

Attestation d'équité

Relative à l'Offre Publique d'Echange et en Espèces de
Cardiac Monitoring Holding Company, LLC,
Malvern, Pennsylvanie, Etats-Unis d'Amérique,
(siège social: Wilmington, Delaware, Etats-Unis),
portant sur toutes les actions nominatives en mains du
public de

Life Watch SA, Zoug („Life Watch“)
21 avril 2017

Table des matières

Table des matières	1
Tableaux & Graphiques	1
Glossaire & Abréviations	1
1. Introduction	3
2. Aperçu de LifeWatch	8
2.1. Le Groupe LifeWatch – Évolution historique et commerciale	8
2.2. Le modèle LifeWatch en lien avec le Core Business américain	9
2.3. Problématiques juridiques aux États-Unis	10
2.4. Perspectives, compétitivité et plans stratégiques	11
2.5. Données financières historiques	13
2.6. Aperçu du marché	15
2.7. Concurrents principaux et environnement concurrentiel	16
3. Considérations liées à l'évaluation	17
3.1. Introduction	17
3.2. Valeur d'entreprise	18
3.3. Hypothèses du business plan	19
3.4. Analyse de la méthode du Discounted Cash Flow ("DCF")	24
3.5. Calcul de la valeur résultante	26
3.6. Evaluation à l'aide de sociétés cotées comparables ("CompCo")	29
3.7. Evaluation fondée sur des transactions comparables ("Compac")	33
3.8. Analyse des primes payées sur le marché suisse de capitaux ("analyse de primes")	35
3.9. Développement du cours et du volume d'échange des actions de BioTelemetry Inc	36
4. Résultat de l'attestation d'équité	40

Tableaux & Graphiques

Tableau 1: Structure de l'entreprise	4
Tableau 2: Comptes de pertes et profits consolidés 2014 – 2016	13
Tableau 3: Bilan consolidé 2014 – 2016	14
Tableau 4: Coût moyen pondéré du capital ("CMPC").....	26
Tableau 5: Calcul de la valeur par action LifeWatch	27
Tableau 6: Analyse de sensibilité.....	28
Tableau 7: Sociétés comparables	30
Tableau 8: Multiplicateurs EBITDA des sociétés comparables.....	31
Tableau 9: Calcul de la fourchette de valeur par action LifeWatch.....	32
Tableau 10: Comparaison de la croissance annuelle des revenus, des marges EBITDA et EBIT	33
Tableau 11: Aperçu des transactions sélectionnées.....	34
Tableau 12: Calcul de la fourchette de valeur par action LifeWatch	35
Tableau 13: BioTelemetry développement du cours de l'action (12 derniers mois).....	37
Tableau 14: Calcul de la liquidité.....	37
Tableau 15: Actionnaires importants de BioTelemetry Inc.....	38
Tableau 16: Recommandations des Analystes financiers.....	39
Tableau 17: Résumé des différentes évaluations	40

Glossaire & Abréviations

Aevis	AEVIS VICTORIA SA, Fribourg, Suisse
BioTelemetry	BioTelemetry Inc. (Nasdaq: BEAT) avec son bureau principal à Malvern, PA (USA)
CMPV	Cours moyen pondéré du volume des actions ("volume-weighted average price")
CMPC	Coût moyen pondéré du capital ("weighted average cost of capital")
Coopération avec GE	Futures activités fondées sur une relation stratégique planifiée avec GE Medical Systems Information Technologies, Inc. En date de la présente attestation d'équité, la base légale de la coopération demeure une lettre d'intentions, comme annoncée par communiqué de presse par la Société le 24 octobre 2016. La direction de LifeWatch s'attend à ce que la coopération puisse débiter au troisième et quatrième trimestre 2017
COPA	Commission suisse des offres publiques d'acquisition
CompCo	l'analyse de sociétés comparables
Compac	l'analyse de transactions comparables
Core Business américain	Les activités commerciales de LifeWatch aux Etats-Unis actuellement exercées par des filiales de LifeWatch, en particulier LifeWatch Services, Inc., qui bénéficient notamment de prestations de management et de développement ainsi que d'autres prestations intragroupe fournies par LifeWatch SA et ses filiales israéliennes et macédoniennes
CRP	prime de risque par pays ("Country Risk Premium")
DCF	Le flux de trésorerie disponible ("discounted free cash flow")
EBIT	Résultat d'exploitation avant intérêts et impôts
EBITDA	Résultat d'exploitation avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement
ECG	Electrocardiogramme, rapport par électrographie; représentation de la somme de l'activité électrique des fibres musculaires du cœur via l'apposition d'électrode sur la peau
EMR	Dossier médical électronique
EQV	Valeur des fonds propres
Holter	Appareil portable permettant la surveillance continue pendant au moins 24 heures des variations de l'activité électrique des fibres musculaires du cœur (ECG à long terme). Le moniteur Holter a été initialement développé par les physiciens expérimentaux Norman J. Holter et Bill Glasscock
IDTF	Centre de tests de diagnostic indépendant
Joint-Venture	Life Watch Turkey Holding SA, Zoug, Suisse
JV turque	LifeWatch Saglik Hizmetleri A.S., Ankara, Turquie
La Société	LifeWatch SA, Zoug, Suisse
Le Groupe	LifeWatch SA, Zoug, Suisse, et ses filiales
LifeWatch	LifeWatch SA, Zoug, Suisse
LTM	Douze derniers mois ("Last Twelve Months")
MCT	Télémétrie cardiaque mobile ("Mobile Cardiac Telemetry")

MCT 3-lead	Dispositif MCT de LifeWatch, qui enregistre le rythme cardiaque jusqu'à 30 jours, avec ou sans Holter, et qui transmet automatiquement les événements cardiaques détectés aux centres de diagnostic de LifeWatch, via le réseau de données mobile
MCT 1-lead patch	Le nouveau système MCT développé par LifeWatch, et approuvé en 2016 par la FDA. Il s'agit d'un système ECG téléométrique à 1 canal basé sur l'utilisation, simplifiée, d'une technologie de patch hydrocolloïde
Mio.	Millions
Offre BioTelemetry	L'annonce préalable de l'Offre Publique d'Echange et en Espèce de BioTelemetry du 9 avril 2017, portant sur toutes les actions nominatives en mains du public de LifeWatch, qui comprend un Prix Principal de l'Offre ou, au choix de chaque actionnaire de LifeWatch, un Prix Alternatif de l'Offre
Prix Alternatif de l'Offre	0.2185 Actions Ordinaires BioTelemetry ainsi que CHF 8.00 en espèces pour chaque Action LifeWatch
Prix Principal de l'Offre	0.1457 Actions Ordinaires BioTelemetry ainsi que CHF 10.00 en espèces pour chaque Action LifeWatch
Raiffeisen	Raiffeisen Suisse société coopérative, Saint-Gall, Suisse
VE	Valeur d'entreprise

1. Introduction

1.1. Contexte

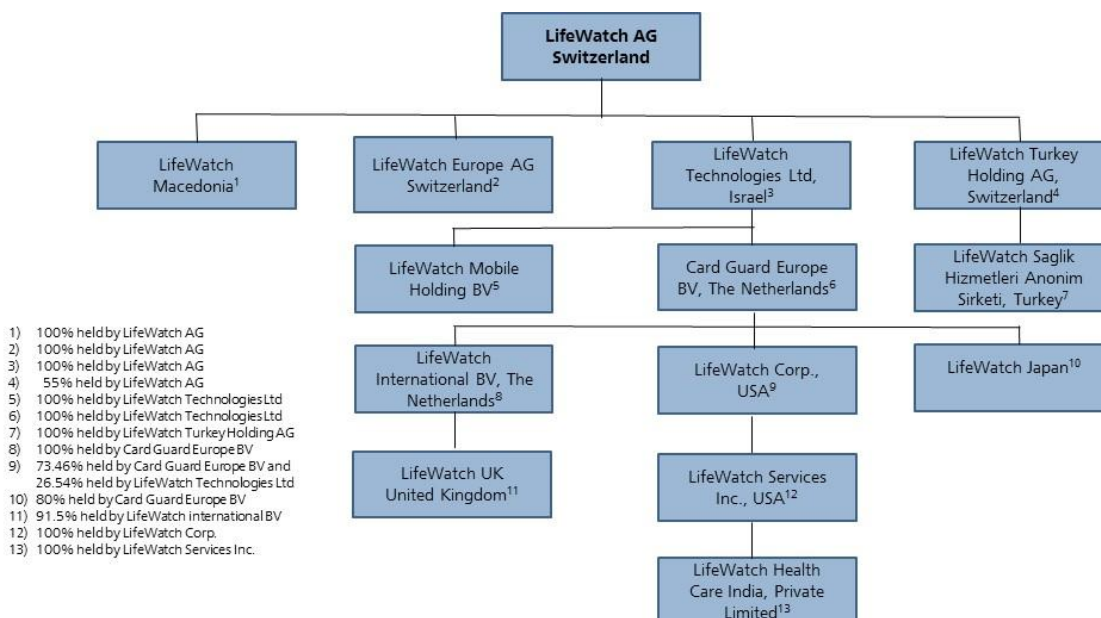
LifeWatch SA, Zoug ("LifeWatch" ou la "Société"), est une société publique cotée à la SIX Swiss Exchange. Sa capitalisation boursière s'élevait à environ CHF 180 Mio. au 23 janvier 2017. LifeWatch est active dans l'industrie des solutions dans le domaine de la santé, spécialisée dans les services de surveillance sans fil et de diagnostic de patients à distance. Les solutions de LifeWatch fournissent aux cardiologues et autres professionnels de la santé des informations de diagnostic essentielles pour déterminer le traitement approprié et ainsi améliorer la situation des patients.

Le Groupe LifeWatch (le "Groupe") est composé de LifeWatch et de ses filiales. La Société détient directement et à 100% des filiales en Israël (LifeWatch Technologies, Ltd., Rehovot), en Macédoine (LifeWatch MK Ltd, Skopje) et en Suisse (LifeWatch Europe SA, Neuhausen am Rheinfall). LifeWatch détient également une majorité (55%) de LifeWatch Turkey Holding Ltd., Zoug, laquelle détient 100% de LifeWatch Saglik Hizmetleri A.S. à Ankara.

Au cours de l'exercice 2016, LifeWatch Services Inc., une société enregistrée au Delaware, détenue indirectement par LifeWatch Technologies, Ltd. à Rehovot, était la principale unité commerciale du Groupe. L'année dernière, LifeWatch Services, dont l'établissement principal est situé à Rosemont, dans l'Illinois, a généré 100% du chiffre d'affaires du Groupe, soit USD 114.4 Mio. ainsi que toutes les recettes provenant de tiers. Les activités hors services aux patients ont été arrêtées en 2016 (le Groupe ayant enregistré un chiffre d'affaires négatif consolidé d'USD 0.6 Mio. dans ce secteur). LifeWatch Services est uniquement active aux États-Unis, ce qui démontre clairement l'importance du marché américain de la santé et des assurances maladie pour LifeWatch.

Les filiales du Groupe présentes en Suisse, Israël et en Macédoine fournissent uniquement des services intragroupes (p. ex. les fonctions de la direction, la recherche et le développement et les travaux de laboratoire). La filiale turque doit débiter ses opérations commerciales durant le courant des mois de mars/avril 2017. Les autres unités du Groupe sont soit non pertinentes ou dormantes (Royaume-Uni et Pays-Bas), soit en train de cesser leurs activités (Japon et Inde).

Tableau 1: Structure de l'entreprise



Source: Rapport annuel 2016

Le 24 janvier 2017, AEVIS VICTORIA SA, à Fribourg ("Aevis") a annoncé sa volonté de lancer une offre publique d'acquisition pour toutes les actions nominatives de LifeWatch détenues par le public. Lors de son annonce préalable à la Commission des offres publiques d'acquisition ("COPA"), Aevis a déclaré son intention d'offrir pour chaque action nominative de LifeWatch (dont la valeur nominale est de CHF 1.30) 0.1818 actions nominatives de Aevis (dont la valeur nominale est de CHF 5.00) ou, au choix des actionnaires de LifeWatch, un montant par action LifeWatch de CHF 10.00 payable en espèces. Aevis est également cotée à la SIX Swiss Exchange et majoritairement détenue par un groupe d'actionnaires composé de M. Antoine Hubert, Mme Géraldine Hubert-Reynard et M. Michel Reybier. Aevis est devenue un important actionnaire de LifeWatch à la suite d'une augmentation ordinaire du capital-actions à hauteur de 37% de 13'483'850 à 18'477'869 actions nominatives, laquelle a été inscrite au Registre du commerce du canton de Zoug le 13 juillet 2016. Lors de l'annonce préalable du 24 janvier 2017, Aevis a révélé qu'elle-même et ses actionnaires de référence détenaient 2'216'267 actions nominatives de LifeWatch, représentant 11.99% du capital-actions et des droits de votes y relatifs.

Selon le rapport annuel 2016 de la Société et à la date du 20 février 2017, les autres actionnaires importants sont Himalaya (Cayman Island) TMT Funds avec 15.26%, LB (Swiss) Investment SA avec 10.04% et M. Martin Eberhard avec 3.23% des droits de vote.

Le 1^{er} février 2017, LifeWatch a annoncé qu'elle allait solliciter des offres additionnelles. Le 20 février 2017, Aevis a publié le prospectus de son offre publique d'acquisition concernant LifeWatch.

Le 10 mars 2017, le comité indépendant du conseil d'administration de la Société, composé des quatre membres du conseil d'administration qui ne sont pas sujets à un conflit d'intérêts, a unanimement recommandé aux actionnaires de LifeWatch de rejeter l'offre de Aevis.

Le 9 avril, Cardiac Monitoring Holding Company, LLC, Malvern, Pennsylvanie, Etats-Unis d'Amérique (siège social: Wilmington, Delaware, Etats-Unis d'Amérique) une filiale de BioTelemetry, Inc. ("BioTelemetry") cotée au NASDAQ Stock Market LLC sous le symbole BEAT, a annoncé son intention de lancer une offre publique d'achat avec une composante en espèces et une composante en actions ("Offre BioTelemetry") vers le 18 avril 2017 pour toutes les actions nominatives en mains du public de LifeWatch. Le même jour, BioTelemetry a conclu un accord de transaction avec la Société. Le Comité du Conseil d'administration de la Société a convenu à l'unanimité, entre autres, de recommander l'acceptation de l'Offre BioTelemetry aux détenteurs des actions LifeWatch. BioTelemetry a l'intention d'offrir:

- 0.1457 Actions Ordinaires BioTelemetry ainsi que CHF 10.00 en espèces (le "Prix Principal de l'Offre") par chaque action LifeWatch, ou, au choix de chaque actionnaire de LifeWatch
- 0.2185 Actions Ordinaires BioTelemetry ainsi que CHF 8.00 en espèces (le "Prix Alternatif de l'Offre") par chaque action LifeWatch.

Entre autres conditions, l'Offre BioTelemetry est assujettie à un quota d'acceptation minimum de 67%, à savoir que BioTelemetry ne complètera pas l'offre s'il détient moins de 67% de toutes les actions à la fin de la période d'offre. De plus, BioTelemetry devrait avoir reçu de l'Autorité fiscale d'Israël une décision fiscale confirmant que le paiement de la contrepartie du Prix Principal de l'Offre ou du Prix Alternatif de l'Offre sera exempté de la retenue à la source israélienne à l'égard des actionnaires répondant à certaines conditions tel que spécifié dans l'Annonce préalable de BioTelemetry. BioTelemetry se réserve le droit de renoncer à ces conditions minimales d'acceptation et de décision fiscale. En outre, BioTelemetry aura également besoin de l'approbation pour émettre les actions Ordinaires BioTelemetry conformément à l'Offre BioTelemetry ainsi que leurs cotations au NASDAQ.

1.2. Mandat de Raiffeisen Suisse

LifeWatch a mandaté Raiffeisen Suisse société coopérative ("Raiffeisen") le 17 février 2017 afin de fournir une attestation d'équité évaluant l'adéquation financière de l'offre de Aevis ainsi que de toute autre offre que le conseil d'administration pourrait recevoir en relation avec le processus annoncé de solliciter des offres additionnelles ou toute offre révisée par Aevis ou une partie tierce.

En relation avec son mandat, Raiffeisen ne recevra aucune rémunération qui est liée à des déclarations contenues dans la présente attestation d'équité ou qui dépendrait de la réussite de l'offre actuelle (ou de toute autre offre future) ou du niveau du prix d'achat des actions. Raiffeisen est par conséquent indépendante dans son évaluation.

La présente attestation d'équité est uniquement destinée au comité indépendant du conseil d'administration de LifeWatch afin de lui permettre de préparer un rapport du comité du conseil d'administration conformément à l'ordonnance de la COPA sur les offres publiques d'acquisition. La présente attestation d'équité ne constitue pas une recommandation aux actionnaires publics de LifeWatch d'accepter ou de refuser les offres faites par Aevis ou BioTelemetry (ou respectivement la filiale à part entière de BioTelemetry, Cardiac Monitoring Holding Company, LLC). Le comité du conseil d'administration de LifeWatch donnera cependant son opinion sur les offres publiques d'acquisition dans son rapport adressé aux actionnaires de LifeWatch et il sera fait référence à la présente attestation d'équité. À cet effet, celle-ci peut être publiée en relation avec l'Offre BioTelemetry. Il peut également y être fait référence dans le prospectus de l'Offre BioTelemetry. L'utilisation de cette attestation d'équité à toute autre fin n'est pas autorisée.

La présente attestation d'équité n'est en aucun cas destinée à Aevis, BioTelemetry ou ses actionnaires et ne saurait être utilisée à des fins d'évaluation de la transaction du point de vue de Aevis, BioTelemetry ou ses actionnaires.

1.3. Bases de l'évaluation

Raiffeisen a fondé son évaluation sur les éléments suivants :

- les informations publiquement accessibles relatives à LifeWatch, considérées comme pertinentes aux fins de l'évaluation de la Société et de l'adéquation financière de l'Offre BioTelemetry. Cela inclut en particulier les rapports annuels 2012-2016, les rapports intermédiaires des 30 juin 2015 et 30 juin 2016 (non révisés), les communiqués de presse ad hoc et les présentations de la Société
- les rapports de recherche de Edison Investment Research Limited disponibles sur le site internet de la Société
- le dossier d'informations de LifeWatch, daté de février 2017
- la présentation de LifeWatch par la direction (projet final), datée de mars 2017
- le business plan et les états financiers (au format Excel) de la direction au 27 février 2017
- le rapport de consolidation, datée de décembre 2016 (au format Excel)
- les rapports mensuels au conseil d'administration, datés de décembre 2016 et janvier 2017
- les tableaux et calculs relatifs aux reports de pertes fiscales américaines et suisses ainsi que le détail des charges fiscales latentes datés de décembre 2016
- le bilan – uniquement pour la JV turque décembre 2016 – février 2017 et les bilans prévisionnels jusqu'en décembre 2017
- les investissements en capital selon le projet 2017-2021, pour le Core Business américain, la JV turque et la coopération avec GE
- Certains rapports de courtier et d'analyste sur BioTelemetry (jusqu'en février 2017) et des informations accessibles au public sur BioTelemetry

- Des résumés succincts limités aux rapports financiers, fiscaux et légaux, menés réciproquement, par les conseillers en due diligence de LifeWatch sur BioTelemetry.
- Duff & Phelps, International Valuation Handbook, Guide to Cost of Capital, John Wiley & Sons
- les données sur le marché des capitaux et données financières relatives à une sélection d'entreprises cotées (groupe de comparaison)
- les multiplicateurs relatifs à des opérations d'acquisition similaires
- les primes de contrôle payées lors d'acquisitions de sociétés cotées en Suisse
- les analyses actuelles et historiques des marchés financiers afin de déterminer les paramètres d'évaluation pertinents

Le 17 mars 2017, Raiffeisen s'est entretenue avec les CEO et CFO de la Société au sujet de la plausibilité d'informations publiques et non-publiques fournies à Raiffeisen, de la situation financière et des résultats économiques, de l'environnement du marché et de la situation concurrentielle, ainsi que du business plan, de certaines estimations et des facteurs de valeur utilisés. Nous avons également reçu divers documents relatifs à certaines questions. Le 20 mars 2017, des représentants de Raiffeisen ont assisté à la conférence de la Société à l'attention de la presse et des analystes.

Raiffeisen n'a visité aucun site ou installation de la Société autre que le siège social à Zoug. De plus, Raiffeisen n'a pas estimé ou évalué les actifs et passifs de LifeWatch et n'a pas mandaté de tiers pour réaliser une telle estimation ou évaluation.

Lors de l'élaboration de cette attestation d'équité, Raiffeisen est partie du principe que les informations financières et autres données relatives à LifeWatch étaient exactes et complètes et s'est fiée à ces informations sans cependant accepter de responsabilité liée à la vérification indépendante de ces informations. De plus, Raiffeisen s'est fiée aux assurances données par la direction de LifeWatch selon lesquelles elle n'a pas connaissance de faits ou de circonstances pouvant rendre les informations fournies incomplètes, inexactes ou manquantes.

Comme mentionné à la section 3.1. Introduction, les principaux facteurs influençant la valeur de l'entreprise ("value drivers") ont été évalués par Raiffeisen quant à leur plausibilité et leur consistance.

Les informations et critères contenus dans ce document sont fondés sur les conditions du marché, les données de la Société ainsi que l'environnement économique et financier existant au 24 mars 2017. Tout événement ultérieur peut avoir une influence sur les informations qui ont servi de base à cette analyse. Raiffeisen n'a pas l'obligation de mettre à jour, de vérifier ou de confirmer les informations contenues dans ce document.

La date d'évaluation de la présente attestation d'équité est le 24 mars 2017.

2. Aperçu de LifeWatch

2.1. Le Groupe LifeWatch – Évolution historique et commerciale

LifeWatch débute son histoire en Israël, où l'entreprise l'ayant précédée, Card Guard Scientific Survival Ltd., a été fondée en 1986 et a commencé ses activités en 1990. Après s'être lancée en 1997 sur les marchés américains et japonais, Card Guard a procédé à une entrée en bourse en Suisse en 1999 et s'est réorganisée deux années plus tard sous la forme d'une société suisse dénommée Card Guard SA à Neuhausen am Rheinfall dans le canton de Schaffhouse. En 2000, Card Guard a acquis LifeWatch Inc., un prestataire de services basé à Chicago actif dans le domaine de la surveillance d'événements cardiaques, des pacemakers et des services Holter aux patients et aux médecins pour un montant d'USD 11 Mio. La même année, Card Guard a également acquis Instromedix, une division de Alaris Medical Systems Inc. à San Diego, pour un montant d'USD 30 Mio. Instromedix était un fournisseur de systèmes de télémétrie aux Etats-Unis. En 2001, Quality Diagnostics Services, un fournisseur de services de surveillance cardiaque basé à Atlanta, a été acquise pour un montant d'USD 18 Mio. En 2009, Card Guard SA a changé son nom pour LifeWatch SA. La Société a installé son siège à Zoug en 2015.

Pendant plus d'un quart de siècle, LifeWatch et les entreprises qui l'ont précédée ont aidé les professionnels de la santé à diagnostiquer et traiter des millions de patients grâce à des technologies et services de surveillance cardiaque à distance. Le Groupe a toutefois opéré de nombreux changements dans son profil commercial et sa stratégie depuis sa création. Depuis son entrée en bourse, LifeWatch a été la plupart du temps déficitaire pour toute une variété de raisons, notamment mais pas exclusivement des affaires juridiques et des règlements de différends. Le Groupe a dû de manière réitérée cesser d'importants efforts de développement de produits et quitter des marchés sur lesquels il essayait de s'implanter. En janvier 2016, la Société a, par exemple, annoncé suspendre ses activités de surveillance de l'apnée du sommeil grâce à un dispositif de test à domicile. En juillet 2016, le Groupe a également dû supporter des coûts liés à la décision de cesser le développement de son patch de surveillance de fonctions vitales, un capteur non-invasif porté sur la poitrine du patient. Mi-2016, LifeWatch a pris la décision stratégique de se focaliser sur le marché des services et a abandonné le développement interne de dispositifs de diagnostic. Les activités de développement de dispositifs en Israël ont par la suite été réduites et il a été décidé de fermer les filiales japonaises et indiennes. En janvier 2017, LifeWatch a annoncé qu'elle retirait son offre prévue dans le domaine de mesure à distance de coagulation, un secteur dans lequel LifeWatch avait essayé d'entrer grâce à une petite acquisition fin 2015 (Flexlife INR).

2.2. Le modèle LifeWatch en lien avec le Core Business américain

Aujourd'hui, l'offre de LifeWatch se focalise sur les services d'électrocardiogrammes ambulatoires ("ECG"). Ces services sont fournis aussi bien par une surveillance télémétrique cardiaque mobile sophistiquée en temps quasi réel ("MCT") que par le biais d'une surveillance traditionnelle d'événements cardiaques ainsi que grâce à des technologies et services Holter, lesquels permettent aux médecins de choisir le dispositif correspondant le mieux aux besoins des patients et critères du payeur. L'objectif de ces produits et services de surveillance ambulatoires est la détection des troubles du rythme cardiaque, telle que l'arythmie occasionnelle ou asymptomatique, hors de l'environnement hospitalier.

A cette fin, LifeWatch exploite en permanence aux États-Unis trois centres de surveillance cardiaques certifiés en tant que centre de test de diagnostic indépendant ("IDTF"). Dans les centres de surveillance de LifeWatch, des techniciens cardiaques, des cliniciens expérimentés et des médecins exerçant des tâches de contrôle analysent toutes les transmissions ECG reçues et mettent à disposition, via un portail en ligne, par dossier médical électronique ("EMR") intégré au système EMR des médecins concernés ou par fax, un rapport sommaire et des constatations préliminaires.

A ce jour, le MCT est l'offre la plus importante de LifeWatch. Alors même que le MCT est une solution relativement onéreuse pour les payeurs (environ USD 850 par patient pour une période de surveillance de 30 jours, contre USD 50 pour une méthode de surveillance Holter plus traditionnelle), cette solution offre une certaine flexibilité tant au patient qu'au médecin et propose divers avantages en terme de diagnostic. LifeWatch fournit deux solutions MCT (patchs MCT 3-lead et MCT 1-lead) qui détectent, enregistrent et transmettent à distance l'arythmie asymptomatique et symptomatique aux centres de LifeWatch pour analyse. Les patients peuvent également enregistrer manuellement des événements cardiaques et établir des rapports d'activité cardiaque.

La première version du système MCT 3-lead a été introduite en 2008 et fournit trois différentes vues du cœur, donnant une valeur très spécifique et significative au diagnostic. Le dispositif enregistre le rythme cardiaque jusqu'à 30 jours grâce à trois senseurs indépendants et est capable de reconnaître de manière automatique des événements cardiaques.

Le nouveau patch MCT 1-lead, qui a été avalisé par la FDA en janvier 2016 et introduit sur le marché au troisième trimestre 2016, représente une option facile d'utilisation, discrète, légère et moins invasive comparée aux traditionnels dispositifs d'enregistrement et de transmission. S'il ne fournit pas les capacités additionnelles de reconnaissance de diagnostic du MCT 3-lead, il est plus confortable et permet ainsi d'améliorer l'acceptation du dispositif par le patient et le rendement diagnostique dans des cas où des informations complémentaires fournies par le MCT 3-lead ne seraient pas nécessaires. Même si une cannibalisation modérée du MCT 3-lead par le MCT 1-lead ne peut pas être exclue, la direction de LifeWatch s'attend à ce que les médecins perçoivent le patch MCT 1-lead comme une nouvelle extension intéressante de la palette de produits technologiques de LifeWatch. Il reste que le patch MCT 1-lead a

encore besoin de trouver sa place sur le marché des dispositifs de surveillance cardiaque, car son utilisation ne convient pas à tous les patients et utilisations et pareillement.

Lorsqu'un cardiologue inscrit un patient au programme MCT, LifeWatch envoie directement par voie postale le dispositif au patient. Un technicien appelle ensuite le patient pour l'assister dans le processus d'initialisation et débiter l'enregistrement. Les ECG et autres données cardiaques sont transmis via le réseau mobile (GSM) à l'un des trois centres de surveillance de LifeWatch. Le cardiologue reçoit ensuite un rapport à intervalles convenues, par exemple quotidiennement, ou lors de la survenance d'un événement ou à la fin de la période prescrite. Au terme de celle-ci, le patient retourne le dispositif à LifeWatch afin qu'il soit nettoyé et reconditionné. Finalement, LifeWatch envoie la facture pour ses prestations techniques à l'assureur du patient ou au patient lui-même, qui sera ensuite remboursé par son assurance.

LifeWatch a conclu plus de 600 contrats avec des compagnies d'assurance aux États-Unis. En 2015, Medicare était de loin le plus important client de LifeWatch avec une quote-part de 38%, alors que Blue Cross and Blue Shield of Illinois arrivent en deuxième position avec une quote-part de 11%. Aetna Health Insurance était numéro trois avec une quote-part de 4%.

LifeWatch construisait ses dispositifs dans ses usines de production en Israël, exception faite du moniteur Digitrak XT Holter qui est produit par une partie tierce. La production des composants les plus importants pour le patch MCT 1-lead a désormais été externalisée à un mandataire. En relation avec sa stratégie qui consiste à devenir un pur prestataire de services, LifeWatch projette d'externaliser l'ensemble de sa production courant 2017.

En 2015, LifeWatch a surveillé plus de 340'000 patients, traité plus de 9.7 millions d'interactions avec des patients et 400'000 appels téléphoniques. LifeWatch commercialise ses solutions de surveillance cardiaque via des ventes directes aux médecins, aux fournisseurs de soins de santé à domicile, aux cliniques ambulatoires, aux centres d'urgence, aux hôpitaux et aux autres fournisseurs de surveillance cardiaque.

La propriété intellectuelle de LifeWatch s'étend à sa marque, à ses marques de commerce et aux brevets couvrant la majorité de ses dispositifs de surveillance cardiaque. LifeWatch est confiante quant à la protection de ses brevets, de ses secrets commerciaux et des moyens de lutte contre la concurrence déloyale disponibles aux États-Unis et dans d'autres juridictions. LifeWatch détient au niveau mondial un portefeuille composé de plus de 30 brevets déposés ainsi qu'environ 30 brevets en attente de dépôt.

2.3. Problématiques juridiques aux États-Unis

LifeWatch a récemment fait face à différentes procédures judiciaires, arbitrales et administratives.

En 2013, un employé de LifeWatch a introduit une action liée à un cas de lancement d'alerte ("whistleblower") à l'encontre de LifeWatch, qui s'est conclue en juin 2016 par un accord transactionnel selon lequel LifeWatch s'est engagée à payer une indemnité d'un montant d'USD 12.75 Mio. Cet accord était sujet à l'approbation du Département américain de la Justice, qui a été obtenu dans l'intervalle. Le 8 mars 2017, la Société a annoncé que le versement avait été effectué. Cette indemnité transactionnelle a déjà été inscrite à titre de provision dans le bilan consolidé de la Société au 31 décembre 2016.

En 2015, la Société a ouvert une procédure d'arbitrage dans le cadre d'une action en restitution ouverte par une société d'assurance (Highmark Case) en lien avec des versements excédentaires et une demande reconventionnelle formulée par LifeWatch pour des prestations impayées. Le tribunal arbitral a rendu une décision en défaveur de LifeWatch, en mars 2016, qui a conduit à la correction des comptes 2015 de la Société. Les parties ont ultérieurement mis un terme au litige et LifeWatch a payé un montant transactionnel d'USD 13 Mio. en juillet 2016.

Ces deux importants contentieux juridiques ont conduit LifeWatch à prendre la décision d'augmenter son capital-actions de 37% en juillet 2016, passant de 13'483'850 actions en circulation à 18'477'869 actions en circulation, ce qui a amené un produit net de CHF 43.8 Mio. à la Société.

En annexe à son rapport annuel 2016, LifeWatch fait état de quelques autres contentieux juridiques intentés contre la Société ou par elle. Selon l'évaluation de la direction de LifeWatch, ces affaires sont soit terminées, réglées et payées, soit de faible importance ou représentant un faible risque juridique (comme l'affaire intentée ultérieurement contre LifeWatch par les anciens actionnaires de Flexlife Inc. en 2017). Par conséquent, à la suite du paiement du montant transactionnel lié au cas du lanceur d'alerte, il n'existe plus de provision liée à des affaires juridiques portée au bilan de la Société.

La direction de la Société pense que les procédures internes de compliance se sont considérablement améliorées et que les problèmes juridiques importants font désormais partie du passé. Hormis les coûts récurrents mais limités induits par les consultations juridiques nécessaires ou qui sont liés à des contentieux juridiques mineurs ou à des questions de compliance (environ USD 1-2 Mio. par année), le budget et le business plan de LifeWatch n'incorporent pas de coûts ou dépenses inattendues liées à des affaires juridiques. En conséquence, hormis la provision liée au montant transactionnel mettant fin à l'affaire du lanceur d'alerte inscrite au bilan en fin d'année 2016, aucun autre ajustement de valeur concernant de possibles affaires juridiques a été pris en compte dans la présente attestation d'équité.

2.4. Perspectives, compétitivité et plans stratégiques

Les services de surveillance de LifeWatch sont principalement demandés pour répondre à des besoins en matière de diagnostic, traitement et prévention de maladies cardiovasculaires, telles que l'arythmie. Dans ce contexte, la Société estime que la tendance à recourir aux soins ambulatoires dans le but de réduire

les coûts de la santé va accélérer la croissance des établissements hospitaliers de diagnostic indépendants et augmenter l'externalisation de la surveillance cardiaque ambulatoire.

LifeWatch a l'intention d'améliorer sa présence sur le marché en corrigeant certains problèmes internes tels que l'utilisation insuffisante de son système de gestion de la relation client et la mise en œuvre d'un plan de commissions de vente plus dynamique. Afin d'améliorer la transmission de ses rapports, LifeWatch est en train d'actualiser son site internet, réduisant les délais de transmission des rapports cliniques et offrant plus de flexibilité aux rapports et à l'intégration EMR avec une automatisation et des algorithmes améliorés. Le cardiologue ou le médecin traitant continuera cependant à procéder lui-même à l'analyse du rapport et les résultats du test. En outre, LifeWatch a l'intention d'augmenter ses recettes liées aux dispositifs MCT 3-lead et patch MCT 1-lead et d'introduire de nouvelles versions de ces technologies à moyen terme, qui ne dépendront pas systématiquement de l'usage dédié de téléphones mobiles, réduisant l'intensité en capital de l'activité.

Le 24 octobre 2016, LifeWatch a annoncé avoir signé une lettre d'intention ("LoI") avec GE Healthcare (GE Medical Systems Information Technologies, Inc). L'objectif de cette LoI est d'explorer les opportunités d'une coopération stratégique à long terme concernant la distribution exclusive de services de surveillance de LifeWatch aux États-Unis et sur d'autres marchés. S'il est exact que LifeWatch prévoit un potentiel de croissance substantiel découlant de cette relation (jusqu'à USD 30 Mio. de revenus potentiels ou plus), la lettre d'intention n'est pas contraignante et la relation entrevue doit encore être concrétisée par la signature d'une convention de coopération. De nombreux aspects requièrent encore d'être clarifiés, y compris la structure juridique des prestations IDTF de LifeWatch au bénéfice de GE Healthcare. La direction de LifeWatch espère qu'un term sheet pourra bientôt être signé et que le Groupe devienne fournisseur de services externes en faveur de GE Healthcare dès le quatrième trimestre 2017. Cet accord de coopération sera ultérieurement désigné dans cette attestation d'équité sous le terme "coopération avec GE".

En outre, LifeWatch a l'intention de pénétrer certains marchés internationaux. La Turquie a été identifiée comme étant l'un de ces marchés, où le modèle d'affaires américain de la Société peut être reproduit. LifeWatch a signé un compromis de joint-venture en 2015 avec un partenaire turc (IKSIR TEKNOLOJI SAGLIK VE KIMYA SAN. Ve TIC. A.S.). LifeWatch détient une majorité (55%) dans LifeWatch Turkey Holding SA (le "Joint-Venture"), parent de LifeWatch Saglik Hizmetleri A.S., Ankara (la "JV turque"). L'objectif est d'ouvrir une plate-forme pour LifeWatch en Turquie en 2017 et devenir le premier fournisseur MCT dans un pays comptant 80 Mio. d'habitants. Dans le même temps, la plate-forme IT est développée et testée et les fonctions locales pertinentes existent, de sorte que la JV turque est selon LifeWatch, prête à débiter les opérations. Les tests finaux ont été menés fin 2016 et les préparatifs de lancement sont en cours, des patients expérimentaux étant déjà inscrits à la mi-mars 2017. La JV turque est en contact avec les autorités turques mais certaines autorisations sont toujours en attente et les schémas de rémunération avec les principales compagnies d'assurances doivent encore être approuvés. La direction de LifeWatch espère réaliser les premières recettes commerciales durant le premier semestre 2017.

2.5. Données financières historiques

Comme indiqué précédemment, les résultats financiers de LifeWatch ont été altérés par une variété d'événements non-récurrents. Outre les coûts nets des règlements juridiques et des conseils y relatifs (USD 5.1 Mio. en 2016), des amortissements ont été induits par les décisions de la Société de cesser le développement international des dispositifs de mesure de coagulation, liés à l'acquisition de FlexLife Health Inc. en 2015 (USD 1.8 Mio. en 2016) et le développement des patches de paramètres vitaux (USD 3.6 Mio. en 2016). De plus, la méthode de comptabilisation de provision pour créances douteuses a été modifiée (USD 1.2 Mio. en 2016). Au total, les normalisations opérées par la direction de LifeWatch en 2016 ont conduit à des ajustements en matière de coûts à hauteur d'USD 11.9 Mio. au niveau de l'EBIT.

Le compte de pertes et profits (comptabilisé et révisé selon les normes US-GAAP) pour la période 2014-2016 est résumé dans le Tableau 2 ci-dessous. À des fins de comparaison, les normalisations effectuées par la direction sont représentées dans les lignes munies de la rubrique "ajustées". Etant donné que l'affaire Highmark avait trait à la réalisation d'un chiffre d'affaires selon les normes US-GAAP, la transaction Highmark a été prise en compte dans le chiffre d'affaires 2015.

Tableau 2: Comptes de pertes et profits consolidés 2014 – 2016

Compte de résultat, chiffres déclarés vs ajustés/normalisés (Source : Management)			
USD en milliers	2014	2015	2016
Total des revenus (déclarés)	98'471	88'628	113'832
Total des revenus (ajustés)	98'471	106'630	113'832
Coûts des prestations vendues (déclarés)	(45'287)	(51'037)	(57'092)
Bénéfice brut (déclaré)	53'184	37'591	56'740
Marge brute	54.0%	35.3%	49.8%
Frais commerciaux et marketing (déclaré)	(22'682)	(18'796)	(21'098)
Frais généraux et administratifs (déclaré)	(25'139)	(26'316)	(31'941)
Frais de R&D (déclaré)	(5'562)	(4'140)	(5'658)
Frais de règlement et autres produits / (coûts) (déclaré)	499	--	(5'715)
Total des frais opérationnels (déclaré)	(52'884)	(49'252)	(64'412)
EBIT (déclaré)	300	(11'661)	(7'672)
Marge d'EBIT (déclarée)	0.3%	-13.2%	-6.7%
EBIT (ajusté)	300	7'540	4'230
Marge d'EBIT ajustée	0.3%	7.1%	3.7%
Frais financiers, montant net (déclaré)	(484)	(3'924)	(1'377)
Autres produits, montant net (déclaré)	(4)	(32)	(17)
Perte avant impôts (déclaré)	(188)	(15'617)	(9'066)
Bénéfices fiscaux / (charge fiscale) (déclaré)	(2'540)	4'459	(2'724)
Quote-part des pertes des la société affiliée (déclaré)	--	(790)	(1'612)
Bénéfice net / (perte nette) (déclaré)	(2'728)	(11'948)	(13'402)
Marge de bénéfice net	-2.8%	-11.2%	-11.8%
EBITDA (ajusté)	5'950	15'570	14'050
Marge d'EBITDA ajustée	6.0%	14.6%	12.3%

Sources: Rapports annuels 2016, 2015 et communiqués de presse de LifeWatch relatifs à ses résultats annuels

Le Tableau 2 ci-dessous résume les bilans consolidés 2014-16. En 2016 et à la suite de l'augmentation de capital de juillet, les fonds propres des actionnaires ont augmenté malgré la perte nette. Le montant du règlement d'USD 12.975 Mio. a été payé en mars 2017, conduisant à une diminution des liquidités correspondantes. Les engagements à court et long terme d'USD 3.9 Mio. correspondent à des contrats de leasing à la fin de l'année 2016. La liquidité nette pro forma restante d'USD 4.5 Mio. au 31 décembre 2016 est entièrement considérée comme nécessaire au fonctionnement de la Société, la direction de LifeWatch considérant même que ses besoins en liquidités sont légèrement supérieurs. D'autres ajustements de la dette nette s'expliquent par certains coûts non contingents de la Société en relation avec l'offre de Aevis et la sollicitation d'offres additionnelles par LifeWatch.

L'exercice 2016 ne consolide pas la participation de 55% dans LifeWatch Turkey Holding SA. L'investissement d'USD 2.1 Mio. au 31 décembre 2016 dans la joint-venture correspond au solde de la participation résiduelle de LifeWatch au capital-actions de la joint-venture et du prêt actionnaire consenti à la joint-venture après déduction des pertes accumulées par la filiale locale de la joint-venture.

S'agissant des crédits d'impôt d'un montant total d'USD 17.4 Mio. (décembre 2016), USD 14.9 Mio. ont trait au report des pertes fiscales aux États-Unis. Le business plan établi par la direction ainsi que les projections de la direction en matière de flux de trésorerie disponible estiment que les pertes fiscales américaines seront entièrement consommées dans les années à venir.

Tableau 3: Bilan consolidé 2014 – 2016

Résumé des bilans consolidés

USD en milliers	2014	2015	2016
Actifs			
Liquidités	7'867	7'400	21'376
Débiteurs	12'335	13'275	13'984
Stock	1'973	1'750	1'111
Immobilisations corporelles	14'922	16'348	18'361
Placements dans la société turque affiliée	--	--	2'174
Autres actifs immobilisés	940	947	881
Goodwill	14'976	15'859	14'976
Actifs intangibles	1'356	4'581	1'695
Impôts différés	14'615	19'160	17'399
Total des actifs	68'984	79'320	91'957
Passifs			
Tranche courante des emprunts à long-terme	2'296	6'508	2'897
Comptes créditeurs et charges à payer	17'568	21'419	17'210
Provision pour règlement	8'210	22'284	12'975
Prêts et autres créances	3'047	1'616	1'007
Charges à payer	657	797	463
Obligations liées à la société affiliée	--	155	--
Prestations de départ et autres prestations	323	776	475
Total des passifs	32'101	53'555	35'027
Total des capitaux propres	36'883	25'765	56'930
Total des capitaux propres et des passifs	68'984	79'320	91'957

Sources: Rapports annuels 2016, 2015, 2014

La Société rapporte toutes ses données financières en dollars américains (USD). Par conséquent, les données relatives aux actions doivent être converties en francs suisses, au taux de change applicable.

2.6. Aperçu du marché

Aux États-Unis, environ 11 millions de patients ont un trouble du rythme cardiaque (arythmie), dont 6 millions souffrent de la forme la plus courante, la fibrillation auriculaire ("FA"). Les personnes souffrant de FA ont cinq fois plus de chance de subir un infarctus que les personnes ayant un rythme cardiaque normal. La National Stroke Association estime que dans 80% des cas les infarctus peuvent être évités par une détection précoce et un traitement adéquat.

À cet effet, un marché bien établi de surveillance cardiaque ambulatoire existe aux États-Unis, fournissant approximativement 4.6 millions de diagnostics par année.

Marché de la surveillance à distance

Hormis la surveillance de l'activité cardiaque dans un environnement stationnaire (hospitalier ou ambulatoire), un large marché de surveillance cardiaque à distance existe. Ce marché peut être divisé en deux segments principaux : les services téléométriques et non-téléométriques. Les services téléométriques offrent une transmission et une évaluation des données en temps quasi réel, alors que les services non-téléométriques ne transmettent pas automatiquement les données; la transmission et l'évaluation des données prenant par exemple place à la fin de la période de surveillance.

La surveillance cardiaque à distance est généralement effectuée par les moyens suivants:

- Suivi par un moniteur Holter, un outil de diagnostic mobile qui permet la surveillance continue ECG durant 24h à 48h. L'analyse des données n'intervient qu'en fin de période de surveillance.
- Surveillance d'événements, qui revêt différentes formes de surveillance de l'activité cardiaque, telles que l'enregistrement manuel activé par le patient ou l'enregistrement automatique par détection d'événements. Le système peut fonctionner par télémetrie ou par transfert périodique de données.
- Télémetrie cardiaque mobile, soit la détection et la transmission automatiques en temps quasi réel des anomalies cardiaques via un téléphone portable à un centre de diagnostic.

Le vieillissement de la population et l'augmentation des maladies chroniques conduisent à une dynamisation de l'offre de services de télémetrie liés aux soins de la santé aux États-Unis. Il est indiqué dans le rapport annuel 2016 de LifeWatch que le groupe d'études de marché Millenium Research prévoit que le marché de la télémetrie américaine devrait s'élever à USD 1.6 milliards en 2025, ce qui suppose un taux de croissance annuel à deux chiffres. La direction de LifeWatch considère ces projections avec

prudence et prévoit une croissance organique plus lente pour LifeWatch aux États-Unis (abstraction faite des nouvelles activités issues de la coopération avec GE).

2.7. Concurrents principaux et environnement concurrentiel

Le marché de la surveillance des patients à distance aux États-Unis est fragmenté et caractérisé par un grand nombre de petits concurrents, dont certains offrent uniquement des services à l'échelle régionale. Aucune société ne détient de position dominante sur le marché. La concurrence est influencée par les évolutions technologiques, les besoins évolutifs, les attentes des clients et l'introduction fréquente de nouveaux produits. Il en résulte que la concurrence est intense et évolue très rapidement.

Les principaux concurrents du Groupe sont des sociétés fournissant des services dans les MCT, la surveillance Holter et les événements cardiaques. Le groupe de concurrents inclut BioTelemetry Inc., Preventive Solutions Inc., iRhythm Technologies Inc. et Medtronic Inc.

3. Considérations liées à l'évaluation

3.1. Introduction

La présente attestation d'équité est fondée sur la méthode du "Discounted Cash Flow" ("DCF") en tant que principale méthode d'évaluation du Core Business de LifeWatch aux États-Unis ("Core Business américain").

S'agissant de l'alliance stratégique envisagée avec GE Healthcare, la méthode d'évaluation est fondée sur le calcul de la valeur actuelle nette ajustée aux risques, qui prend en considération le fait que la coopération avec GE n'est pas encore pleinement convenue ni établie (c'est-à-dire qu'elle peut encore potentiellement échouer avant que des ventes ne se concrétisent). L'ajustement aux risques prend également en compte le fait que la coopération avec GE n'est pas forcément appelée à durer éternellement et que les termes de la coopération sont encore sujets à négociation. La coopération peut éventuellement être étendue à des secteurs d'activité et des zones géographiques pas encore couverts par le business plan. Néanmoins, une probabilité non négligeable existe que l'une des parties mette fin à cette coopération au terme de la durée contractuelle initiale (ou suite à une première reconduction) ou que les termes de la coopération changent au cours du temps, au détriment de LifeWatch.

Par analogie avec ce qui vaut pour la coopération avec GE, la méthode d'évaluation principale pour la JV turque effectue également des ajustements de risque, même si cette méthode demeure conceptuellement un calcul DCF. Le facteur d'actualisation englobe une prime de risque-pays pour la Turquie pour toutes les années d'activité ainsi qu'une prime de risque pour fonds propres relative au lancement d'une start-up pour la période 2017-21. La prime de lancement appliquée à une start-up reflète le fait que le marché turc demeure dans une situation avant-vente et que la coentreprise a pour objectif de développer un marché encore inexistant. Si un financement était recherché auprès de bailleurs de capital-risque (en lieu et place de LifeWatch), le coût des capitaux propres serait significatif et reflèterait tant le risque d'échec de la JV turque lors de son lancement que les risques spécifiques liés à la Turquie.

D'autres méthodes d'évaluation, comme l'analyse de sociétés comparables ("CompCo") et, le cas échéant, l'analyse de transactions comparables ("Compac"), ont été utilisées pour les trois domaines d'activités existants. En outre, nous avons effectué une analyse des primes payées dans le cadre d'une offre d'acquisition en Suisse.

Étant donné que BioTelemetry offrira une partie du Prix Principal de l'Offre ou du Prix Alternatif de l'Offre avec ses propres actions, nous avons inclus une évaluation des actions Ordinaires BioTelemetry comme moyen de paiement (voir section 3.9).

Les prévisions financières utilisées pour l'évaluation supposent que LifeWatch continuera de fonctionner en tant que société autonome et indépendante ("stand-alone"), sans tenir compte des conséquences potentielles (p. ex. les synergies) d'une acquisition par un partenaire stratégique. En cas d'acquisition, la plupart des acquéreurs stratégiques auront des opportunités d'exploiter des synergies potentielles en matière de coûts ou de revenus.

La méthode DCF et l'analyse des sociétés comparables (CompCo) ne prennent pas en compte ces synergies, du fait que LifeWatch n'est pas en mesure de les réaliser dans un scénario stand-alone.

Cependant, l'analyse Compac et l'analyse des primes permettent de comparer avec des valeurs effectivement payées dans le cadre d'autres transactions comparables. Ces valeurs peuvent servir d'indice pour estimer la compensation reçue pour de potentielles synergies par les actionnaires de ces autres sociétés cibles.

L'évaluation est principalement fondée sur le business plan 2017-19 et sur une projection additionnelle extrapolée pour la période 2020-21, telle que préparée par la direction de LifeWatch. Les hypothèses sous-jacentes ont été examinées par Raiffeisen relativement à leur plausibilité et à leur cohérence, en collaboration avec la direction de LifeWatch et en comparant ces hypothèses avec les développements historiques et attendus du marché, l'étude comparative de l'industrie ainsi que les attentes des analystes. Lorsque cela s'est avéré nécessaire, Raiffeisen a ajusté les hypothèses sous-jacentes.

3.2. Valeur d'entreprise

La valeur d'une entreprise est déterminée par les bénéfices économiques que la société peut générer dans le futur selon des facteurs de réussite spécifiques au moment de l'évaluation, incluant ses actifs tangibles, sa capacité à innover, ses produits, sa position sur le marché, son organisation interne, son personnel et la composition de sa direction. En partant de l'hypothèse que les objectifs de la société sont de manière ultime purement financière, la valeur de la société peut être établie à partir de son aptitude à produire dans l'avenir un excédent financier pour ses actionnaires par l'interaction de tous les facteurs influençant sa capacité à générer des bénéfices.

Pour calculer les excédents financiers à venir, Raiffeisen s'est fondée sur les développements historiques et les projections 2017-21 de la direction de LifeWatch. En outre, pour l'année 2022, nous avons dérivé un excédent financier normalisé pour le calcul de la valeur résiduelle de chacun des trois secteurs d'activité (Core Business américain, la coopération avec GE et la JV turque). Dans le cadre de cette normalisation, nous nous sommes assurés que les taux de croissance, les marges, les investissements en capital et les taux d'imposition étaient plausibles et cohérents à la lumière des valeurs historiques et de la future stratégie de LifeWatch.

Pour appréhender les caractéristiques spécifiques de chacun des trois futurs secteurs d'activité (Core Business américain, la coopération avec GE et la JV turque), Raiffeisen a conduit des évaluations DCF,

respectivement des calculs de valeur actuelle nette ajustée au risque, pour chaque secteur (méthode "Sum-of-the-Parts").

3.3. Hypothèses du business plan

Le Tableau suivant donne un aperçu des hypothèses clés utilisées par Raiffeisen pour les facteurs de valeur les plus importants:

Croissance	2017 – 2021	2022
<p>Croissance nominale des revenus nets</p> <p>Core Business américain :</p> <p>LifeWatch a annoncé en 2016 sa nouvelle stratégie consistant à devenir uniquement prestataire de services de manière à rationaliser son offre. La Société a abandonné ses projets déficitaires, amélioré ses procédures de gestion des ventes et réorganisé ses activités de marketing. La position de numéro 2 sur le marché américain place LifeWatch dans une position favorable pour bénéficier de la tendance démographique et de la prise en charge des patients par des établissements de soins ambulatoires.</p> <p>Cependant, la concurrence dans l'industrie très fragmentée de la surveillance cardiaque est perçue comme très intense et évolue rapidement (nouveaux fournisseurs et/ou technologies). La Société compte sur un taux de croissance annuel moyen de 12.1%, ce qui correspond à la croissance attendue de la majorité des concurrents de LifeWatch, mais demeure inférieur à la prévision de croissance optimiste du marché américain de la télémétrie faite par le Millenium Research Group (voir ci-dessus chiffre 2.6).</p>	<p>Croissance moyenne : 12.1%</p>	<p>1.0%</p>
<p>Coopération avec GE :</p> <p>LifeWatch espère débuter la coopération avec GE au deuxième semestre 2017 et tirer pleinement parti du réseau de distribution de GE Healthcare à compter de 2018. La direction de LifeWatch espère pour cette année d'importants revenus issus de cette coopération (montant à un chiffre en Mio. d'USD, dans la fourchette supérieure). Pour les années suivantes et jusqu'à 2021, un taux de croissance moyen annuel de 54.7% est attendu; la direction ne considère pas ce taux de croissance initial comme excessivement agressif.</p>	<p>Croissance moyenne : 54.7%</p>	<p>1.0%</p>
<p>JV turque:</p> <p>Suite à l'entrée sur le marché prévue au deuxième trimestre 2017, les recettes budgétées pour la JV turque pour le reste de l'année se chiffrent à</p>		

<p>un montant à un chiffre en Mio. d'USD, dans la fourchette inférieure. A compter de 2018, LifeWatch espère réaliser un taux de croissance moyen de 75.6% jusqu'en 2021. Les principaux facteurs de croissance sont : (i) une importante population d'environ 80 Mio. d'habitants; (ii) un manque d'offre dans les technologies télémétriques; (iii) une concurrence jusqu'à présent très limitée; (iv) des infrastructures de soins de santé suffisamment évoluées pour permettre d'intégrer les prestations de LifeWatch (y compris le remboursement des prestations par le système turc d'assurance maladie universelle) et (v) le soutien des autorités turques à introduire des services télémétriques. D'après la direction, les prévisions de recettes sont prudentes en comparaison des attentes de croissance que la coopération suscite chez le partenaire turc de la joint-venture. Un certain risque est attribuable à la mise en œuvre du remboursement dû à l'absence d'expérience dans ce domaine.</p>	<p>Croissance moyenne : 75.6%</p>	<p>1.0%</p>
<p>Marge brute et marge EBIT</p> <p>Core Business américain :</p> <p>Le patch MCT 1-lead de deuxième génération, qui ne sera pas disponible avant l'année prochaine, sera retourné par le patient après usage dans le but d'en recycler les parties réutilisables. En conséquence, ces patchs de deuxième génération réduisent les coûts directs de 25-35%, dont une meilleure marge brute résulte en comparaison à l'actuel patch MCT-1 lead. La marge brute moyenne 2017-21 devrait se monter à 56.1%. A long terme, une marge brute de 59.5% est prise en considération.</p> <p>Grâce à plusieurs projets censés améliorer l'efficacité, la direction espère atteindre à long terme une marge EBIT de 15.3%. Les projets significatifs soutenant l'amélioration de l'efficacité sont (i) l'amélioration des algorithmes réduisant les interventions manuelles, (ii) davantage d'automatisation afin d'améliorer l'approvisionnement et (iii) l'externalisation de la recherche et du développement.</p>	<p>Marge brute moyenne : 56.1%</p> <p>Marge EBIT moyenne : 10.5%</p>	<p>Marge brute : 59.5%</p> <p>Marge EBIT : 15.3%</p>
<p>Coopération avec GE :</p> <p>LifeWatch sera remboursée par GE à un taux réduit. Elle encourra cependant des coûts de vente et de marketing limités, supportera des frais généraux supplémentaires limités et verra son exposition aux créances douteuses réduite ou inexistante.</p> <p>Globalement, le rendement de la marge brute lié à la coopération avec GE sera similaire à celui que connaît le Core Business américain, tandis que les marges EBIT seront supérieures en raison de la réduction des frais généraux</p>	<p>voir Core Business américain</p>	<p>voir Core Business américain</p>

et des coûts de recherche et de développement.		
<p>JV turque :</p> <p>Les flux de trésorerie de la JV turque sont attendus en positif courant 2018. En raison de la combinaison de produits, la marge brute devrait être inférieure à celle que connaît le Core Business américain. Cependant, en raison d'une main d'œuvre qualifiée mais à faibles coûts en Turquie, la marge EBIT à long terme devrait atteindre 30.4%.</p>	<p>Marge brute moyenne : 41.3% (exc. 2017)</p> <p>Marge EBIT moyenne : 20.2% (exc. 2017)</p>	<p>Marge brute : 50.0%</p> <p>Marge EBIT : 30.4%</p>
<p>Besoin en fonds de roulement net (sans les autres créances / dettes et provisions)</p> <p>Core Business américain :</p> <p>Les développements du besoin en fonds de roulement net sont basés sur les projections de bilan au niveau du groupe. Raiffeisen a discuté des besoins en fonds de roulement nets supposés pour chaque unité avec la direction de LifeWatch. En ce qui concerne le Core Business américain, le besoin moyen en fonds de roulement net durant la période prise en compte est de 3.8%, contre 3.7% à long terme. En raison de l'introduction du patch MCT 1-lead, le besoin en fonds de roulement net devrait être relativement élevé en 2017.</p>	<p>Moyenne relative aux ventes : 3.8%</p>	<p>3.7%</p>
<p>Coopération avec GE :</p> <p>Avec le lancement de la coopération avec GE, LifeWatch planifie qu'elle devra constituer des stocks importants en raison d'une brusque augmentation de la demande attendue en 2017/2018, provenant du réseau de distribution de GE. Un besoin en fonds de roulement moyen plus élevé, estimé à 7.1%, est ainsi retenu.</p>	<p>Moyenne relative aux ventes : 7.1%</p>	<p>6.1%</p>
<p>JV turque :</p> <p>LifeWatch sera confrontée en Turquie à des délais moyens de règlement plus longs. Combiné à l'intensification des activités commerciales, un besoin en fonds de roulement moyen de 17.1% du chiffre d'affaires net est attendu pendant la période de planification prise en compte, contre 16.4% à long terme.</p>	<p>Moyenne relative aux ventes : 17.1%</p>	<p>16.4%</p>
<p>Investissements en capital</p> <p>Core Business américain :</p> <p>Nous avons repris les planifications d'investissement en capital effectuées par la Société, qui prévoient des investissements en capital relativement</p>	<p>Dépenses en capital</p>	<p>Dépenses en capital</p>

<p>élevés en 2017 (remplacement complet des téléphones portables) et significativement bas les années suivantes. La direction soutient qu'à moyen et long terme, l'intensité en capital en lien avec le Core Business américain sera réduite eu égard au fait que les dispositifs MCT à venir devraient se connecter directement via bluetooth au téléphone portable du patient. En conséquence, LifeWatch n'aura pas besoin de fournir à tous les patients un téléphone portable pour garantir un accès sans fil. Concernant la valeur résiduelle, nous partons du principe que les actifs immobilisés resteront stables par rapport au chiffre d'affaires à partir de 2022.</p>	<p>moyennes par rapport au chiffre d'affaires : 4.7%</p>	<p>moyennes par rapport au chiffre d'affaires : 3.2%</p>
<p>Coopération avec GE :</p> <p>Sur la base des prévisions de volume concernant cette coopération, il apparaît que des investissements en capital importants seront initialement requis. À long terme, Raiffeisen part du principe que les dépenses en capital se normaliseront par rapport aux ventes mais demeureront à un niveau plus élevé que pour le Core Business américain (principalement à cause de prix de vente plus faibles).</p>	<p>15.2%</p>	<p>4.5%</p>
<p>JV turque :</p> <p>Selon les projections effectuées par la direction, les investissements en capital initiaux seront importants. À long terme, Raiffeisen part du principe que les investissements en capital se stabiliseront et seront légèrement plus élevés que les amortissements prévus. On peut attendre d'un approvisionnement local à bas prix des conséquences positives sur les coûts.</p>	<p>13.0%</p>	<p>3.4%</p>
<p>Taux d'imposition</p> <p>Core Business américain :</p> <p>Le Core Business américain peut pleinement utiliser les pertes fiscales reportées jusqu'en 2019. Raiffeisen comprend qu'il existe aux Etats-Unis un large sentiment d'attente quant au fait que le taux américain d'imposition du revenu des entreprises au niveau fédéral (qui est actuellement de 34-35%) soit significativement réduit. Selon certaines sources, la Chambre des Représentants envisagerait un taux d'imposition fédéral sur le revenu des entreprises d'environ 20%. Les projections DCF de la Raiffeisen tablent sur le fait que la réforme fédérale de l'imposition des entreprises sera promulguée d'ici 2019 (le moment exact de l'introduction de la réforme n'étant pas déterminant eu égard au fait que les pertes reportées seront utilisables jusqu'en 2019). Etant donné que la majorité au Congrès américain et que les politiques d'imposition de la nouvelle administration américaine peuvent évoluer, nous nous attendons cependant à ce qu'à long</p>	<p>entre 26% et 39%</p>	<p>32.9%</p>

terme l'impôt sur le revenu des sociétés revienne à une moyenne entre les taux actuellement applicables et ceux planifiés par la Chambre des Représentants. Nous n'entrevoions pas de différence entre les Etats américains et utilisons comme référence l'Etat de l'Illinois.		
Coopération avec GE : Se référer aux développements relatifs au Core Business américain ci-dessus. À court terme, nous utilisons un taux d'imposition légèrement plus bas que celui de l'Illinois.	Voir Core Business américain	Voir Core Business américain
JV turque : Le taux marginal d'imposition à long terme pour la JV turque devrait se situer, selon Raiffeisen, à 21.7%. Cela prend en considération tant les impôts locaux que les impôts à la source prélevés en Turquie pour les dividendes versés en Suisse. Il est en outre supposé que la JV turque utilisera pleinement ses pertes fiscales reportées durant la période prise en compte (ce qui ne ressort pas des prévisions d'imposition figurant dans le Tableau ci-dessous).	21.7%	21.7%
Valeur résiduelle Core Business américain : Le calcul de la valeur résiduelle est basé sur un taux de croissance perpétuel supposé de 1%, ce qui est légèrement inférieur aux prévisions des analystes concernant l'industrie et les sociétés comparables. Nous justifions un taux de croissance relativement modeste à long-terme par des considérations relatives au cycle de vie de l'industrie MCT en général et à la Société en particulier. De plus, des pressions à long terme sur les taux de remboursement semblent plausibles.	-	1%
Coopération avec GE : Raiffeisen s'attend à ce que la coopération avec GE soit supprimée à très long terme. En particulier, nous considérons qu'il existe une probabilité à moyen et long terme que la coopération ne soit pas prolongée (ou alternativement que les termes de la coopération soient modifiés au détriment de LifeWatch). Raiffeisen estime à 90% la probabilité que la coopération soit mise en œuvre et atteigne ses objectifs, mais seulement à 50% la probabilité que la coopération avec GE soit prolongée après une période initiale de 5 ans sans modification et également à 50% la probabilité que la coopération avec GE soit prolongée une nouvelle fois pour cinq années supplémentaires. Ultérieurement, nous estimons à 75% la probabilité que l'accord soit renouvelé sans modification pour chaque	-	Pas significatif

année. Bien que nous considérons ces hypothèses comme fondamentalement plausibles, cette évaluation de Raiffeisen est purement subjective; d'autres personnes pourraient évaluer différemment ces probabilités. En laissant de côté les risques de résiliation, nous estimons que les revenus de la coopération avec GE pourraient croître de 1% à long terme.		
JV turque : Voir Core Business américain.	voir Core Business américain	voir Core Business américain

3.4. Analyse de la méthode du Discounted Cash Flow ("DCF")

Le DCF est basé sur les flux de trésorerie libres réalisables dans le futur avant toute activité de financement, soit les flux de trésorerie disponibles pouvant être alloués au service de la dette et des capitaux propres. Ces flux de trésorerie ont été actualisés à la date d'évaluation en utilisant le coût moyen pondéré du capital ("CPMC"), de manière à refléter la valeur actuelle des flux de trésorerie et le risque entrepreneurial sous-jacent. Les CPMC ont été calculés via le modèle d'évaluation des actifs financiers. Les variables suivantes ont été utilisées lors du calcul du taux d'actualisation :

Taux d'intérêt sans risque

Pour déterminer le taux d'intérêt sans risque, nous avons utilisé les intérêts à long terme des obligations d'État émises. Etant donné que LifeWatch est principalement active aux États-Unis, le taux d'intérêt sans risque est fondé sur le rendement actuel des obligations d'Etat du gouvernement américain avec une échéance à 30 ans, qui s'élève à environ 3.0% au 24 mars 2017.

Primes de risque liée aux actions

Toute entreprise est invariablement exposée à des risques. Pour cette raison, les excédents financiers futurs ne peuvent pas être prévus avec certitude. Les acteurs du marché exigent des primes de risque en compensation du risque entrepreneurial considéré. Dès lors que les investisseurs prennent un risque spécial en investissant dans une société, une prime de risque supérieure au taux sans risque doit être ajoutée à celui-ci. Dans le but de déterminer le taux adéquat, la structure de risque de la société sous-jacente doit être prise en considération.

La prime de risque spécifique à la société est obtenue par la multiplication du facteur bêta de la société par la prime de risque de marché. Les facteurs bêta sont une mesure du risque spécifique de la société relativement aux risques du marché¹. La prime de risque de marché est la différence entre le rendement

¹ Un facteur bêta plus élevé signifie que la valeur boursière de la société tend à indiquer une sensibilité proportionnellement plus grande aux évolutions du marché, alors qu'un facteur bêta moindre indique que la valeur réagira proportionnellement moins fortement aux évolutions de marché correspondantes.

des actions et les investissements sans risque². Selon Duff & Phelps, la prime de risque de marché à long terme aux Etats-Unis (1926-2015) s'est élevée à 6.9%.

Pour calculer le facteur bêta de LifeWatch, nous avons utilisé les facteurs bêta de société comparables (voir annexe 4). Afin de s'assurer que les facteurs bêta sont effectivement comparables, ils ont été le cas échéant ajustés de manière à ne pas tenir compte de l'endettement spécifique de l'entreprise (bêta franc de dette ou sans effet de levier). Le facteur bêta moyen franc de dette de sociétés comparables s'élève à 0.93.

En corrigeant ce facteur bêta à la lumière de l'endettement moyen des sociétés comparables, il en résulte un facteur bêta de 0.96. Les coûts des fonds propres qui en résultent s'élèvent à 9.6% pour l'activité relative au Core Business américain et à la coopération avec GE.

Prime de risque par pays

Afin de refléter le risque additionnel lié à un investissement en Turquie comparé au risque d'investissement aux États-Unis, une prime de risque-pays ("CRP") de 7.1% a été ajoutée au coût des fonds propres de la JV turque (source : Duff & Phelps, fondé sur Erb-Harvey-Viskanta, qui appliquent pour le coût des fonds propres des risques de crédit par pays provenant d'un sondage mené auprès d'investisseurs américains).

En prenant en compte le CRP de la Turquie et en supposant que la JV est intégralement financée par des fonds propres, il en résulte un coût du capital de 16.7%, en excluant les risques spécifiques d'une start-up en association avec le statut d'une entreprise avant-ventes.

Coût de la dette

Le coût spécifique de la dette de la Société à long terme a été déterminé sur la base de discussions avec la direction de LifeWatch et s'élève à 3.0%. Cette hypothèse est fondée sur les prémisses suivantes : utilisation par la Société (à court terme) de leasings en USD, de lignes de crédit (qui n'ont pour l'heure pas été utilisées) et d'écarts de rendements généralement plus élevés aux États-Unis.

Total du coût du capital

Selon les hypothèses décrites ci-dessus, le coût moyen pondéré du capital de LifeWatch est calculé comme suit :

² Des études sur le marché des capitaux durant de longues périodes d'observation ont montré que les investissements dans les sociétés ont par le passé produit de plus hauts rendements que les investissements dans des titres de créance à faible risque.

Tableau 4: Coût moyen pondéré du capital ("CMPC")

Composants du CMPC	Core Business américain & Coopération avec GE	JV turque	Remarques	Source
Taux sans risques	3.0%	3.0%	Rendement actuel des obligations d'État américaines à 30 ans	Bloomberg
Prime de risque du marché	6.9%	6.9%	Rendement excédentaire (au-delà du taux sans risque) qu'un investisseur peut attendre d'un investissement dans un portefeuille de marché d'actions américaines	Duff & Phelps: "2016 International Valuation Handbook"
Bêta (sans effet de levier)	0.93	0.93	Médiane de la régression des bêtas des sociétés comparables (régression sur 5 ans par rapport à l'index MSCI World basé sur les rendements mensuels)	Bloomberg
Bêta (avec effet de levier)	0.96	0.96	= Bêta sans effet de levier * (1 + ((1 - taux d'imposition) * Gearing))	Modigliani & Miller
Prime de risque du pays (CRP)	0.0%	7.1%	Erb-Harvey-Viskanta Country Credit Rating Modell, estimation du coût des fonds propres pour des pays qui ont un risque de crédit pays (sondage auprès d'investisseurs américains)	Duff & Phelps: "2016 International Valuation Handbook"
Coûts des capitaux propres	9.6%	16.7%	= Taux sans risque + (Bêta avec effet de levier * prime de risque du marché) + CRP	
Taux sans risque	3.0%		Rendement actuel des obligations d'État américaines à 30 ans	Bloomberg
Écart de crédit	3.0%		Différence entre les coûts financiers effectifs de la société et le taux sans risque court-terme	Informations de l'entreprise
Coûts des capitaux étrangers avant impôts	6.0%		= Taux sans risque + Écart de crédit	
Taux d'imposition	32.9%		Taux d'imposition long terme anticipé	Moyenne de l'impôt sur les sociétés américaines et du plan fiscal américain de la Chambre des Représentants (impôts fédéraux inchangés)
Coûts des capitaux étrangers après impôts	4.0%		= Coûts des capitaux étrangers avant impôts * (1 - Taux d'imposition)	
Ratio de fonds propres	94.9%	100.0%	Médiane de la structure de capital des sociétés comparables	
Ratio d'endettement	5.1%	0.0%	Médiane de la structure de capital des sociétés comparables	
CMPC	9.4%	16.7%		

Avertissement relatif à la JV turque (2017-21)

Pour la période 2017-21, Raiffeisen a appliqué à la JV turque un taux lié au coût des capitaux propres de 33,3% afin de tenir compte du caractère de start-up de la JV turque et de l'objectif de l'entreprise de se développer sur un nouveau marché. Selon nous, la prime de start-up appliquée peut être comparée à un taux typique de rendement interne ("IRR") d'un bailleur de capital-risque. Pour un investissement dans une start-up en phase de croissance qui ne génère pas encore de chiffre d'affaires et qui n'est pas exposée à un risque de pays faible, un tel investisseur escompte en effet après 4 à 5 ans une multiplication par trois ou quatre de son investissement en capital. La prime de risque-pays de 7.1% pour la Turquie est donc ajoutée à l'IRR.

3.5. Calcul de la valeur résultante

Sur la base de ces hypothèses, la valeur d'entreprise s'élève à USD 228.1 Mio. pour le Core Business américain et USD 29.3 Mio. pour la coopération avec GE, au 24 mars 2017. Il faut déduire de la valeur d'entreprise du Core Business américain une dette nette d'un montant total d'USD 4.1 Mio. Cette dette nette comprend les liquidités après déduction de certaines liquidités opérationnelles et de dettes financières, ainsi que des provisions et d'autres coûts (p. ex. les coûts fixes non contingents liés à des transactions).

La valeur d'entreprise de la JV turque s'élève à USD 13.8 Mio. Afin de calculer la valeur des fonds propres de la JV turque (100% du capital-actions), la valeur nette du prêt actionnaire d'un montant approximatif d'USD 4.6 Mio. a été déduite, ce qui donne un montant d'USD 9.2 Mio. Etant donné que LifeWatch ne détient que 55% de la JV turque, la valeur de cette participation s'élève à USD 5.0 Mio. Avec le prêt actionnaire, la valeur de l'investissement de LifeWatch dans la JV turque s'élève au total à USD 9.7 Mio. Il en résulte une valeur globale des fonds propres pour l'ensemble du Groupe d'USD 263.0 Mio (cf. Tableau 5).

La Société a émis 18'477'869 actions nominatives, dont 18'464'744 sont en circulation et 13'125 sont des actions propres. Sur la base d'un taux de change USD/CHF de 0.9914 à la date de l'évaluation (Source : Bloomberg), la valeur au 24 mars 2017 d'une action LifeWatch est de CHF 14.12. On peut considérer que cette valeur par action est composée de CHF 12.03 pour le Core Business américain, CHF 1.57 pour la coopération avec GE et CHF 0.52 pour la JV turque.

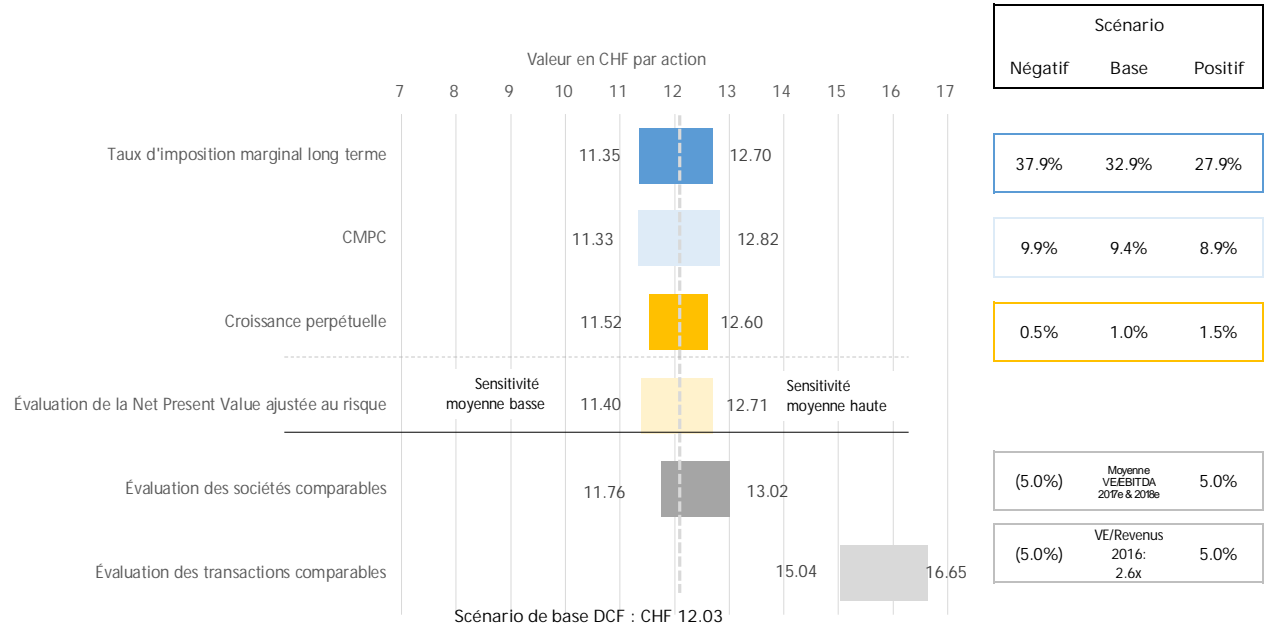
Tableau 5: Calcul de la valeur par action LifeWatch

USD en Mio.	Core Business américain	Coopération avec GE	JV turque (55%)	Total
Valeur d'entreprise	228.1	29.3	13.8	271.2
Liquidité nette / (dette nette)	(4.1)	--	(4.6)	n.d.
Valeur des fonds propres (100%)	224.0	29.3	9.2	262.5
Valeur des fonds propres de la quote-part LifeWatch	224.0	29.3	5.0	258.3
Dettes intragroupe	--	--	4.6	4.6
Évaluation Sum-of-the-Parts	224.0	29.3	9.7	263.0
Nombre d'actions en circulation	18'464'744	18'464'744	18'464'744	18'464'744
Taux de change USD / CHF	0.9914	0.9914	0.9914	0.9914
Valeur des fonds propres par action en CHF	12.03	1.57	0.52	14.12

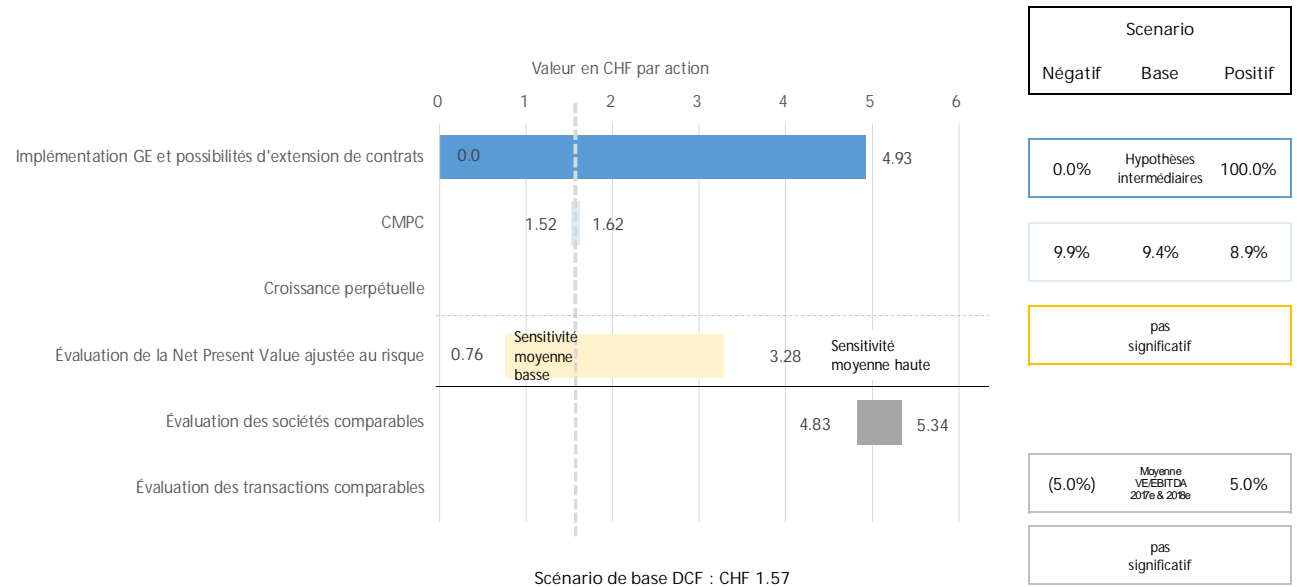
La fourchette de valeurs pour la valeur des actions LifeWatch a été déterminée à l'aide d'une analyse de sensibilité basée sur la méthode DCF. L'analyse de sensibilité détaille l'effet de valeur des changements pour trois paramètres d'évaluation clés : le CPMC, le taux d'imposition et le taux de croissance perpétuelle. L'analyse de sensibilité (cf. Tableau 6) montre une fourchette d'évaluation par action LifeWatch de CHF 12.65 (limite inférieure) à CHF 16.54 (limite supérieure).

Tableau 6: Analyse de sensibilité

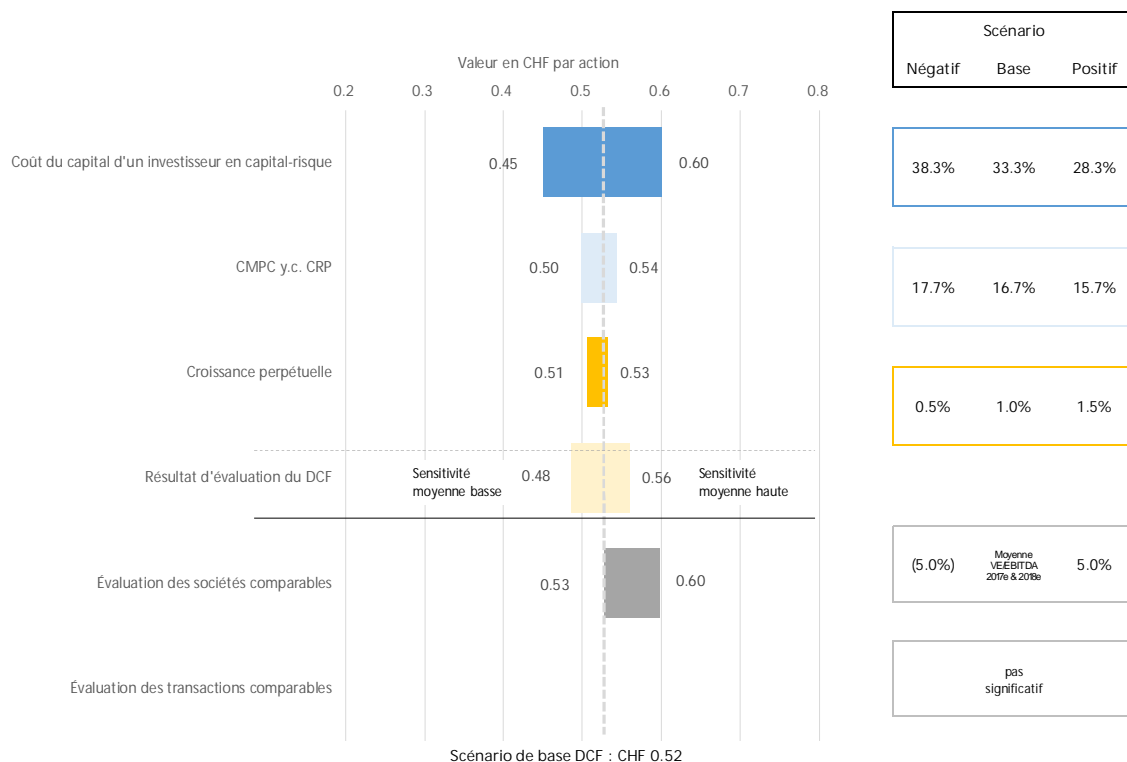
Sensibilités Core Business américain



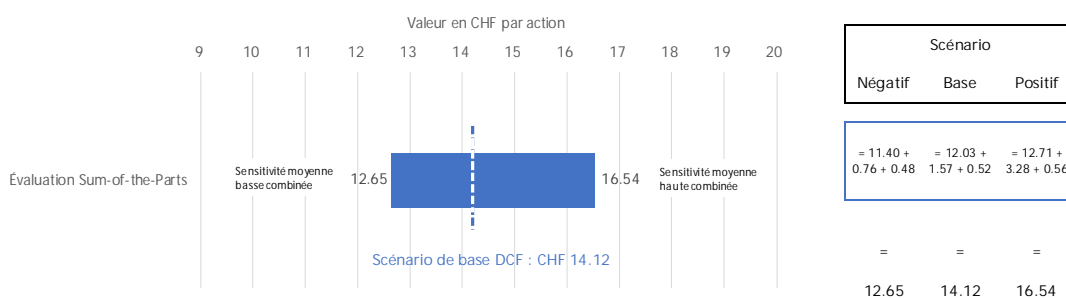
Sensibilités coopération avec GE



Sensibilités JV turque



Résumé de la fourchette d'évaluation sur la base de toutes les évaluations individuelles ("Sum-of-the-Parts")



3.6. Evaluation à l'aide de sociétés cotées comparables ("CompCo")

La méthode d'analyse prenant appui sur des sociétés comparables est souvent utilisée par les acteurs du marché des capitaux qui ne possèdent pas de prévisions financières détaillées au sujet de la société à évaluer. La méthode est fondée sur l'évaluation actuelle de sociétés comparables cotées en bourse. Afin d'obtenir des résultats pertinents, l'existence de sociétés cotées comparables et le soin apporté à leur

sélection sont essentiels. Seules les sociétés partageant un niveau relativement élevé de similitudes avec LifeWatch en termes de modèle d'affaires, de perspectives de croissance et de rentabilité, d'expositions aux risques et d'opportunités peuvent être utilisées.

Des multiplicateurs, appelés multiplicateurs "boursiers", sont calculés en divisant la valeur d'entreprise³ de sociétés cotées comparables par des ratios financiers clés, actuels ou prévisibles (voir Annexe 1 "Multiplicateurs transactionnels de sociétés comparables"). En appliquant les multiplicateurs moyens aux ratios financiers clés de LifeWatch, on obtient une base d'évaluation pour chaque multiplicateur moyen calculé.

Les deux facteurs suivants ont une influence considérable sur le résultat de l'évaluation :

- La sélection des sociétés comparables
- La sélection des ratios financiers clés auxquels les multiplicateurs sont appliqués

Le calcul de multiplicateurs est fondé sur le résultat financier actuel et sur les résultats attendus pour la ou les deux prochaine(s) année(s).

Sélection de sociétés comparables à LifeWatch

Les critères de sélection suivants ont été retenus pour identifier les sociétés comparables :

- Les sociétés focalisées sur la surveillance cardiaque ambulatoire, ou
- Les sociétés offrant des services de surveillance cardiaque et autres services de surveillance ambulatoire.

En utilisant ces critères, les sociétés comparables suivantes ont été sélectionnées :

Tableau 7: Sociétés comparables

Société	Modèle d'affaires	Stade de développement	Disponibilité des estimations financières	Région d'activités dominante	Groupe de comparables
BioTelemetry Inc.	Surveillance cardiaque ambulatoire	Avancé	Oui	États-Unis	Core
iRhythm Technologies Inc.	Surveillance cardiaque ambulatoire	Stade préliminaire	Profitabilité négative	États-Unis	Core
Medicalgorithmics SA	Surveillance cardiaque ambulatoire	Stade préliminaire	Oui	Pologne, États-Unis	Core
SHL Telemedicine Ltd.	Surveillance cardiaque ambulatoire	Avancé	Non	Israël, Allemagne	Core
Masimo Corporation	Surveillance cardiaque ambulatoire en tant que prestations de services à côté d'autres activités diverses	Avancé	Oui	États-Unis	Autres comparables
Hill-Rom Holdings, Inc.	Surveillance cardiaque ambulatoire offert à travers la société fille Welch Allyn	Établi	Oui	États-Unis	Autres comparables
Medtronic PLC	Surveillance cardiaque ambulatoire en tant que prestations de services à côté d'autres activités diverses	Établi	Oui	États-Unis	Autres comparables

³ Valeur boursière actuelle augmentée des dettes nettes financières

Sur cette base, deux groupes de sociétés comparables ont été formés : (i) Core et (ii) autres comparables.

Pour les sociétés sélectionnées, la valeur d'entreprise a été calculée sur la base de la capitalisation boursière actuelle (au 24 mars 2017) et les dernières données disponibles concernant la dette nette / liquidité nette. La valeur d'entreprise ainsi obtenue de chaque société comparable a ensuite été divisée par la valeur attendue de l'EBITDA⁴ pour les années 2017 et 2018, ce qui nous a permis d'obtenir un multiplicateur EBITDA correspondant (nous n'effectuons pas d'analyses fondées sur les multiplicateurs historiques de LifeWatch, car les résultats de la Société dans le passé ont été altérés par une variété d'effets ponctuels, comme expliqué au chiffre 2.5).

Au sein du groupe "Core", les multiplicateurs EBITDA 2017 et 2018 ont pu être calculés pour deux sociétés seulement: BioTelemetry Inc. et Medicalgorithmics SA. iRhythm Technologies Inc. et SHL Telemedicine Ltd ont en effet soit des multiplicateurs négatifs, soit aucun multiplicateur (car aucune estimation EBITDA n'est disponible).

A l'inverse, pour toutes les sociétés du groupe "Comparaison additionnelle", les multiplicateurs EBITDA 2017 et 2018 ont pu être calculés.

Tableau 8: Multiplicateurs EBITDA des sociétés comparables

Sociétés comparables	Multiplicateurs EBITDA	
	2017e	2018e
Core		
BioTelemetry Inc.	15.4x	13.4x
iRhythm Technologies Inc.	n.d.	n.d.
SHL Telemedicine Ltd.	n.d.	n.d.
Medicalgorithmics SA	14.3x	11.5x
Médiane	14.9x	12.5x
Autres comparables		
Masimo Corporation	17.3x	16.0x
Medtronic PLC	13.9x	12.8x
Hill-Rom Holdings, Inc.	11.5x	10.7x
Médiane	13.9x	12.8x

Sources: Bloomberg, Raiffeisen

Pour refléter la nature plus risquée de la coopération avec GE et de la JV turque, nous avons appliqué les multiplicateurs EBITDA aussi bien à l'EBITDA du Core Business américain qu'à l'EBITDA consolidé (2017e et 2018e). La limite inférieure de la fourchette d'évaluation est représentée par le Core Business américain et la limite supérieure par l'activité consolidée.

La moyenne des multiplicateurs qui en résulte a été appliquée aux EBITDA⁵ 2017 et 2018 de LifeWatch afin de définir la valeur d'entreprise ("VE"). Pour déterminer la valeur de capitaux propres ("EQV"), un

⁴ IBES évaluation du bénéfice consensuelle

⁵ Conformément au business plan sur une base consolidée et séparément pour le Core Business américain, chaque fois en utilisant l'EBITDA 2017/2018.

ajustement à hauteur de la dette nette d'USD 4.1 Mio. a en outre été effectué. Avec 18'464'744 actions en circulation et en appliquant un taux de change USD/CHF de 0.9914 (au 24 mars 2017), la fourchette de valeur de chaque action LifeWatch est comprise entre CHF 12.39 pour le Core Business américain et CHF 17.32 pour l'activité consolidée au 24 mars 2017

Tableau 9: Calcul de la fourchette de valeur par action LifeWatch

Évaluation Compco		EBITDA Core Business américain		EBITDA consolidé	
		2017e	2018e	2017e	2018e
Valeur des fonds propres par action Lifewatch pour les comparables principaux	USD	10.9	14.2	11.5	23.5
Valeur des fonds propres par action Lifewatch pour les autres comparables	USD	10.2	14.7	10.7	24.2
Taux de change USD/CHF		0.9914			
Valeur moyenne des fonds propres par action Lifewatch	CHF	12.39		17.32	

Le caractère probant du résultat est toutefois limité pour les raisons suivantes :

- Dans la catégorie Core, les multiplicateurs 2017/2018 ne peuvent être calculés que pour deux sociétés comparables
- BioTechnology Inc. et Medicalgorithmics SA sont significativement plus rentables que LifeWatch
- Les sociétés appartenant au groupe des autres comparables sont bien établies et bien diversifiées (avec une offre tant avec des produits que des services); elles ont par ailleurs une capitalisation boursière au moins 15x supérieure à LifeWatch
- La valeur calculée sur la base de l'EBITDA 2017/2018 pour le Core Business américain (limite inférieure) n'accorde aucune valeur à la coopération avec GE et à la JV turque
- La valeur calculée sur la base de l'EBITDA 2017 et 2018 de l'activité consolidée (limite supérieure) suppose que la coopération avec GE et la JV turque soient réalisés conformément au business plan et ni tiennent pas compte d'un risque d'échec, de non-implémentation ou de résiliation anticipée. En outre, la prime de risque-pays pour la Turquie est négligée

Au vu de ce qui précède, nous estimons qu'une évaluation basée sur l'analyse de sociétés comparables revient soit à sous-estimer la juste valeur de LifeWatch (limite inférieure) soit à la surestimer (limite supérieure).

Tableau 10: Comparaison de la croissance annuelle des revenus, des marges EBITDA et EBIT

Croissance et Profitabilité	Croissance des revenus			Marge EBITDA			Marge EBIT		
	2016a	2017e	2018e	2016a	2017e	2018e	2016a	2017e	2018e
Core									
BioTelemetry Inc.	16.7%	11.2%	9.7%	19.6%	22.9%	24.0%	12.8%	11.7%	13.6%
iRhythm Technologies Inc.	77.6%	38.6%	35.1%	-23.0%	-24.8%	-8.3%	-24.3%	-25.9%	-10.8%
SHL Telemedicine Ltd.	0.3%(e)	n/a	n/a	-2.1%(e)	n/a	n/a	-21.6%(e)	n/a	n/a
Medicalgorithmics SA	152.1%(e)	126.9%	21.8%	18.3%(e)	31.1%	31.7%	16.2%(e)	n/a	n/a
Moyenne	61.7%	58.9%	22.2%	3.2%	9.8%	15.8%	-4.2%	-7.1%	1.4%
Autres sociétés comparables									
Masimo Corporation	10.2%	8.4%	6.7%	24.2%	25.9%	26.3%	21.8%	24.0%	24.3%
Medtronic PLC	11.6%	5.0%	4.4%	27.4%	32.0%	33.2%	17.4%	28.7%	29.6%
Hill-Rom Holdings, Inc.	22.0%	4.4%	3.8%	19.1%	20.7%	21.6%	11.1%	16.9%	17.5%
Moyenne	14.6%	5.9%	5.0%	23.6%	26.2%	27.0%	16.8%	23.2%	23.8%

Sources: Bloomberg, Raiffeisen

3.7. Evaluation fondée sur des transactions comparables ("Compac")

La méthode Compac est fondée sur l'analyse de précédentes opérations de fusion & acquisitions impliquant des sociétés comparables à LifeWatch. Le prix payé lors de telles transactions est dépendant des circonstances particulières du cas d'espèce et peut dans une certaine mesure refléter le comportement subjectif des parties impliquées. La disponibilité des opérations comparables et le soin apporté à leur sélection sont essentiels à l'obtention de résultats pertinents.

Un acquéreur stratégique et un vendeur négociant un prix d'acquisition prennent typiquement en considération le potentiel de synergies ainsi que le potentiel des marchés combinés inhérents à la transaction envisagée. Dans ce contexte, l'acquéreur peut se montrer disposé à inclure une partie du potentiel de synergies dans le montant de son offre.

Il est possible d'identifier les multiplicateurs "payés" en divisant la valeur d'entreprise payée pour l'acquisition par certains ratios financiers clés (p. ex. chiffre d'affaires, EBITDA, EBIT). Les multiplicateurs moyens ainsi déduits sont ensuite multipliés par les ratios financiers clés de la société cible, ce qui permet de dégager la valeur implicite de l'entreprise cible.

Sélection des transactions comparables

Les critères clés qui ont été appliqués à la sélection des opérations comparables sont les suivants :

- Taille de transaction supérieure à USD 50 Mio.
- Similarité du modèle d'affaires de la société cible (c'est-à-dire services de surveillance de patients à des fins médicales)
- La transaction doit avoir été effectuée dans les 5 dernières années
- Acquisition d'une majorité du capital-actions

- Multiplicateurs ayant été publiquement diffusés ou informations suffisantes pour calculer les ratios financiers clés.

Sur cette base, les opérations suivantes ont été identifiées :

Tableau 11: Aperçu des transactions sélectionnées

Cible	Acheteur	Date de réalisation	Type de Paiement	Valeur d'Entreprise (VE) (en Mio. USD)	Multiplicateur LTM VE/Revenus	Multiplicateur LTM EV/EBITDA
Mortara Instrument	Hill-Rom	Fév 17	Espèces	330	2.9	n/a
Sorin Group	Cyberonics	Oct 15	Échange	1,505	1.8	11.0
Welch Allyn	Hill-Rom	Sep 15	Mixte	2,050	2.9	n/a
SHL	Shanghai Jiuchuan Investment	non-réalisation	Espèces	116	2.8	15.5
DR Systems	Merge Healthcare	Fév 15	Espèces	70	1.6	6.8
Pulsion Medical Systems	Maquet Getinge Group	Fév 14	Espèces	189	4.1	12.5
Suntech Medical	Halma	Mai 12	Espèces	52	2.3	n/a
Moyenne					2.6	11.5
Moyenne sans min/max					2.5	11.8
Médiane					2.8	11.8

Source: Mergermarket

Etant donné que l'EBITDA 2016 de LifeWatch (USD 2.145 Mio.) ne permet pas de calculer un résultat significatif (et compte tenu du fait que les normalisations opérées par la direction peuvent être sujets à discussion), l'évaluation est basée sur le multiplicateur de revenus des douze derniers mois ("LTM").

La valeur d'entreprise implicite et les multiplicateurs de revenus LTM implicites ont été calculés pour chacune des transactions comparables sélectionnées. Dans une seconde étape, le multiplicateur de revenus moyen a été appliqué au chiffre d'affaires 2016 de LifeWatch, ce qui a permis de dégager une valeur d'entreprise pour LifeWatch. Afin de dégager la valeur des capitaux propres, un ajustement à hauteur de la dette nette d'USD 4.1 Mio. a été effectué. Etant donné que 18'464'744 actions sont en circulation et en appliquant un taux de change USD/CHF de 0.9914 (au 24 mars 2017), la valeur par action LifeWatch s'élève à CHF 15.85 au 24 mars 2017.

Pour calculer la fourchette de valeurs, la moyenne des multiplicateurs a été augmentée (limite supérieure) et respectivement diminuée (limite inférieure) de 5%.

Tableau 12: Calcul de la fourchette de valeur par action LifeWatch

En Mios. USD	Multiplieurs LTM VE/Revenus	
Revenus 2016 consolidés	113.8	
Fourchette d'évaluation	-5.0%	5.0%
Valeur d'entreprise	284.3	314.2
Dette nette 2016	(4.1)	
Valeur des fonds propres	280.2	310.1
# d'actions en circulation	18'464'744	
Valeur des fonds propres par action en USD	15.17	16.79
Taux de change USD/CHF	0.9914	
Valeur des fonds propres par action en CHF	15.04	16.65

Bien que fondée sur un nombre plutôt limité de transactions comparables, Raiffeisen estime que la méthode Compac fournit un résultat probant. La méthode confirme la plausibilité de la limite supérieure de la fourchette de valeur calculée à l'aide de la méthode DCF.

3.8. Analyse des primes payées sur le marché suisse de capitaux ("analyse de primes")

Dans le cadre d'une analyse supplémentaire, nous avons évalué la manière dont la prime offerte par BioTelemetry, par rapport au cours moyen pondéré du volume des actions LifeWatch ("CMPV") échangées dans les 60 jours précédant l'annonce préalable par Aegis de l'offre publique d'acquisition, peut être comparée avec les primes payées dans le cadre d'opérations antérieures comparables réalisées à la SIX Swiss Exchange.

Les circonstances particulières d'une offre publique d'acquisition peuvent avoir un impact substantiel sur les primes payées. Des facteurs tels que la participation détenue par l'offrant dans la société cible à la date de l'annonce préalable peuvent s'avérer importants. Si un offrant devait déjà détenir une participation de contrôle dans la société cible, sa volonté à payer une prime (élevée) est typiquement basse. Dans le cas d'offres contestées, des primes plus importantes peuvent être payées par rapport à un contexte non concurrentiel.

En outre, la détermination du prix de l'offre peut être influencée par la nature de la compensation offerte (offre en espèces, offre mixte⁶ ou une offre d'échange⁷).

Les critères suivants ont été appliqués à la sélection d'offres publiques d'acquisition comparables :

⁶ Une combinaison d'actions et d'espèces

⁷ Seules des actions sont offertes en contrepartie

- Opérations réalisées depuis le 1^{er} janvier 2007
- Cotation de la société cible à la SIX Swiss Exchange
- Offre uniquement en espèces ou offres mixtes (espèces et actions)
- Acquisition de contrôle; c'est-à-dire que l'offrant détient dans la société cible une participation majoritaire inférieure à 33.3% avant l'annonce préalable de l'offre
- La société cible n'est ni une pure société d'investissement, ni une société immobilière, ni une société active dans les biotechnologies, ni une banque, ni une compagnie d'assurances ou une société de logiciels.

Résultats de l'analyse de primes

Depuis 2007, une prime moyenne de 37.3% a été payée en tenant compte du CMPV des 60 jours.

En appliquant une fourchette de primes de 32.5% à 42.5% au CMPV des 60 jours de LifeWatch soit CHF 9.95 au 23 janvier 2017, le dernier jour de négociation avant l'annonce préalable de l'offre de Aevis, il en résulte une fourchette de valeurs comprises entre CHF 13.15 et CHF 14.15 pour chaque action LifeWatch.

Nous estimons que le CMPV des 60 jours de LifeWatch avant l'annonce préalable de Aevis n'a pas été altéré par un quelconque événement ou un comportement boursier significatif. En conséquence, le CMPV des 60 jours de LifeWatch est pertinent pour cette analyse liée aux primes.

Le calcul de la prime payée est expliqué dans l'Annexe 3.

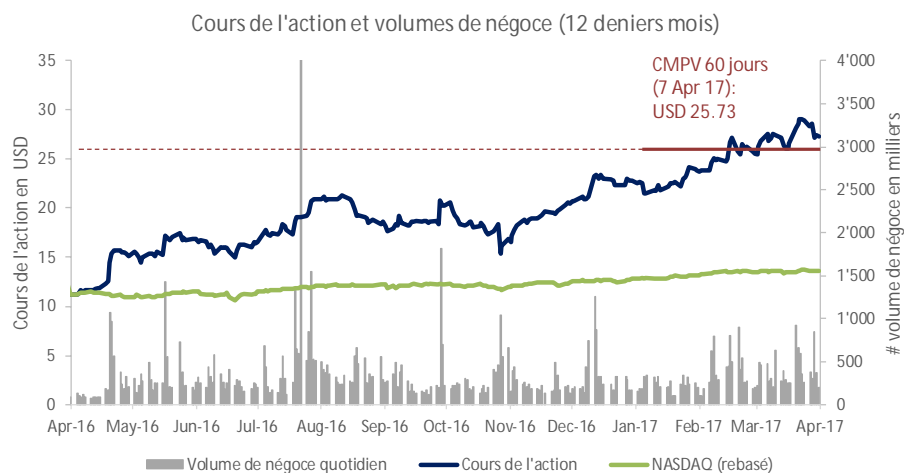
3.9. Développement du cours et du volume d'échange des actions Ordinaires BioTelemetry.

Développement du cours des actions

Le Tableau 13 ci-dessous montre le développement historique du cours et du volume d'échange des actions Ordinaires BioTelemetry au cours des douze derniers mois (jusqu'au 7 avril 2017 inclus, qui est le dernier jour de bourse précédant l'annonce préalable de l'Offre BioTelemetry).

- Le cours des actions Ordinaires a augmenté de 144% au cours des 12 derniers mois
- Le cours des actions Ordinaires se situe entre USD 10.96 et USD 29.50, avec un prix moyen d'USD 19.75 sur la période. Comme il ressort du graphique, le cours des actions Ordinaires BioTelemetry a connu une augmentation significative mais continue durant les 12 derniers mois. Aucun mouvement extrême sur les prix n'a pu être observé
- Le cours de clôture au 7 avril 2017 était d'USD 27.30
- Au 7 avril 2017, le CMPV des 60 jours se monte à USD 25.73
- En comparaison, le NASDAQ Composite Index a gagné 21.2% sur la période des 12 derniers mois.

Tableau 13: BioTelemetry développement du cours de l'action (12 derniers mois)



Source: Bloomberg

Liquidités

BioTelemetry Inc. est cotée à la bourse NASDAQ. Ses actions sont considérées comme liquides au sens du droit suisse des OPA (Circulaire COPA n° 2 – Liquidité au sens du droit des OPA).

Tableau 14: Calcul de la liquidité

12 mois avant l'annonce préalable	Médiane moyenne des volumes journaliers	% du flottant	Critères de liquidité
Avril 16	93'924	0.39%	Oui
Mai 16	253'872	1.04%	Oui
Juin 16	258'922	1.06%	Oui
Juillet 16	252'130	1.03%	Oui
Août 16	401'293	1.65%	Oui
Septembre 16	260'007	1.07%	Oui
October 16	217'312	0.89%	Oui
Novembre 16	236'863	0.97%	Oui
Décembre 16	232'181	0.95%	Oui
Janvier 17	220'937	0.91%	Oui
Février 17	318'137	1.30%	Oui
Mars 17	292'461	1.20%	Oui
Moyenne	253'170	1.04%	Oui

Source: Bloomberg

Flottant

Selon le glossaire de l'indice composite NASDAQ, le flottant de BioTelemetry Inc. est calculé en déduisant du nombre d'actions en circulation, les actions propres, les nouvelles émissions, les actions des initiés et

les actions bloquées. Au 31 décembre 2016, le nombre d'actions Ordinaires en circulation de BioTelemetry Inc. était de 28'261'503 et le flottant de 24'393'155, soit un pourcentage de 86.30%.

Les importants actionnaires de BioTelemetry Inc. suivants sont connus publiquement :

Tableau 15: Actionnaires importants de BioTelemetry Inc.

Actionnaires importants de BioTelemetry Inc.	Nombre d'actions	Nombre d'actions en % des actions en circulation
Blackrock	3'312'870	11.72%
Vanguard Group	1'500'423	5.31%
Dimensional Fund Advisers	1'443'399	5.11%
Renaissance Technologies	1'099'300	3.89%
Cannell Capital	915'560	3.24%
Wellington Management	784'100	2.77%
Wells Fargo & Co	754'509	2.67%
State Street Corp	705'674	2.50%
Thompson Siegel & Walmsley	659'420	2.33%
Total	11'175'255	39.54%

Source: Bloomberg

Ce groupe est composé d'actionnaires institutionnels détenant des actions pour le compte de tiers. Contrairement aux règles à la SIX Swiss Exchange, les participations institutionnelles supérieures à 5% ne sont pas déduites du flottant.

Prix cibles des analystes financiers

L'analyse suivante est basée sur un examen des prix cibles publiés par les analystes financiers couvrant BioTelemetry Inc.

Un objectif de cours peut généralement être défini comme étant la valeur par action que la société considérée devrait sur une base théorique atteindre dans les douze prochains mois selon les projections et attentes des analystes financiers, Cette projection est approximativement équivalente à la valeur de la société par action.

- La valeur moyenne des attentes de tous les analystes s'élève à USD 30.00 par action de BioTelemetry Inc., avec une fourchette de prix comprise entre USD 24.09 et USD 33.00.

Le tableau qui suit résume les recommandations et objectifs de cours des analystes financiers couvrant BioTelemetry Inc. qui nous sont connus :

Tableau 16: Recommandations des Analystes financiers

Date	Analyste	Recommandation	Prix cible
27.02.2017	Lake Street	Buy	30.00
24.02.2017	Sharewise	Sell	24.09
23.02.2017	Gabelli & Co	Buy	-
23.02.2017	Stonegate	Hold	-
23.02.2017	Dongherty & Co	Buy	30.00
23.02.2017	Sidoti & Co	Buy	33.00
16.12.2016	ENA Dimensions	Underweight	-
Moyenne			29.27
Médiane			30.00

Sources: Bloomberg, Thomson Reuters

Résultats de la Due Diligence limitée à l'égard de BioTelemetry Inc.

Compte tenu de l'hypothèse de l'efficacité des marchés, les risques de perte financière associés à toutes questions déjà divulguées et publiées par BioTelemetry sont déjà reflétés dans le cours boursier de BioTelemetry Inc. La Due Diligence réciproque limitée aux rapports financiers, fiscaux et légaux entreprise par LifeWatch à l'égard de BioTelemetry Inc - dans la mesure où nous avons été informés - n'a pas permis de conclure que la valeur de marché actuelle de BioTelemetry Inc. serait matériellement affectée de manière négative par une divulgation de ces résultats.

Résumé

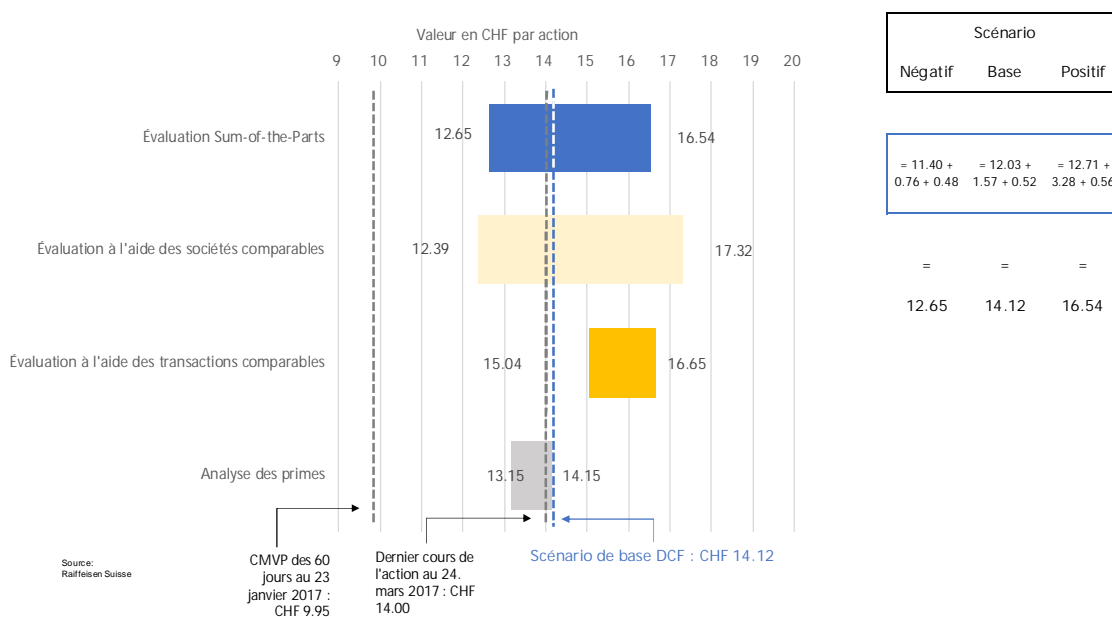
Sur la base de l'analyse qui précède, nous pouvons constater que (i) aucune évolution anormale du cours des actions n'a pu être détectée dans les douze derniers mois, (ii) les actions sont raisonnablement liquides, (iii) une majorité d'analystes financiers couvrant BioTelemetry Inc. émet une recommandation d'achat sur l'action (4 recommandations sur 7) et (iv), au cours de la due diligence préliminaire conduite au sujet de BioTelemetry Inc, et à notre connaissance, aucun élément pouvant potentiellement affecter négativement le cours des actions n'a été découvert.

Sur la base du cours de clôture des actions ordinaires BioTelemetry à 27.30 USD au NASDAQ le 7 avril, 2017, ainsi que le taux de change USD/CHF à 1.0058 publié également le 7 avril 2017 par la Banque Nationale Suisse, soit le dernier jour de cotation précédant l'annonce préalable de l'Offre BioTelemetry, le Prix Principal de l'Offre et le Prix Alternatif de l'Offre donnent une valeur d'environ CHF 14.00 par action nominative LifeWatch.

Sur la base du CMPV des 60 jours de BioTelemetry à USD 25.73 au 7 avril 2017 et au taux de change USD/CHF de 1.0058 ce même jour, le Prix Principal de l'Offre se monte à CHF 13.77 par action LifeWatch, tandis que le Prix Alternatif de l'Offre se monte à CHF 13.65 par action LifeWatch. Comme le CMPV des 60 jours de BioTelemetry est un peu inférieur au cours de clôture le 7 Avril, 2017, la valeur du Prix Principal de l'Offre sur BioTelemetry est de 1,6% inférieure à la valeur communiquée de CHF 14.00 (respectivement, 2,5% en dessous de la valeur retenue par le Prix Alternatif de l'Offre). Cette différence est due lors de l'utilisation du CMPV des 60 jours de BioTelemetry comme référence d'évaluation au lieu du cours de clôture précédent l'annonce préalable de l'Offre BioTelemetry.

4. Résultat de l'attestation d'équité

Tableau 17: Résumé des différentes évaluations



Raiffeisen estime que la méthode d'évaluation "Sum-of-the-Parts", qui évalue individuellement et séparément le Core Business américain existant et les nouvelles activités commerciales attendues début 2017 (la coopération avec GE et la JV turque), est la mieux adaptée à l'évaluation et aux circonstances de notre mandat. L'évaluation par parties permet d'appréhender les risques spécifiques inhérents aux activités actuelles et futures de LifeWatch:

- (i) S'agissant de l'actuel Core Business américain, notre méthode d'évaluation principale est basée sur une analyse DCF du business plan établi par la direction de la Société.
- (ii) En ce qui concerne la coopération avec GE, dont on ne peut exclure le risque de non-réalisation (ou les probabilités de fin prématurée), nous avons utilisé une méthode fondée sur la valeur actuelle nette ajustée aux risques (étant précisé que les probabilités appliquées par Raiffeisen sont discutées au chiffre 3.3 ci-dessus).
- (iii) S'agissant de la JV turque, l'évaluation est basée sur une méthode DCF, qui intègre un risque-pays spécifique pour la Turquie ainsi qu'une prime de risque sur actions durant la période 2017-21 pour tenir compte du statut de "start-up" de la joint-venture et du fait, en particulier, qu'il ne réalise encore aucune vente (voir à ce propos le chiffre 3.4; prime de risque par pays; avertissement relatif à la JV turque).

Sur la base de ces considérations, nous avons utilisé les résultats des analyses de sensibilité de l'évaluation "Sum-of-the-Parts" pour dégager une fourchette de valeurs. Celle-ci est comprise entre CHF 12.64 et CHF 16.54 par action LifeWatch. Dans cette fourchette, la valeur de la Société selon le scénario de base s'élève à CHF 14.12 par action, soit un montant inférieur à la valeur moyenne de la fourchette. Cette asymétrie s'explique par la manière dont les probabilités liées à la mise en œuvre et à la poursuite de la coopération avec GE qui ont été retenues dans le scénario de base ont été allouées, laquelle reflète d'une certaine manière le caractère "optionnel" de cette activité pour les actionnaires de LifeWatch.

Pour valider la plausibilité de l'évaluation "Sum-of-the-Parts", il est utile de comparer la fourchette d'évaluation retenue avec les fourchettes résultant de l'application d'autres méthodes d'évaluation:

- (a) En se fondant sur la méthode d'évaluation des sociétés comparables (CompCo), la limite inférieure de la fourchette d'évaluation s'élève à CHF 12.39 par action. Une telle approche ne tient cependant compte que du potentiel associé au Core Business américain. La limite supérieure de la fourchette d'évaluation des sociétés comparables de CHF 17.32 par action intègre quant à elle le plein potentiel de la coopération avec GE et de la JV turque, mais sans opérer de déduction quant aux risques spécifiques associés. En conséquence, la limite supérieure de la fourchette d'évaluation des sociétés comparables se situe au-dessus de la limite supérieure de la fourchette de l'évaluation "Sum-of-the-Parts", laquelle intègre le risque-pays et le risque de start-up lié à la joint-venture et tient compte d'une probabilité élevée, mais inférieure à 100%, que la coopération avec GE sera mise en œuvre et se poursuivra sur le long terme.
- (b) Les résultats de l'évaluation basée sur les transactions comparables (Compac) aboutissent à une fourchette comprise entre CHF 15.04 à CHF 16.65 par action. Cette fourchette se situe donc à la limite supérieure de la fourchette de l'évaluation "Sum-of-the-Parts". Cependant, compte tenu de l'absence de données de rentabilité pertinentes concernant les transactions comparables, nous nous sommes basés sur les multiplicateurs de revenus. La fourchette d'évaluation qui en résulte peut être considérée comme une approximation raisonnable si les acquéreurs potentiels de LifeWatch renoncent à exiger une décote pour tenir compte de la profitabilité actuelle de LifeWatch, qui est encore légèrement inférieure aux sociétés comparables.
- (c) La fourchette d'évaluation que l'on peut déduire des primes payées dans les opérations d'acquisition passées de CHF 13.15 à CHF 14.15 par action confirme la pertinence de la limite inférieure de la fourchette de l'évaluation "Sum-of-the-Parts".

En tenant compte de la fourchette d'évaluation de CHF 12.65 à CHF 16.54 par action LifeWatch, qui repose sur une appréciation individuelle des flux de trésorerie des activités actuelles et futures de LifeWatch à la date de l'évaluation (24 mars 2017), l'Offre BioTelemetry de CHF 14 par action LifeWatch (basé sur le cours de clôture au 7 avril 2017), est considérée comme financièrement juste et adéquate. Si le CMPV des 60 jours de BioTelemetry d'USD 25.73 (équivalent à CHF 25.88 selon le taux de change du 7 avril 2017) est utilisé à la place du cours de clôture, le Prix Principal de l'Offre se monte à CHF 13.77.

(Respectivement CHF 13.65 dans le cas du Prix Alternatif de l'Offre). Se basant sur la fourchette allant de CHF 12.65 à CHF 16.54 par action LifeWatch mais avec un CMPV des 60 jours de BioTelemetry, le Prix Principal de l'Offre et le Prix Alternatif de l'Offre sont considérées comme financièrement justes et adéquates.

À cet égard, il convient de noter que le taux de change USD/CHF ainsi que le prix d'émission des nouvelles actions ordinaires BioTelemetry peuvent changer entre la période de l'annonce préalable de l'Offre BioTelemetry et la réalisation de celle-ci, offrant un avantage ou un désavantage aux actionnaires de LifeWatch, c'est-à-dire que la valeur totale du Prix Principal de l'Offre et du Prix Alternatif de l'Offre seront sujettes à modification. Toutes modifications du taux de change USD/CHF et du cours boursier de BioTelemetry après le 7 avril 2017, ayant un impact sur les valeurs absolues ainsi que sur les valeurs relatives du Prix Principal de l'Offre et du Prix Alternatif de l'Offre, ne sont pas prises en compte dans cette attestation d'équité.

Considérations fiscales importantes pour les actionnaires de LifeWatch

Le résultat de cette attestation d'équité ne prend pas en compte les conséquences fiscales potentielles résultant de l'Offre BioTelemetry ou de toutes autres offres pour les actionnaires de LifeWatch. Nous nous référons entre autres à la section VI. "CONSIDÉRATIONS FISCALES ISRAÉLIENNES IMPORTANTES" de l'annonce préalable de l'Offre Publique d'Echange et en Espèces de BioTelemetry datée du 9 avril 2017:

La réception d'espèces et d'actions Ordinaires BioTelemetry en échange d'Actions LifeWatch conformément à l'Offre BioTelemetry constituera une transaction de vente taxable du point de vue de l'impôt sur le revenu israélien étant donné que LifeWatch détient une filiale israélienne LifeWatch Technologies, Ltd., Rehovot / Israël qui, à son tour, est la propriétaire de LifeWatch Services sise aux Etats-Unis à partir de laquelle une part importante du chiffre d'affaires de l'entreprise est générée. La contrepartie payable par BioTelemetry pourrait éventuellement être exempté de l'impôt anticipé Israélien, selon certaines conditions, comme la fourniture d'un certificat spécifique d'exemption de l'impôt anticipé émis par l'Autorité Fiscale Israélienne applicable à la vente d'Actions LifeWatch ou l'octroi d'une décision fiscale israélienne pour un actionnaire qui détient moins de 5% et qui soumettra une déclaration confirmant qu'il n'est pas un résident d'Israël. Il n'est pas encore assuré qu'une telle décision d'exempter les actionnaires qui détiennent moins de 5% des actions LifeWatch, qui soumettront une déclaration confirmant qu'ils ne sont pas un résident d'Israël et que les actions LifeWatch aient été achetées après le 1er janvier 2009 ou à une autre date spécifiée, sera accordée. Des informations plus détaillées sur les conséquences fiscales israéliennes et les implications fiscales potentielles dans d'autres juridictions seront disponibles dans le prospectus d'Offre BioTelemetry, notamment dans la section traitant des conséquences fiscales.

Raiffeisen rappelle par conséquent que, dans le cadre de cette attestation d'équité aucune des incidences fiscales éventuelles découlant de l'Offre BioTelemetry n'a été prise en compte et que les incidences fiscales individuelles pourraient avoir un impact sur l'adéquation financière de l'Offre BioTelemetry.

En conséquence, les détenteurs d'actions LifeWatch sont encouragés à consulter leurs conseillers fiscaux concernant l'Offre BioTelemetry ou sur toute autre offre portant sur leurs actions LifeWatch.

Zürich, 21 avril 2017

Raiffeisen Suisse société coopérative

sig. Alexander Cassani

sig. Niklaus Müller

Annexe 1

Multiplicateurs boursiers des sociétés comparables

					Multiplicateurs VE/Revenus			Multiplicateurs VE/EBITDA			Multiplicateurs VE/EBIT			LFY	LFY
Société	Pays	Devise	Cours de l'action 24.03.2014	Capitalisation boursière (en Mio.)	2016a	2017e	2018e	2016a	2017e	2018e	2016a	2017e	2018e	Marge EBITDA	Marge EBIT
Core															
BioTelemetry Inc.	USA	USD	26.6	830.8	3.9x	3.5x	3.2x	20.0x	15.4x	13.4x	30.6x	30.2x	23.7x	19.6%	12.8%
iRhythm Technologies Inc.	USA	USD	35.4	586.8	8.0x	5.8x	4.3x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-23.0%	-24.3%
SHL Telemedicine Ltd.	Switzerland	CHF	7.1	74.3	2.5x(e)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-2.1%	-21.6%
Medicalgorithmics SA	Poland	PLN	341.9	1'233.1	10.1x(e)	4.5x	3.7x	55.3x(e)	14.3x	11.5x	62.7x(e)	n/a	n/a	18.3%	16.2%
Autres sociétés comparables															
Masimo Corporation	USA	USD	93.2	3'814.7	4.9x	4.5x	4.2x	20.1x	17.3x	16.0x	22.3x	18.7x	17.3x	24.2%	21.8%
Medtronic PLC	Ireland	USD	81.0	115'214.5	4.7x	4.4x	4.3x	17.0x	13.9x	12.8x	26.7x	15.5x	14.4x	27.4%	17.4%
Hill-Rom Holdings, Inc.	USA	USD	70.1	4'670.3	2.5x	2.4x	2.3x	13.1x	11.5x	10.7x	22.3x	14.1x	13.1x	19.1%	11.1%
Moyenne					5.2x	4.2x	3.7x	25.1x	14.5x	12.9x	32.9x	19.6x	17.1x		
Moyenne sans min/max					4.8x	4.2x	3.8x	19.0x	14.5x	12.6x	26.6x	17.1x	15.8x		
Médiane					4.7x	4.5x	3.9x	20.0x	14.3x	12.8x	26.7x	17.1x	15.8x		

Sources: Bloomberg, Raiffeisen

Annexe 2

Transactions antérieures

Cible	Acheteur	Date de réalisation	Type de Paiement	Valeur d'Entreprise (VE) (en Mio. USD)	Multiplieur LTM VE/Revenus	Multiplieur LTM EV/EBITDA
Mortara Instrument	Hill-Rom	Fév 17	Espèces	330	2.9	n/a
Sorin Group	Cyberonics	Oct 15	Échange	1,505	1.8	11.0
Welch Allyn	Hill-Rom	Sep 15	Mixte	2,050	2.9	n/a
SHL	Shanghai Jiuchuan Investment	non-réalisation	Espèces	116	2.8	15.5
DR Systems	Merge Healthcare	Fév 15	Espèces	70	1.6	6.8
Pulsion Medical Systems	Maquet Getinge Group	Fév 14	Espèces	189	4.1	12.5
Suntech Medical	Halma	Mai 12	Espèces	52	2.3	n/a
Moyenne					2.6	11.5
Moyenne sans min/max					2.5	11.8
Médiane					2.8	11.8

Source: Mergermarket

Annexe 3

Prime de rachats publics depuis le 1er janvier 2017 – Uniquement les transactions pertinentes

Cible	Acquéreur	Date de l'annonce	Valeur de transaction (CHF Mio.)	Participation de l'acquéreur lors de l'annonce	Taux de participation	Niveau d'acceptation de l'offre	Prime payée (basée sur le CMPV 60 jours)	Considération (% en espèces)
Gétaz Romang Holding	CRH Europe Holding	05.03.2007	537	32.5%	99%	67%	25%	100%
SEZ	LAM	11.12.2007	639	6.7%	95%	67%	54%	100%
Baumgartner ¹⁾	Behr Bircher Cellpack	29.02.2008	60	25.6%	91%	67%	11%	100%
Ciba	BASF	15.09.2008	3'346	1.5%	95%	67%	64%	100%
Winterthur Technologie AG	3 M (Schweiz)	06.12.2010	363	14.4%	85%	67%	23%	100%
Feintool International Holding AG	Artemis Beteiligungen III AG	17.01.2011	267	33.0%	81%	50%	7%	100%
Schulthess Group AG	Nibe Industrier AB	11.04.2011	629	31.1%	97%	67%	26%	60%
Newave Energy Holding AG	ABB Schweiz AG	12.12.2011	169	0.0%	99%	67%	36%	100%
Acino Holding AG	Pharma Strategy Partners GmbH	02.10.2013	398	0.0%	94%	67%	53%	100%
Victoria Jungfrau Collection AG ²⁾	Aevis Holding SA	24.10.2013	86	10.7%	71%	51%	70%	100%
Publigroupe SA	Swisscom AG	17.04.2014	473	23.0%	98%	67%	73%	100%
Nobel Biocare Holding AG	Danaher Corporation	15.09.2014	1'997	4.6%	97%	67%	7%	100%
Swisslog Holding AG	KUKA Aktiengesellschaft	25.09.2014	338	0.4%	92%	67%	14%	100%
Micronas Semiconductor Holding AG	TDK Corporation	17.12.2015	210	0.0%	94%	67%	63%	100%
Kuoni Reisen Holding AG	Kiwi Holding AG	02.02.2016	1'360	0.0%	91%	67%	34%	100%
gategroup Holding AG	HNA Group Co.	11.04.2016	1'384	0.8%	96%	67%	37%	100%

Moyenne des primes payées (transactions significatives)

37.3%

¹⁾ l'offre a été améliorée par l'acquéreur

²⁾ offre concurrente

Sources: Takeover.ch, Raiffeisen

Annexe 4

Calcul des facteurs bêta

Société comparable	Bêta avec effet de levier ¹⁾	Dette nette / Cap. boursière	Taux d'imposition marginal ²⁾	Facteur unlevering ³⁾	Bêta sans effet de levier ⁴⁾
Biotelemetry	0.95	(1.7%)	35.0%	1.01	0.96
Masimo Corp	0.95	(11.5%)	35.0%	1.08	1.02
Hill-Rom	1.12	40.3%	35.0%	0.79	0.89
Medtronic	0.87	17.1%	23.6%	0.88	0.77
Moyenne	0.97	11.1%	32.2%	0.94	0.91
Médiane	0.95	7.7%	35.0%	0.95	0.93
Dont exclus :					
iRhythm Technologies ⁵⁾	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d
SHL Telemedicine ⁶⁾	0.17	15.2%	25.0%	0.90	0.15
Medicalgorithmics SA ⁵⁾	0.53	2.0%	19.0%	0.98	0.52

¹⁾ Source : Bloomberg

²⁾ Taux d'imposition marginal selon les rapports annuels ; si indisponibles, taux selon les tableaux KPMG d'imposition des entreprises en 2016

³⁾ Facteur unlevering = $1/(1+(1-\text{taux d'imposition marginal}) \times (\text{Capital étranger/Capitalisation boursière}))$

⁴⁾ Bêta sans effet de levier = Bêta avec effet de levier ajusté * Facteur unlevering

⁵⁾ Période d'observation trop courtes depuis l'introduction en bourse

⁶⁾ Niveau de liquidité trop bas

Contacts

Raiffeisen Suisse
Corporate Finance
Stampfenbachstrasse 114
Case postale 6326
8050 Zurich

Alexander Cassani
Corporate Finance
Co-Head
+41 44 226 72 69
alexander.cassani@raiffeisen.ch

Dr. Niklaus Müller
Corporate Finance
Co-Head
+41 44 226 72 67
niklaus.mueller@raiffeisen.ch

Venhar Fejzulahi
Corporate Finance
Associate
+41 44 226 72 65
venhar.fejzulahi@raiffeisen.ch