et une fourchette de valeurs de CHF 68.2 à CHF 74.8 par action AEVIS.



## 3 Considération d'évaluation

### Approche de multiples

1	Introduction
2	Profile
<b>3</b>	<b>Considération d'évaluation</b>
4	Conclusion générale
5	Annexe

### Multiples de marché

Devise : CHF 000	EBITDA FY17F
EBITDA AEVIS	114,592
Multiple	16.6x
<b>Valeur Multiple</b>	<b>1,906,411</b>
Liquidités	14,133
Actifs hors exploitation	125,362
<b>Valeur de l'entreprise</b>	<b>2,045,906</b>
Dette	(1,043,244)
Intérêts minoritaires	(122,354)
<b>Valeur des fonds propres</b>	<b>880,307</b>
Nombre d'actions	16,014,344
<b>Valeur par action (CHF)</b>	<b>55.0</b>

Source : Capital IQ, AEVIS, EY

### Conclusion

À l'aide de l'approche des multiples nous avons déterminé une valeur par action de CHF 55.0 pour AEVIS. Comme l'EBITDA sous-jacent est une grandeur de référence non durable, le résultat n'est pas très pertinent pour un contrôle de plausibilité de la valeur CFA.

### Approche de multiples

Nous avons effectué une approche de multiples (multiples de marché et de transaction) afin de contrôler/vérifier la plausibilité de notre calcul de valeur par action AEVIS avec la méthode CFA. L'approche de multiples est une méthode d'évaluation relative souvent utilisée en pratique à des fins de comparaison. L'approche de multiples est appliquée aux données financières consolidées d'AEVIS.

L'objectif de la méthode est de déterminer la valeur de l'entreprise par application de multiples aux grandeurs de performance de l'entreprise. Ces multiples sont basés sur des entreprises comparables cotées en bourse ou sur des transactions récentes dans le secteur.

### Multiples de marché

Nous avons déterminé les multiples à l'aide des groupes comparables spécifiques aux segments qui ont déjà été utilisés pour la détermination des coûts du capital. Les multiples issues de chaque segment ont été pondérés proportionnellement à l'EBITDA pour déterminer un multiple qui peut être utilisé sur les données financières consolidées d'AEVIS. Pour plus d'informations concernant les groupes d'entreprises comparables utilisés pour l'élaboration des multiples veuillez consulter l'annexe.

Notre analyse se base sur l'EBITDA comme grandeur de référence. L'utilisation de multiples EBITDA est répandue et respectée dans la pratique d'évaluation. En général, il existe des multiples orientés vers le passé et vers le futur. Néanmoins, l'application de multiples orientés vers le futur est accompagnée de plus d'incertitude (fondé sur des estimations). Ainsi, dans notre analyse, nous avons préféré utiliser FY17F.

Nous pensons que l'EBITDA FY16F d'AEVIS n'est pas une valeur de référence représentative ou durable. Le segment 'hospitalier' détient, à cause des acquisitions du passé, divers hôpitaux qui sont encore dans une phase de restructuration. Une application des multiples sur ces grandeurs de référence non durables produit des résultats d'évaluation non fiables, car le potentiel de croissance et de profitabilité à moyen terme n'est pas considéré dans ces valeurs. Par conséquent, FY16F mais aussi FY17F ne sont ni représentatifs ni durables à nos yeux, bien que FY17F enregistre déjà une amélioration de la marge EBITDA. Ainsi, la pertinence des résultats basés sur l'approche de multiples avec l'EBITDA FY17F d'AEVIS est limitée.

### Multiples de transaction

Comme pour les multiples de marché précédents, l'application de multiples de transaction ne fournit pas de résultats plausibles. Le multiple de transaction est déduit de transactions achevées dans le passé et ne peut ainsi être appliqué uniquement sur une grandeur de référence actuelle (c.-à.-d. FY16F). Un aperçu des transactions analysées peut être trouvé dans l'annexe.

# 4

## Conclusion générale

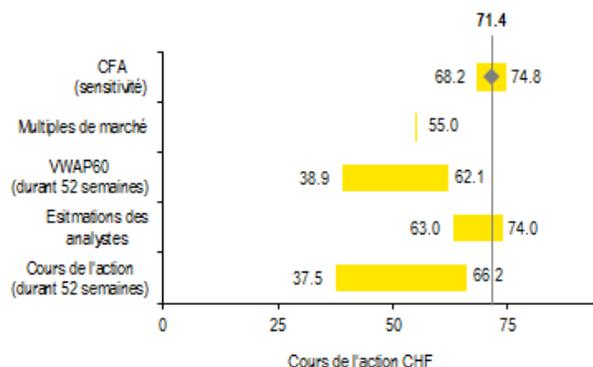
Dans cette section	Page
Détermination du prix minimum	32

## 4 Conclusion générale

### Détermination du prix minimum

- 1 Introduction
- 2 Profile
- 3 Considération d'évaluation
- 4 Conclusion générale**
- 5 Annexe

#### Aperçu des résultats de l'évaluation



Source : EY

#### Conclusion

EY a établi une fourchette de valeurs de CHF 68.2 à CHF 74.8 pour une action AEVIS.

#### Conclusion

Le graphique ci-contre présente les résultats de nos analyses par action nominative.

En appliquant la méthode CFA, classée comme méthode première d'évaluation, nous parvenons à une estimation ponctuelle de CHF 71.4 et une fourchette de valeurs de CHF 68.2 à CHF 74.8 par action AEVIS. La méthode CFA est basée sur l'hypothèse de la continuité de l'exploitation et permet de considérer des facteurs spécifiques à l'entreprise, car les données financières sont modelées en détail.

La fourchette de valeurs CFA se situe dans la fourchette des estimations des analystes.

Le graphique ci-contre présente, en plus de nos résultats d'évaluation, un cours moyen pondéré selon le volume (VWAP60), qui est égal à CHF 62.1 depuis le 23 janvier 2017. À cause du manque de liquidité de ce titre, la pertinence de cette valeur est limitée.

L'application de l'approche de multiples donne une valeur d'une action AEVIS de CHF 55.0. L'approche de multiples est fondée sur l'EBITDA FY17F prévu, qui n'est pas une grandeur de référence durable à cause des raisons décrites. Par conséquent, les résultats de l'approche des multiples sont d'une pertinence faible et ne sont pas idéalement adaptés pour servir de contrôle de plausibilité.

Basée sur les méthodes d'évaluation appliquées et les réflexions préalables nous nous appuyons sur le résultat de la méthode CFA comme facteur de détermination de valeur et parvenons ainsi à une fourchette de valeurs de CHF 68.2 à CHF 74.8 par action AEVIS.

Le rapport d'évaluation a été établi le 6 février 2017.

Ernst & Young SA

Louis Siegrist  
Partner

Matthias Opper mann, CFA  
Senior Manager

# 5

## Annexe

Dans cette section	Page
Annexe A : Définitions et abréviations	34
Annexe B : Bêta et structure du capital – segment hospitalier	36
Annexe B : Bêta et structure du capital – segment de l'hôtellerie	37
Annexe B : Bêta et structure du capital – segment biens immobiliers	38
Annexe C : Multiples de marché – segment hospitalier	39
Annexe C : Multiples de marché – segment de l'hôtellerie	40
Annexe C : Multiples de marché – segment bien immobiliers	41
Annexe D : Multiples de transactions – segment hospitalier	42
Annexe D : Multiples de transactions – segment de l'hôtellerie	43



## 5 Annexe

### Annexe A : Définitions et abréviations

1	Introduction
2	Profile
3	Considération d'évaluation
4	Conclusion générale
<b>5</b>	<b>Annexe</b>

<b>AEVIS</b>	AEVIS VICTORIA SA
<b>AG</b>	Société anonyme (allemand. Aktiengesellschaft)
<b>Adj.</b>	Ajusté
<b>CAGR</b>	Croissance annuelle (anglais. compound annual growth rate)
<b>Capex</b>	Dépenses en capital (anglais. capital expenditures)
<b>CAPM</b>	Capital Asset Pricing Model
<b>CFA</b>	Cash-flow actualisé (anglais. discounted cashflow)
<b>CHF</b>	Franc Suisse
<b>CHFm</b>	Millions Francs Suisse
<b>CMPC</b>	Coût moyen pondéré du capital (anglais. weighted average cost of capital)
<b>EBIT</b>	Bénéfice avant intérêts et impôts (anglais. earnings before interest and taxes)
<b>EBITDA</b>	Bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements (anglais. earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)
<b>EBITDAR</b>	Bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciations amortissements, restructuration et loyers (anglais. earnings before interest, taxes, depreciation, amortization, restructuring and rent costs)
<b>EUR</b>	Euro
<b>EY</b>	Ernst & Young SA, Suisse
<b>FDT</b>	Flux de trésorerie (anglais. free cashflow)
<b>FYXXA / FYXXB / FYXXF</b>	Exercice commercial 20XX réalisé / budgeté / projeté
<b>FYXXN</b>	Exercice commercial 20XX normalisé
<b>FRN</b>	Fonds de roulement net (anglais. net working capital)
<b>FTE</b>	Employés à plein temps (anglais. full time equivalent)
<b>HY16A</b>	Rapport semestriel 2016
<b>IC</b>	Interne dans l'entreprise (anglais. Intercompany)
<b>LifeWatch</b>	LifeWatch AG



## 5 Annexe

### Annexe A : Définitions et abréviations

1	Introduction
2	Profile
3	Considération d'évaluation
4	Conclusion générale

**5 Annexe**

<b>KPI</b>	Key Performance Indicator
<b>MEDAF</b>	Modèle d'évaluation des actifs financiers (angl. CAPM)
<b>Medgate</b>	Medgate Holding AG
<b>n/a</b>	Pas applicable (angl. non applicable)
<b>NOPAT</b>	Bénéfice net avant intérêts après impôts (angl. Net operating profit after taxes)
<b>OPA</b>	Commission des offres publiques d'achat (alem. Übernahmekommission)
<b>OpCo</b>	Entreprises avec des opérations (angl. operating company)
<b>PropCo</b>	Entreprise de biens immobiliers (angl. property company)
<b>SIX</b>	Bourse suisse SIX Swiss Exchange
<b>SA</b>	Société anonyme
<b>SAS</b>	Société par actions simplifiée
<b>SHP</b>	Swiss Healthcare Properties AG
<b>SHP II</b>	Swiss Hospitality Properties AG
<b>SMN</b>	Swiss Medical Network SA
<b>Swiss GAAP FER</b>	Normes comptables suisses
<b>VJC</b>	Victoria-Jungfrau Collection AG
<b>VT</b>	Valeur terminale
<b>VWAP</b>	Cours moyen pondéré par le volume (engl. Volume-weighted average price)



## 5 Annexe

### Annexe B : Bêta et structure du capital – segment hospitalier

1	Introduction
2	Profile
3	Considération d'évaluation
4	Conclusion générale
<b>5</b>	<b>Annexe</b>

#### Bêta et structure du capital cible – segment hospitalier

Entreprise	Ticker	Pays	Devise	Date pub.	Capitalisation boursière	Intérêts minoritaires	Dettes	Dettes totale / capital total	Bêta ajusté	Bêta Unlevered
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
<b>Min</b>								<b>0.82%</b>	<b>0.358</b>	<b>0.319</b>
<b>Max</b>								<b>54.86%</b>	<b>0.776</b>	<b>0.550</b>
<b>Moyenne</b>								<b>31.71%</b>	<b>0.592</b>	<b>0.385</b>
<b>Médiane</b>								<b>25.41%</b>	<b>0.633</b>	<b>0.355</b>

Source : Capital IQ dès 23 janvier 2017; toutes les valeurs en millions

#### Description courte des entreprises comparables

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

Source : Capital IQ



## 5 Annexe

### Annexe B : Bêta et structure du capital – segment de l'hôtellerie

1	Introduction
2	Profile
3	Considération d'évaluation
4	Conclusion générale
<b>5</b>	<b>Annexe</b>

#### Bêta et structure du capital cible – segment de l'hôtellerie

Entreprise	Ticker	Pays	Devise	Date pub.	Capitalisation boursière	Intérêts minoritaires	Dettes	Dettes totale / capital total	Bêta ajusté	Bêta Unlevered
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
<b>Min</b>								<b>0.00%</b>	<b>0.475</b>	<b>0.428</b>
<b>Max</b>								<b>38.87%</b>	<b>1.263</b>	<b>1.149</b>
<b>Moyenne</b>								<b>18.38%</b>	<b>0.991</b>	<b>0.804</b>
<b>Médiane</b>								<b>18.29%</b>	<b>1.149</b>	<b>0.834</b>

Source : Capital IQ dès 23 janvier 2017; toutes les valeurs en millions

#### Description courte des entreprises comparables

**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 Annexe

### Annexe B : Bêta et structure du capital – segment biens immobiliers

1	Introduction
2	Profile
3	Considération d'évaluation
4	Conclusion générale
<b>5</b>	<b>Annexe</b>

#### Bêta et structure du capital cible – segment biens immobiliers

Entreprise	Ticker	Pays	Devise	Date pub.	Capitalisation boursière	Intérêts minoritaires	Dettes	Dettes totale / capital total	Bêta ajusté	Bêta Unlevered
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
<b>Min</b>								<b>29.73%</b>	<b>0.297</b>	<b>0.111</b>
<b>Max</b>								<b>76.85%</b>	<b>0.598</b>	<b>0.335</b>
<b>Moyenne</b>								<b>45.97%</b>	<b>0.481</b>	<b>0.258</b>
<b>Médiane</b>								<b>42.94%</b>	<b>0.501</b>	<b>0.286</b>

Source : Capital IQ dès 23 janvier 2017; toutes les valeurs en millions

#### Description courte des entreprises comparables

**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.

Source : Capital IQ



## 5 Annexe

### Annexe C : Multiples de marché – segment hospitalier

- 1 Introduction
- 2 Profile
- 3 Considération d'évaluation
- 4 Conclusion générale

**5 Annexe**

#### Multiples de marché – segment hospitalier

Entreprise	Ticker	Pays	Devise	Capitalisation boursière	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
<b>Min</b>						<b>8.7x</b>		<b>9.3x</b>
<b>Max</b>						<b>20.8x</b>		<b>15.4x</b>
<b>Moyenne</b>						<b>13.6x</b>		<b>12.1x</b>
<b>Médiane</b>						<b>12.9x</b>		<b>12.1x</b>

Source : Capital IQ dès 23 janvier 2017; toutes les valeurs en millions



## 5 Annexe

### Annexe C : Multiples de marché – segment de l'hôtellerie

- 1 Introduction
- 2 Profile
- 3 Considération d'évaluation
- 4 Conclusion générale

**5 Annexe**

#### Multiples de marché – segment de l'hôtellerie

Entreprise	Ticker	Pays	Devise	Capitalisation boursière	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
<b>Min</b>						<b>8.3x</b>		<b>5.4x</b>
<b>Max</b>						<b>18.9x</b>		<b>15.6x</b>
<b>Moyenne</b>						<b>12.9x</b>		<b>11.1x</b>
<b>Médiane</b>						<b>12.6x</b>		<b>11.4x</b>

Source : Capital IQ dès 23 janvier 2017; toutes les valeurs en millions



## 5 Annexe

### Annexe C : Multiples de marché – segment bien immobiliers

- 1 Introduction
- 2 Profile
- 3 Considération d'évaluation
- 4 Conclusion générale

**5 Annexe**

#### Multiples de marché – segment biens immobiliers

Entreprise	Ticker	Pays	Devise	Capitalisation boursière	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
<b>Min</b>						<b>17.5x</b>		<b>18.6x</b>
<b>Max</b>						<b>25.7x</b>		<b>25.7x</b>
<b>Moyenne</b>						<b>21.4x</b>		<b>22.2x</b>
<b>Médiane</b>						<b>21.1x</b>		<b>22.3x</b>

Source : Capital IQ dès 23 janvier 2017; toutes les valeurs en millions



## 5 Annexe

### Annexe D : Multiples de transaction – segment hospitalier

- 1 Introduction
- 2 Profile
- 3 Considération d'évaluation
- 4 Conclusion générale

**5 Annexe**

#### Transactions comparables – segment hospitalier

Date pub.	Entreprise cible	Pays de l'entreprise cible	Acheteur	Valeur implicite (CHFmm, cours hist.)	Valeur implicite / 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	Cygnat 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
<b>Min</b>					<b>7.1x</b>
<b>Max</b>					<b>36.9x</b>
<b>Moyenne</b>					<b>11.8x</b>
<b>Médiane</b>					<b>9.3x</b>

Source : Capital IQ



## 5 Annexe

### Annexe D : Multiples de transaction – segment hospitalier

- 1 Introduction
- 2 Profile
- 3 Considération d'évaluation
- 4 Conclusion générale

**5 Annexe**

#### Transactions comparables – Description courte des entreprises cibles

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

Source : Capital IQ



## 5 Annexe

### Annexe D : Multiples de transaction – segment de l'hôtellerie

- 1 Introduction
- 2 Profile
- 3 Considération d'évaluation
- 4 Conclusion générale

**5 Annexe**

#### Transactions comparables – segment de l'hôtellerie

Date pub.	Entreprise cible	Pays de l'entreprise cible	Acheteur	Valeur implicite (CHFmm, cours hist.)	Valeur implicite / 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
<b>Min</b>					<b>3.7x</b>
<b>Max</b>					<b>50.0x</b>
<b>Moyenne</b>					<b>19.4x</b>
<b>Médiane</b>					<b>13.2x</b>

Source : Capital IQ, EY



## 5 Annexe

### Annexe D : Multiples de transaction – segment de l'hôtellerie

- 1 Introduction
- 2 Profile
- 3 Considération d'évaluation
- 4 Conclusion générale
- 5 Annexe**

#### Transactions comparables – description courte des entreprises cibles

**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.

Source : 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](http://ey.com).

© 2017 Ernst & Young SA.  
All Rights Reserved.