

**Expertise d'évaluation relative à l'offre publique d'achat
de M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments SA,
Vouvry, sur toutes les actions nominatives en circulation
de Genolier Swiss Medical Network SA, Genolier**

9 février 2011

Personnel / confidentiel

Louis Siegrist
Partner

Transaction Advisory Services

T +41 58 286 21 31
M +41 58 289 21 31
F +41 58 286 30 25
E louis.siegrist@ch.ey.com

Dr. Jvo Grundler
Partner

Transaction Legal Services

T +41 58 286 44 02
M +41 58 289 44 02
F +41 58 286 30 25
E jvo.grundler@ch.ey.com



[Ernst & Young]
[Insert address]

Reliance Restricted

9 février 2011

[Insert transmittal letter]

Abréviations

Al.	Alinéa
Art.	Article
Capitaux empruntés (CE)	Capitaux empruntés
CHF	Franc suisse
CMPC	Coût moyen pondéré du capital
CMPV	Cours moyen pondéré selon le volume
COPA	Commission des OPA
DCF	Méthode du discounted cash-flow
EBIT	Bénéfice avant intérêts et impôts (angl.: Earnings before interest and taxes)
EBITDA	Bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements (angl.: Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)
EMER Holding	EMER Holding SA
Ernst & Young	Ernst & Young SA, Zurich
FMI	Fonds monétaire international
FP	Fonds propres
GSMN	Genolier Swiss Medical Network SA, Genolier
HR Finance & Participations	HR Finance & Participations SA
IPC	Indice des prix à la consommation
KCHF	Milliers de francs suisses
LBVM	Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (Loi sur les bourses, LBVM) du 24 mars 1995 (version au 1er janvier 2009), RS 954.1
LIBOR	London Interbank Offered Rate
MCHF	Millions de francs suisses
MEDAF	Modèle d'évaluation des actifs financiers
MR	Michel Reybier, Cologny

Abréviations

MRSI	M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments S.A., Vouvry
MUSD	Millions de dollars US
OBVM FINMA	Ordonnance de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (Ordonnance de la FINMA sur les bourses, OBVM-FINMA) du 25 octobre 2008 (version au 1er janvier 2009), RS 954.193
OPA	Offre publique d'achat
p. ex.	par exemple
PME	Petites et moyennes entreprises

Table des matières

Résumé	1
Introduction	3
Description de l'entreprise	6
Bases de l'évaluation	9
Evaluation de l'entreprise	16
Appréciation globale	27
Annexe	29
1. Résumé	2
2. Situation initiale	4
3. Mandat à Ernst & Young	5
4. Profil succinct et structure organisationnelle	7
5. Bases d'évaluation	10
6. Hypothèses de base et méthodes d'évaluation	11
7. Analyse de liquidité des actions GSMN	14
8. Méthode du discounted cash-flow	17
9. Méthode de la valeur de marché	25
10. Appréciation globale.....	28
11. Groupe de comparaison pour la déduction du risque systématique et du multiple EBITDA.....	30
12. Description des entreprises du groupe de comparaison.....	31

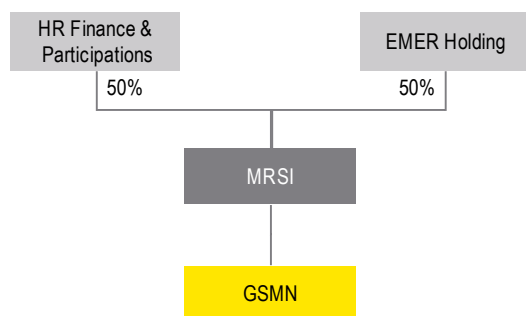
Résumé

1. Résumé

Résumé

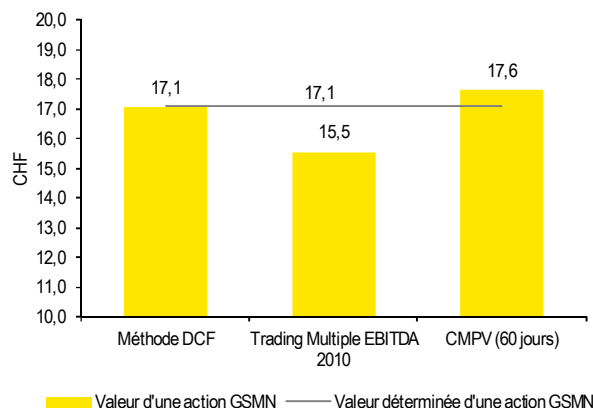
Structure d'entreprise après la réalisation de la transaction

Source: Ernst & Young



Valeur de l'action GSMN selon la méthode appliquée, le CMPV (60 jours) et la valeur déterminée par Ernst & Young

Source: informations de MRSI et GSMN, calculs d'Ernst & Young



Contexte de l'expertise

- Le 19 janvier 2011, Antoine Hubert, Crans-Montana, et l'entrepreneur français Michel Reybier, Cologny, ont constitué un groupe d'actionnaires. Ils détiennent ensemble 55,28% du capital-actions et des droits de vote de Genolier Swiss Medical Network SA («GSMN») sous la forme de participations directes et indirectes.
- En créant ce groupe, Antoine Hubert et Michel Reybier ont dépassé la valeur limite les obligeant à présenter une offre publique, conformément à la loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières. Au vu de cette situation, M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments S.A. («MRSI»), une holding détenue à parts égales par Antoine Hubert (à travers HR Finance & Participations SA) et Michel Reybier (à travers EMER Holding SA), envisage de soumettre une offre publique d'acquisition au sens de l'art. 22 ss. de la loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières pour toutes les actions nominatives en circulation de GSMN, d'une valeur nominale de CHF 5 chacune (ci-après «action GSMN»).
- Conformément à l'annonce préalable du 20 janvier 2011, le prix de l'offre publique d'achat sera de CHF 19 net par action GSMN.
- Les actions GSMN sont cotées à la Bourse suisse SIX Swiss Exchange et sont qualifiées d'illiquides en raison de leur volume de négoce très faible au cours des 12 mois pleins de négoce ayant précédé la publication de l'annonce préalable de l'offre publique d'achat de MRSI. Par conséquent, la fixation du prix proposé par MRSI doit s'appuyer sur une évaluation effectuée par un organe de contrôle, au sens de l'art. 40, al. 4, OBVM-FINMA.
- MRSI a mandaté Ernst & Young afin de procéder, en qualité d'organe de contrôle, à l'évaluation d'une action GSMN au sens de l'art. 40, al. 4, OBVM-FINMA. Cette expertise ne peut être publiée qu'en relation avec le présent rapport et ne doit pas être utilisée à d'autres fins.

Résultat de l'expertise

- Sur la base des analyses effectuées et des entretiens menés avec les parties concernées ainsi que des méthodes d'évaluation appliquées, la valeur d'une action GSMN s'établit à CHF 17,1.
- Nos considérations sur l'évaluation sont fondées sur la méthode DCF comme base de détermination de la valeur.

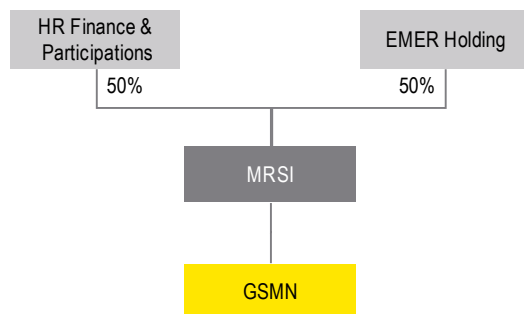
Introduction

2. Situation initiale
3. Mandat à Ernst & Young

Situation initiale

Structure d'entreprise après réalisation de la transaction

Source: MRSI



Situation initiale

- Le 19 janvier 2011, Antoine Hubert, Crans-Montana, et l'entrepreneur français Michel Reybier, Cognny, ont constitué un groupe d'actionnaires. Ils détiennent ensemble 55.28% du capital-actions et des droits de vote de Genolier Swiss Medical Network SA («GSMN») sous la forme de participations directes et indirectes.
- En créant ce groupe, Antoine Hubert et Michel Reybier ont dépassé la valeur limite les obligeant à présenter une offre, conformément à la loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières. Au vu de cette situation, M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments S.A. («MRSI»), une holding détenue à parts égales par Antoine Hubert (à travers HR Finance & Participations SA) et Michel Reybier (à travers EMER Holding SA), envisage de soumettre une offre publique d'acquisition au sens de l'art. 22 ss. de la loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières pour toutes les actions nominatives de GSMN en circulation, d'une valeur nominale de CHF 5 chacune (ci-après «action GSMN»).
- Conformément à l'annonce préalable du 20 janvier 2011, le prix de l'offre publique d'achat sera de CHF 19 net par action GSMN.
- Les actions GSMN sont cotées à la Bourse suisse SIX Swiss Exchange et sont qualifiées d'illiquides en raison de leur volume de négoce très faible au cours des 12 mois pleins de négoce ayant précédé la publication de l'annonce préalable de l'offre publique d'achat de MRSI. Par conséquent, la fixation du prix proposé par MRSI doit s'appuyer sur une évaluation effectuée par un organe de contrôle, au sens de l'art. 40, al. 4, OBVM-FINMA.

¹ Cf. Circulaire n° 2 de la COPA: liquidité au sens du droit de reprise du 26 février 2010

MRSI charge Ernst & Young de l'évaluation de GSMN conformément à l'art. 40, al. 4, OBVM-FINMA

Mandat à Ernst & Young

- ▶ MRSI a chargé Ernst & Young de procéder, en qualité d'organe de contrôle, à l'évaluation d'une action GSMN au sens de l'art. 40, al. 4, OBVM-FINMA. Cette expertise ne peut être publiée qu'en relation avec le présent rapport et ne doit pas être utilisée à d'autres fins.
- ▶ Les détails du mandat sont contenus dans la confirmation du mandat du 25 octobre 2010.
- ▶ L'expertise ne constitue en aucun cas une recommandation d'accepter ou de refuser l'offre publique d'achat. Elle ne comporte par ailleurs aucune évaluation des points suivants:
 - une estimation des conséquences qu'aurait la décision d'acceptation ou de refus.
 - une estimation de la valeur future d'une action GSMN et du prix auquel les actions GSMN non livrées dans le cadre de l'offre d'achat pourront dorénavant se négocier.

Description de l'entreprise

4. Profil succinct et structure organisationnelle

GSMN exploite le deuxième réseau d'hôpitaux privés de Suisse

Logo d'entreprise de GSMN

Source: site web de l'entreprise

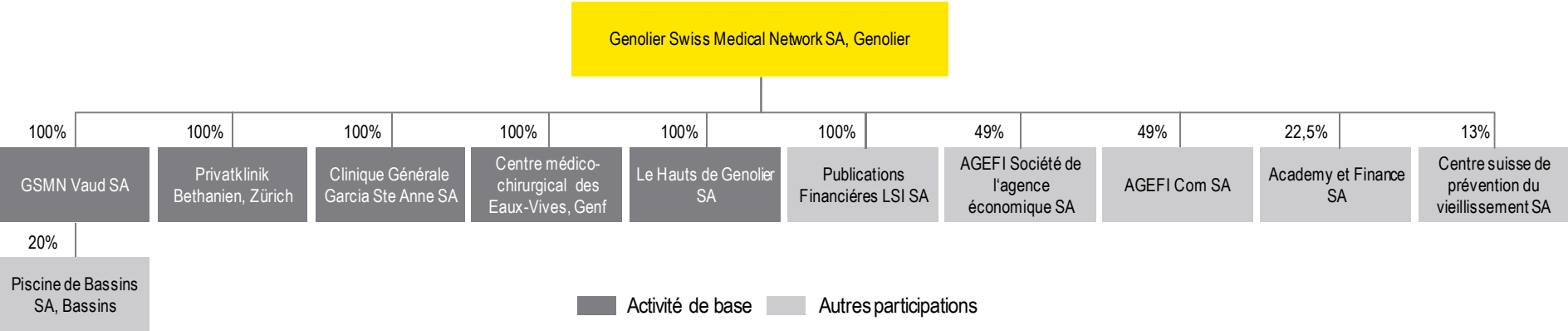


Profil succinct et structure organisationnelle

- ▶ GSMN exploite le deuxième réseau de cliniques privées de Suisse, alliant soins médicaux et services hôteliers. Le siège social enregistré du Groupe est Genolier, en Suisse.
- ▶ L'entreprise compte aujourd'hui environ 550 médecins affiliés et emploie près de 1072 collaborateurs. Les actions GSMN sont cotées à la Bourse suisse SIX Swiss Exchange depuis juillet 1999. L'entrée en Bourse en 1999 a eu lieu sous le nom AGEFI.
- ▶ GSMN possède actuellement en Suisse quatre hôpitaux privés, une clinique de réadaptation, deux centres médicaux pluridisciplinaires ainsi qu'une résidence pour personnes âgées.
- ▶ GSMN poursuit une stratégie de croissance prévoyant la reprise et la restructuration de cliniques existantes. Le Groupe a ainsi acquis la Clinique de Genolier en 2002 et, un an plus tard, la Clinique de Montchoisi SA et en 2005 la Clinique Générale. La Clinique de Valmont a été rachetée en 2006. La même année, GSMN a été intégré à AGEN Holding. Deux ans plus tard, AGEN a été renommé GSMN. Le centre médical pluridisciplinaire ainsi que le centre de radio-oncologie ont été acquis en 2009. La clinique privée Bethanien, acquise en 2010, est la dernière acquisition jusqu'à présent.
- ▶ La structure de l'organisation ressort du graphique ci-dessous

Structure organisationnelle de GSMN

Source: informations de GSMN



GSMN exploite le deuxième réseau d'hôpitaux privés de Suisse

- ▶ GSMN Vaud SA regroupe les participations suivantes:
 - Clinique de Genolier SA;
 - Clinique de Valmont SA;
 - Clinique de Montchoisi SA; et
 - GSMN Management & Services SA
- ▶ Le Centre médico-chirurgical des Eaux-Vives englobe aussi le Centre de radio-oncologie des Eaux-Vives.
- ▶ Le tableau ci-dessous donne les principaux chiffres-clés des différentes cliniques. Données au 30 juin 2010.

Chiffres-clés de chaque clinique

Chiffre-clé / Clinique	Clinique de Genolier, Genolier	Clinique Valmont, Glion sur Montreux	Clinique de Montchoisi, Lausanne	Privatklinik Bethanien, Zurich	Privatklinik Bethanien, Zurich	Centre médico-chirurgical et Centre de radio-oncologie des Eaux-Vives, Genève	Résidence Les Hauts de Genolier, Genolier
Lits disponibles	168	78	21	96	60	Aucun	63 suites
Médecins praticiens agréés	160	2	97	196	82	20	Aucun
Collaborateurs	297	104	98	277	139	35	16
Opérations	1 333	Aucune	2 524	2 112	2 267	Aucune	Aucune
Mix de patients (privé-semi-privé / général)	95% / 5%	72% / 28%	96% / 4%	97% / 3%	30% / 70%	n.a.	n.a.

Bases de l'évaluation

- 5. Bases d'évaluation
- 6. Hypothèses de base et méthodes d'évaluation
- 7. Analyse de liquidité des actions GSMN

Bases d'évaluation

Vue d'ensemble des informations utilisées pour l'évaluation

Source: diverses

Business plan consolidé 2011-2014 pour GSMN

Rapport semestriel 2010

Rapports annuels 2008 et 2009 de GSMN

Prospectus d'offre du 20 janvier 2011

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

Valuation Yearbook 2010, Morningstar

Analyse du marché des capitaux sur le long terme de Pictet «The Performance of Shares and Bonds in Switzerland», janvier 2008

Informations du marché supplémentaires (p. ex. Bloomberg; FMI; Onesource; Globalinsight; Capital IQ)

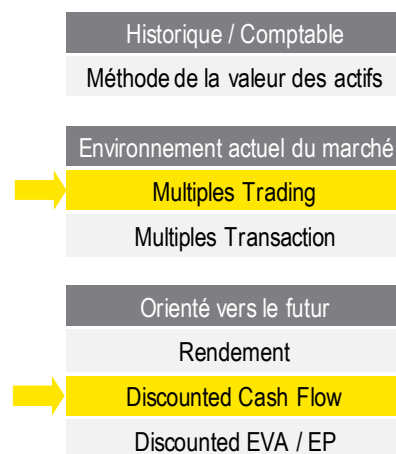
Bases d'évaluation générales

- ▶ Les cash-flows futurs reposent avant tout sur le budget consolidé de 2010 et le business plan consolidé de 2011 à 2014. Ces informations ont été examinées par Ernst & Young sur la base d'études de benchmarking et dans le cadre d'entretiens avec MRSI et GSMN et, le cas échéant, adaptées aux fins de cette évaluation.
- ▶ Les bases générales sur lesquelles se fonde la présente expertise d'évaluation sont d'une part des informations publiquement accessibles, d'autre part des données financières historiques ainsi que des données prospectives de planification financière. Nos réflexions en matière d'évaluation reposent essentiellement sur:
 - le business plan consolidé pour 2011-2014;
 - le rapport semestriel 2010;
 - les rapports annuels 2008 et 2009;
 - des informations accessibles au public;
 - les valeurs de comparaison déduites du marché et de diverses bases de données.
- ▶ Conformément au communiqué de presse du 30 janvier 2011, les chiffres d'affaires de 2010 et 2011 ont été adaptés dans le business plan consolidé.
- ▶ Nous avons par ailleurs eu l'occasion de discuter de différentes questions relatives aux documents susmentionnés avec le management de MRSI et de GSMN. Lors des entretiens menés avec les parties intéressées, les hypothèses du business plan ont été soumises à un examen critique et l'appréciation générale du développement futur de l'industrie a été discutée. Après une nouvelle analyse des références sectorielles disponibles, le business plan a été soumis à un examen critique.
- ▶ D'une manière générale, Ernst & Young présuppose l'exactitude et l'exhaustivité des informations mises à disposition et se fie aux déclarations du management de MRSI et de GSMN, dont la plausibilité a été vérifiée.

La présente évaluation s'appuie sur la méthode DCF et la méthode de la valeur de marché

Les méthodes d'évaluation courantes et notre sélection

Source: Ernst & Young



Hypothèses de base

- ▶ La juste valeur d'entreprise de GSMN a été calculée en partant de l'hypothèse que GSMN poursuivra l'ensemble de ses activités de manière indépendante.
- ▶ Les effets de futures reprises ainsi que d'éventuels potentiels de synergie avec des investisseurs n'ont pas été pris en compte dans notre évaluation. Par ailleurs, nous sommes partis du principe que l'orientation opérationnelle du Groupe est correctement reflétée dans le business plan dont nous disposons et qu'elle ne subira aucune modification essentielle. Les informations financières existantes ont été soumises à un examen critique par Ernst & Young et diverses hypothèses et prévisions contenues dans ce plan ont été adaptées en fonction des objectifs de l'évaluation.
- ▶ Nous considérons les personnes morales composant GSMN comme une entité opérationnelle et évaluons sa capacité future à générer des cash-flows positifs.
- ▶ Le nombre total des actions GSMN enregistrées, d'une valeur nominale de CHF 5 chacune, est de 6 200 600. Toutefois, pour le calcul de la valeur par action, seules les 6 119 837 actions en circulation ont été prises en compte lors de l'application des différentes méthodes d'évaluation. La différence de 80 763 actions correspond aux actions détenues par la société elle-même. Ces dernières ne donnent pas droit au dividende et ne confèrent aucun droit de vote. En d'autres termes, elles ne sont pas déterminantes pour obtenir le contrôle de l'entreprise, de sorte qu'elles n'ont pas été prises en compte dans nos réflexions en matière d'évaluation.

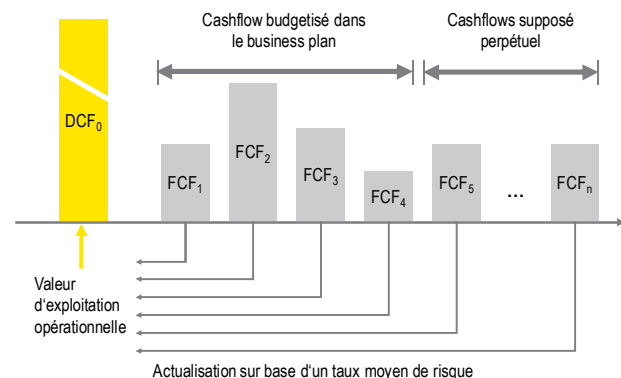
Méthodes d'évaluation appliquées

- ▶ La présente expertise s'appuie principalement sur la méthode DCF; la méthode de la valeur de marché a également été considérée.
- ▶ La méthode DCF ne peut se fonder sur des informations publiquement accessibles car les activités de GSMN ne sont pas couvertes par des analystes financiers. D'autres méthodes telles que la méthode de la valeur des actifs ou la méthode de rendement ne donnent pas lieu à des résultats utiles.
- ▶ La date d'évaluation a été fixée au 20 janvier 2011, date de l'annonce préalable de la transaction prévue. La date d'évaluation est importante en ce sens que les cash-flows futurs seront escomptés à cette date. De plus, les paramètres d'évaluation temporels (p. ex. bêta ou structure du capital) sont calculés pour cette date.

La méthode DCF permet de déterminer la valeur d'entreprise sur la base de la capacité de l'entreprise à générer des cash-flows positifs à l'avenir

Représentation graphique de la méthode DCF

Source: Ernst & Young



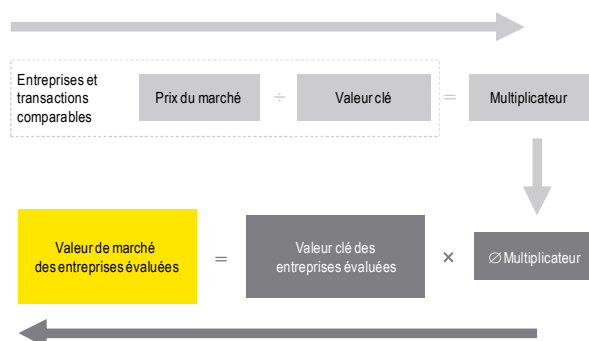
Description de la méthode DCF

- ▶ La méthode DCF détermine la valeur opérationnelle d'une entreprise grâce à l'escompte des cash-flows futurs disponibles planifiés avec le coût moyen pondéré du capital (CMPC).
- ▶ Diverses grandeurs sont évaluées sur la base des valeurs de marché, par ex. le risque systématique (bêta) ou la structure du capital pour la détermination du taux d'escompte.
- ▶ L'application de la méthode DCF débouche après la période du business plan sur une hypothèse concernant un cash-flow disponible durable utilisé pour déterminer la valeur résiduelle. Cette valeur résiduelle inclut la valeur de tous les cash-flows futurs qui suivent la période du business plan.
- ▶ Les cash-flows disponibles qui en sont déduits décrivent les flux opérationnels avant les activités de financement et, partant, les cash-flows mis à la disposition des bailleurs de fonds propres et empruntés. C'est la raison pour laquelle la valeur de marché du capital emprunté doit être déduite de la valeur opérationnelle de l'entreprise pour l'évaluation des fonds propres.
- ▶ Comme la méthode DCF détermine la valeur opérationnelle, il importe de prendre en compte, au cours de la détermination de la valeur globale des fonds propres, les éventuels éléments d'actifs et engagements non nécessaires à l'exploitation.

La méthode des Trading Multiples permet de déterminer la valeur d'entreprise sur la base des données de marché d'entreprises cotées du même secteur

Représentation graphique de la méthode de la valeur de marché

Source: Ernst & Young



Méthode de la valeur de marché

- ▶ La méthode de la valeur de marché recouvre en principe deux méthodes:
 - la «méthode des Trading Multiples» et
 - la «méthode des Transaction Multiples»
- ▶ La méthode des Trading Multiples s'attache aux ratios financiers d'entreprises cotées comparables dont les ratios sont comparés à ceux de l'entreprise cible. Les entreprises appropriées sont sélectionnées sur la base de différents critères, p. ex. le secteur, le marché, la taille de l'entreprise, la structure du capital, les propriétaires. Les données obtenues sont ensuite corrigées des écarts statistiques flagrants (par exemple part du chiffre d'affaires uniquement marginale dans le même secteur).
- ▶ Les ratios de chiffre d'affaires (rapport entre la valeur de l'entreprise et le chiffre d'affaires) et les ratios orientés sur le rendement (rapport entre la valeur de l'entreprise et le bénéfice ou le cash-flow) sont des multiples fréquemment utilisés.
- ▶ La méthode des Transaction Multiples se réfère aux prix des transactions d'entreprise effectivement réalisées. Les transactions publiées, où des entreprises comparables ont été reprises, fournissent également des «indices de marché» qui peuvent être utilisés pour confirmer ou pour déduire la valeur d'une entreprise. Des ratios de chiffre d'affaires (rapport entre la valeur de l'entreprise et le chiffre d'affaires) et des ratios orientés sur le rendement (rapport entre la valeur de l'entreprise et l'EBITDA, l'EBIT ou le cash-flow) sont également fréquemment utilisés en guise de multiples.
- ▶ Dans les méthodes basées sur les valeurs de marché, il est essentiel que la détermination du multiplicateur, et le calcul inverse de la valeur de l'entreprise à évaluer, respectent une logique cohérente. Cet impératif est notamment d'une importance majeure pour les actifs non liés à l'exploitation et les positions du bilan telles que les liquidités ou les provisions.
- ▶ Dans la présente évaluation, seule la méthode des Trading Multiples est appliquée.

Analyse de liquidité des actions GSMN

Analyse de liquidité

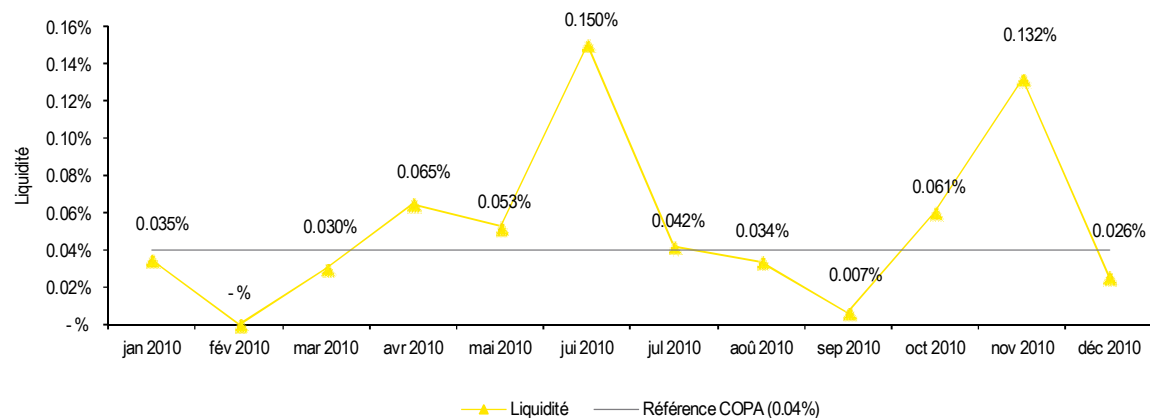
- ▶ Selon l'art. 40, al. 1, OBVM-FINMA, et s'agissant des sociétés cotées, le prix de l'offre doit correspondre au minimum au cours boursier pour chaque catégorie de titres de participation de la société cible. Le cours boursier correspond au cours moyen pondéré selon le volume (ci-après «CMPV») des 60 derniers jours de négoce. Celui-ci se monte à CHF 17,6 si l'on part de la date de la publication.
- ▶ Si, avant la publication de l'offre, resp. avant l'annonce préalable, les titres de participation ne sont pas liquides au sens de l'art. 40, al. 4, OBVM-FINMA, un organe de contrôle doit procéder à leur évaluation.
- ▶ Les actions GSMN sont cotées à la Bourse suisse SIX Swiss Exchange. Dans cette section, la liquidité de l'action GSMN est analysée de façon à déterminer si une évaluation par un organe de contrôle s'avère nécessaire au sens de l'art. 40, al. 4, OBVM-FINMA.
- ▶ Les critères pour déterminer la notion de liquidité ont été publiés par la COPA dans la Communication n° 2 du 26 février 2010 : Liquidité au sens du droit des OPA. Selon ces critères, un titre est considéré comme liquide au sens de l'art. 40, al. 4, OBVM-FINMA si, pendant au moins 10 des 12 mois complets précédant la publication de l'offre ou de l'annonce préalable, la médiane mensuelle du volume quotidien des transactions en bourse est égale ou supérieure à 0,04 % de la fraction librement négociable du titre de participation (free float (flottant)).
- ▶ Le volume quotidien des transactions en bourse correspond au volume des transactions effectuées sur la ligne de négoce ordinaire pendant un jour de bourse.
- ▶ Les analyses effectuées reposent sur les données reçues de SIX sur le volume de négoce quotidien et le flottant; elles montrent que l'action GSMN a été négociée avec un volume égal ou supérieur à 0,04% du flottant durant 6 mois complets sur 12 précédant la publication de l'offre.

Analyse de liquidité des actions GSMN

► L'analyse décrite est représentée dans le graphique ci-dessous:

Analyse de liquidité de l'action GSMN

Sources: Bloomberg et calculs d'Ernst & Young



Evaluation de l'entreprise

- 8. Méthode du discounted cash-flow
- 9. Méthode de la valeur de marché

Méthode du discounted cash-flow

Application de la méthode DCF à GSMN

- ▶ Le business plan consolidé de GSMN constitue la base pour déterminer la valeur totale de GSMN au 20 janvier 2010.
- ▶ Pour obtenir la valeur des fonds propres de GSMN, les capitaux empruntés rémunérés à la date d'évaluation sont déduits au niveau consolidé et les actifs non nécessaires à l'exploitation ajoutés.
- ▶ La valeur unitaire de l'action GSMN est calculée en divisant la valeur des fonds propres de GSMN par le nombre d'actions en circulation (actions en circulation = actions émises moins actions détenues en propre).
- ▶ La plausibilité des informations financières obtenues a été vérifiée par des entretiens avec le management de GSMN et MRSI ainsi que par des analyses des valeurs de référence du secteur, de façon à obtenir une appréciation cohérente de l'évolution future de GSMN d'une part, et de l'ensemble du secteur d'autre part.
- ▶ Le taux d'escompte est l'un des principaux vecteurs de valeur et fait partie intégrante de l'évaluation DCF. Le calcul et les paramètres sous-jacents font l'objet de la prochaine section. La valeur d'entreprise opérationnelle et les hypothèses admises à cet égard sont décrites plus loin.

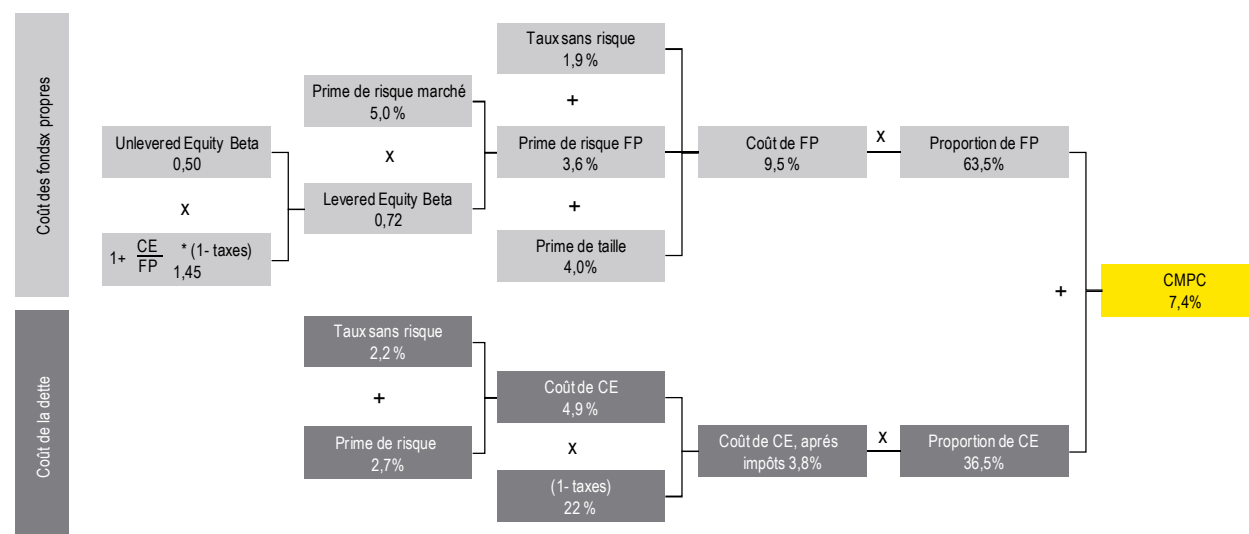
Ernst & Young a calculé un CMPC de 7,4% pour GSMN

Détermination du facteur d'escompte pour GSMN

- Le CMPC décrit l'exigence de rendement pondérée des bailleurs de fonds propres et de capitaux empruntés. Un ajustement fiscal des coûts des capitaux empruntés est nécessaire étant donné que les impôts contenus dans les cash-flows disponibles sont calculés sur la base de l'EBIT.
- Les coûts des fonds propres sont déduits selon le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) généralement admis. Les coûts des capitaux empruntés ont été corrigés du taux d'imposition consolidé de GSMN de 22%.
- Le CMPC pour GSMN est calculé selon la formule illustrée ci-après:

Schéma de calcul du CMPC corrigé des impôts pour GSMN

Source: Ernst & Young



Description des paramètres de saisie pour la détermination du CMPC

► Les éléments du CMPC corrigé des impôts et leur déduction sont décrits ci-après:

Structure du capital et taux d'imposition (valeurs arrondies)

Composante	Valeur	Explication	Sources
Quote-part des capitaux empruntés	36,5%	La quote-part des capitaux empruntés décrit la structure de capital de GSMN à la date d'évaluation. Elle permet de pondérer les coûts des capitaux empruntés dans le CMPC.	Part des CE selon la structure de capital de GSMN
Quote-part des fonds propres	63,5%	La quote-part des fonds propres décrit la structure de capital de GSMN à la date d'évaluation. Elle permet de pondérer les coûts des fonds propres dans le CMPC.	Déduction par le biais de la part des capitaux empruntés
Taux d'imposition Suisse	22%	Le taux d'imposition correspond au taux d'imposition consolidé de GSMN. Le taux d'imposition est utilisé dans le processus de «Re-levering» pour le calcul du bêta et l'ajustement fiscal des coûts des capitaux empruntés.	Management de GSMN

Source: Ernst & Young

Coûts des fonds propres (valeurs arrondies)

Composante	Valeur	Explication	Sources
Taux sans risque Suisse	1,9%	Le taux sans risque décrit la prévision de rendement nominale pour les placements sans risque. En tant que grandeur nominale, le taux sans risque contient une prévision concernant la rémunération réelle et l'inflation.	Rendement d'une obligation de la Confédération suisse à 10 ans au 19 janvier 2011 selon Bloomberg
Bêta «unlevered» ajusté	0,50x	Le bêta reflète le risque systématique d'une action déterminé selon le MEDAF. Les bêtas ont été observés sur le marché des capitaux et sont «unlevered» conformément à la structure de leur capital. Le processus de «unlevering» corrige les bêtas et neutralise les effets induits par la structure différente des capitaux empruntés. Formule: $\text{bêta (unlevered)} = \text{bêta ajusté} / (1 + \text{CE/FP} * (1 - \text{taux d'imposition}))$	Le bêta «unlevered» ajusté repose sur la moyenne du groupe de comparaison; voir annexe (source: Bloomberg)
Bêta «relevered» ajusté GSMN	0,72x	Pour calculer le risque systématique pour GSMN, le bêta «unlevered» ajusté est «relevered» conformément à la structure de capital cible. Formule: $\text{bêta (relevered)} = \text{bêta (unlevered)} * (1 + \text{CE/FP} * (1 - \text{taux d'imposition}))$	
Prime de risque de marché	5%	La prime de risque de marché correspond à la différence entre le rendement du marché des actions sous-jacent et le rendement sans risque d'un emprunt d'Etat correspondant au cours d'une période probante.	Prime de risqué de marché pour la Suisse (tirée de Pictet «The Performance of Shares and Bonds in Switzerland», janvier 2009 et Ernst & Young)

Description des paramètres de saisie pour la détermination du CMPC

Prime de taille	4,0%	Plusieurs études empiriques ont montré qu'en comparaison avec les grandes entreprises, les petites entreprises (en termes de capitalisation) affichaient à long terme un excédent de rendement qui ne s'explique pas via le MEDAF, en d'autres termes le risque systématique. En règle générale, de plus hauts rendements ne sont possibles à long terme que moyennant de plus grands risques. En échange de ces risques plus élevés, les bailleurs de fonds exigent une indemnisation plus importante. Afin de compenser l'exigence de rendement accrue d'une société telle que GSMN, nous procédons à une majoration correspondante des coûts des fonds propres.	Prime de taille pour les PME d'une valeur boursière inférieure à MUSD 430 selon Ibbotson Associates, Stocks, Bonds, Bills, and Inflation, Yearbook 2010, publié par Morningstar
Coûts des fonds propres de GSMN 9,5%			

Source: Ernst & Young

Coûts des capitaux empruntés (valeurs arrondies)

Composante	Valeur	Explication	Sources
Taux d'intérêt swap	2,2%	Le taux d'intérêt correspond à un swap de taux fixed-for-variable d'une durée de 10 ans sur la base du LIBOR suisse. Le LIBOR («London Interbank Offered Rate») est le taux de référence défini quotidiennement pour les opérations interbancaires.	Bloomberg, au 19 janvier 2011
Prime de risque pour les CE, GSMN	2,7%	En fonction de la réputation de solvabilité de GSMN, les bailleurs de CE exigent une prime de risque sur le taux swap. La prime de risque a été calculée en fonction des coûts des capitaux empruntés de GSMN.	GSMN, Ernst & Young
Coûts des capitaux empruntés de GSMN 4,9%			

Source: Ernst & Young

Le taux de croissance perpétuel correspond au taux d'inflation attendu à long terme de 1,0% pour la Suisse

Croissance perpétuelle: inflation et croissance réelle du secteur

- ▶ L'application de la méthode DCF débouche après la période du business plan sur une hypothèse concernant un cash-flow disponible durable utilisé pour déterminer la valeur résiduelle. Cette valeur résiduelle inclut la valeur de tous les futurs cash-flows postérieurs à la période du business plan.
- ▶ Le calcul de la valeur résiduelle suppose une croissance perpétuelle des cash-flows. Cette croissance permet de compenser, d'une part, l'inflation déjà comprise dans le CMPC et, d'autre part, une possible croissance réelle du domaine d'activité à évaluer.
- ▶ La valeur résiduelle reflète la croissance organique attendue des cliniques existantes. Comme l'on suppose que la croissance future par le biais d'acquisitions d'activités commerciales génère des justes valeurs, la croissance au moyen d'acquisitions n'est pas prise en compte dans la valeur résiduelle.
- ▶ Conformément à la pratique courante, le taux d'inflation attendu à long terme est normalement utilisé en tant que taux de croissance perpétuelle, ce qui permet de maintenir les futurs cash-flows réels à un niveau stable.
- ▶ Le principal instrument de mesure de l'inflation est l'indice des prix à la consommation («IPC»), qui permet de mesurer les coûts d'un panier de biens fixes visant à refléter les dépenses régulières d'un ménage moyen. L'inflation correspond à l'évolution du prix de ce panier.
- ▶ Conformément au Fonds monétaire international («FMI»), World Economic Outlook Database, octobre 2010, l'inflation attendue est estimée à 1,0% pour la Suisse.
- ▶ C'est pourquoi nous utilisons un taux de croissance à long terme de 1,0% pour l'évaluation. Aucune croissance réelle n'est prévue.

Conclusion pour GSMN

Le taux de croissance à long terme retenu correspond à l'inflation attendue pour la Suisse selon le FMI, soit 1%.

Sur la base de la méthode DCF, la valeur de l'action GSMN s'élève à CHF 17,1

Calcul de la valeur de l'action selon la méthode DCF

KCHF	
Valeur de l'entreprise (hors actifs non nécessaires à l'exploitation)	167 943,2
Actifs non nécessaires à l'exploitation (reports de pertes fiscaux inclus)	4 831,4
Valeur de l'entreprise	172 774,6
Valeur de marché du capital emprunté rémunéré	(67 118,0)
Coûts de procès non payés	(1 260,0)
Valeur des fonds propres (100%)	104 396,6
Nombre d'actions en circulation (hors actions propres)	6 119,8
Valeur d'une action (CHF)	17,1

Source: Ernst & Young

Valeur des fonds propres de GSMN

- ▶ Sur la base des informations indiquées et des entretiens menés avec le management de MRSI et GSMN, nous avons déterminé au moyen de la méthode DCF une valeur d'entreprise opérationnelle au 20 janvier 2011 de KCHF 167 943.
- ▶ Pour obtenir la valeur des fonds propres, les actifs non nécessaires à l'exploitation sont ajoutés à la valeur opérationnelle globale, de laquelle est retranché le capital emprunté productif d'intérêts au niveau du Groupe. Compte tenu de ces positions, la valeur des fonds propres s'élève à KCHF 104 397.
- ▶ Les actifs non nécessaires à l'exploitation de KCHF 4 831 comportent les éléments suivants:
 - la valeur actualisée des reports de pertes fiscales de KCHF 3 965;
 - la valeur des participations de GSMN aux autres sociétés indiquées dans la structure de l'organisation, à l'exception des cliniques, de KCHF 466. Conformément aux données fournies par les parties impliquées, les autres sociétés ne sont pas actives ou ne génèrent pas de cash-flows matériels de sorte que la valeur comptable des participations reflète correctement la valeur de marché; et
 - un prêt à hauteur de KCHF 400 accordé par GSMN.
- ▶ Le capital emprunté rémunéré de KCHF 67 118 est composé des positions suivantes:
 - des engagements bancaires de KCHF 53 411; et
 - des engagements de leasing de KCHF 13 707.
- ▶ La valeur des options pour collaborateurs en cours à la date d'évaluation est immatérielle.
- ▶ Les potentielles obligations juridiques en cours de KCHF 1 260 sont basées sur une hypothèse émise après concertation des parties impliquées. L'obligation maximale de GSMN s'élève à KCHF 4 042. Comme on ne sait pas encore si GSMN doit vraiment prendre en charge ces coûts, 50% de ces coûts, soit KCHF 2 000, ont été pris en compte pour l'évaluation. Après déduction de KCHF 740 que GSMN a déjà versés en 2010, il résulte un montant de KCHF 1 260.

Calcul de la valeur de l'action GSMN

- ▶ La valeur DCF des fonds propres est divisée par le nombre d'actions GSMN en circulation à la date d'évaluation pour obtenir la valeur par action.
- ▶ Sur la base de 6 119 837 actions GSMN en circulation, la valeur arrondie de chaque action s'établit à CHF 17,1.

Conclusion

Sur la base de la méthode DCF, la valeur de l'action GSMN s'élève à CHF 17,1.

L'analyse de sensibilité montre comment la valeur de chaque action GSMN réagit à l'évolution du CMPC, de la marge EBITDA annuelle et de la croissance perpétuelle

Analyse de sensibilité

- La première analyse de sensibilité montre comment la valeur de chaque action GSMN réagit aux changements de deux principaux vecteurs de valeur, les coûts du capital et la marge EBITDA. La valeur de CHF 17,1 résulte d'un CMPC de 7,4% et des marges EBITDA annuelles indiquées dans le business plan.
- La plausibilité a été vérifiée par une deuxième analyse de sensibilité des coûts du capital et de la croissance perpétuelle. La valeur de CHF 17,1 résulte d'un CMPC de 7,4% et une croissance perpétuelle de 1,0%.
- Le tableau ci-dessous donne les résultats des analyses de sensibilité.

Valeur par action GSMN en fonction de la marge EBITDA et des coûts du capital

		Variation de la marge EBITDA par rapport au business plan						
		(0,6%)	(0,4%)	(0,2%)	- %	0,2%	0,4%	0,6%
CMPC	7,1%	15,8	16,7	17,6	18,5	19,5	20,4	21,3
	7,2%	15,3	16,2	17,1	18,0	18,9	19,8	20,7
	7,3%	14,9	15,8	16,7	17,5	18,4	19,3	20,2
	7,4%	14,5	15,3	16,2	17,1	17,9	18,8	19,7
	7,5%	14,0	14,9	15,7	16,6	17,4	18,3	19,2
	7,6%	13,6	14,5	15,3	16,1	17,0	17,8	18,7
	7,7%	13,2	14,0	14,9	15,7	16,5	17,4	18,2

Quelle: Ernst & Young

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

		Croissance perpétuelle						
		0,4%	0,6%	0,8%	1,0%	1,2%	1,4%	1,6%
CMPC	7,1%	16,2	16,9	17,7	18,5	19,4	20,4	21,4
	7,2%	15,8	16,5	17,2	18,0	18,9	19,8	20,8
	7,3%	15,4	16,0	16,8	17,5	18,4	19,2	20,2
	7,4%	15,0	15,6	16,3	17,1	17,9	18,7	19,6
	7,5%	14,6	15,2	15,9	16,6	17,4	18,2	19,0
	7,6%	14,2	14,8	15,4	16,1	16,9	17,7	18,5
	7,7%	13,8	14,4	15,0	15,7	16,4	17,2	18,0

Quelle: Ernst & Young

L'analyse de sensibilité montre comment la valeur de chaque action GSMN réagit à l'évolution du CMPC, de la marge EBITDA annuelle et de la croissance perpétuelle

Interprétation

- Il convient de se demander comment apprécier les résultats de l'analyse de sensibilité en termes de qualité. Dans la théorie, aucun critère standard de mesure de la sensibilité ne s'est imposé selon lequel la valeur d'entreprise déterminée peut être qualifiée de «stable» ou de «hautement sensible». Une appréciation subjective fait donc toujours partie intégrante d'une telle analyse.
- Si, par exemple, la marge EBITDA s'établit chaque année en deçà de moins 0,2% par rapport à la valeur pronostiquée, il en résulterait une valeur par action inférieure de 5% (CHF 16,2). Inversement, un écart positif de 0,2% augmenterait la valeur de 5% (CHF 17,9). La fourchette de valeur de +/- 0,2% de la marge EBITDA annuelle est donc de 10%.

Dans le cadre de la méthode de la valeur de marché, le multiple EBITDA est la grandeur appropriée pour calculer la valeur de l'entreprise

Sélection d'une grandeur de comparaison appropriée

Source: Ernst & Young

	Ratios de chiffre d'affaires
	valeur de l'entreprise / chiffre d'affaires
	Ratios orientés rendement
→	valeur de l'entreprise / EBITDA
	valeur de l'entreprise / EBIT
	valeur de l'entreprise / bénéfice net
	valeur de l'entreprise / cash-flows opérationnels
	valeur de l'entreprise / cash-flows disponibles

Méthode de la valeur de marché (méthode des Trading Multiples)

Application à GSMN

- ▶ La méthode des Trading Multiples s'attache aux ratios financiers d'entreprises cotées comparables dont les ratios sont comparés à ceux de l'entreprise cible.
- ▶ Les entreprises du groupe de comparaison pour la méthode des Trading Multiples opèrent dans le même domaine d'activité et/ou présentent la même structure de risque que GSMN.
- ▶ Les multiplicateurs des entreprises de comparaison sont calculés à l'aune de leur capitalisation boursière.
- ▶ On trouvera des informations complémentaires sur le groupe de comparaison et la détermination des multiples en annexe.

Sélection d'une grandeur de comparaison appropriée

- ▶ Ni le multiple du chiffre d'affaires, qui ne renseigne pas sur la capacité bénéficiaire d'une entreprise, ni le multiple EBIT, qui peut être déformé par les amortissements, n'ont été pris en considération dans l'évaluation.
- ▶ Dans de nombreux cas, le multiple EBITDA est la valeur utilisée pour mesurer la capacité bénéficiaire opérationnelle. Cette grandeur de bénéfice n'est pas affectée par les amortissements, les coûts de financement ou les aspects fiscaux et reflète au mieux la capacité de rendement opérationnelle d'une entreprise.

Marche à suivre

- ▶ La valeur d'entreprise est calculée en multipliant le multiple concerné par les résultats économiques réalisés par GSMN durant une période identique. Nous appliquons cette méthode à l'EBITDA de 2010.

Sur la base de la méthode de la valeur de marché, la valeur de l'action GSMN s'élève à CHF 15,5

Détermination de la valeur de l'action GSMN selon la méthode de la valeur de marché

KCHF	EBITDA
EBITDA 2010	15 500,0
Market Multiple	10,0
Multiple value (EBITDA x Multiple)	155 513,0
Liquidités	3 194,0
Actifs non nécessaires à l'exploitation	4 831,4
Enterprise Value	163 538,4
Capital emprunté rémunéré	(67 118,0)
Coûts de procès non payés	(1 260,0)
Equity Value (100%)	95 160,4
Nombre d'actions en circulation	6 119,8
Valeur d'une action	15,5

Source: Ernst & Young

Résultat de la méthode de la valeur de marché

- Pour la détermination de la valeur de marché, la totalité des liquidités ont été ajoutées à la valeur totale, car la même logique a été appliquée dans le cadre de la détermination des multiples. Les actifs non liés à l'exploitation ont par ailleurs été ajoutés à la valeur totale.
- La valeur des fonds propres de KCHF 95 160 est obtenue en retranchant le capital emprunté rémunéré et les potentielles obligations juridiques au niveau consolidé. La valeur par action est obtenue en divisant la valeur des fonds propres de GSMN par le nombre d'actions en circulation.
- Sur la base de 6 119 837 actions GSMN en circulation, la valeur arrondie de chaque action s'établit à CHF 15,5.
- Le calcul complet de la valeur par action GSMN est détaillé ci-contre.

Conclusion

Sur la base de la méthode de la valeur de marché, la valeur de l'action GSMN s'élève à CHF 15,5.

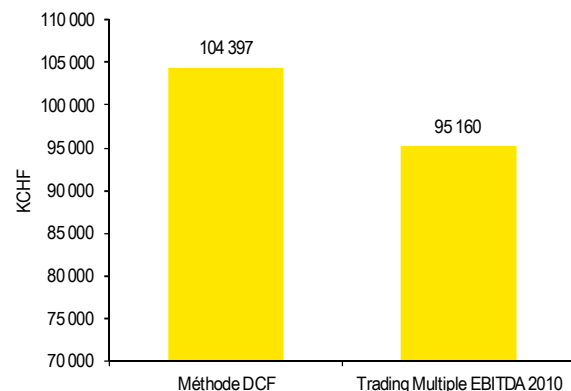
Appréciation globale

10. Appréciation globale

Sur la base des évaluations réalisées, nous obtenons une valeur de CHF 17,1 par action GSMN

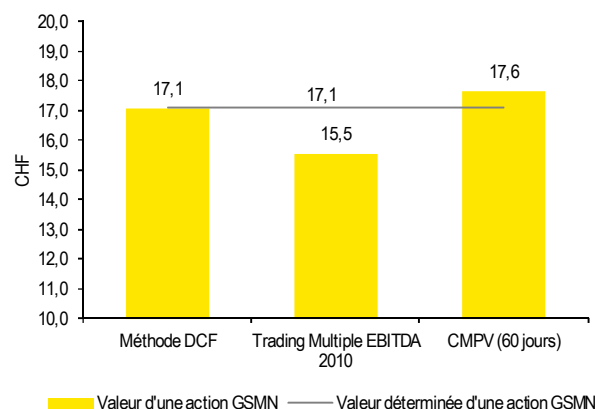
Valeur des fonds propres selon les méthodes appliquées

Source: informations de MRSI et GSMN, calculs d'Ernst & Young



Valeur de l'action GSMN selon la méthode appliquée, le CMPV (60 jours) et la valeur déterminée par Ernst & Young

Source: informations de MRSI et GSMN, calculs d'Ernst & Young



Résultat de l'expertise

- Les graphiques ci-contre illustrent les valeurs des fonds propres établies selon les différentes méthodes appliquées, les valeurs correspondantes de l'action GSMN et le CMPV pendant les 60 derniers jours de négoce, sur la base de la date d'évaluation.
- Sur la base du business plan établi par le management de GSMN pour 2011-2014, des entretiens menés avec les parties impliquées, des adaptations qui en ont résulté et de nos propres réflexions, la valeur des fonds propres de GSMN qui résulte de la méthode DCF s'établit à KCHF 104 397.
- Compte tenu des 6 119 837 actions en circulation, cela correspond à une valeur de CHF 17,1 par action GSMN.
- Le calcul de la valeur au moyen de la méthode du Trading Multiple EBITDA aboutit à une valeur des fonds propres de KCHF 95 160, soit une valeur de CHF 15,5 par action.
- La valeur de l'action obtenue selon la méthode de la valeur de marché est inférieure à la valeur DCF. Cela s'explique par le fait que la méthode de la valeur de marché se base uniquement sur le multiple de l'année 2010 sans tenir compte de l'évolution future individuelle de GSMN. En raison de différents événements, tels que les désaccords entre les actionnaires ou l'acquisition de la clinique privée Bethanien qui ne deviendra entièrement rentable que dans les années à venir, 2010 ne constitue pas un exercice durable. C'est pourquoi nous considérons que, dans une perspective à long terme, la valeur de marché aura tendance à sous-estimer la valeur de GSMN.
- Sur la base des méthodes d'évaluation appliquées et des réflexions exposées ci-dessus, nous considérons que la valeur DCF constitue une base de valeur déterminante.
- En conséquence, en tenant compte des 6 119 837 actions, nous considérons qu'un prix de CHF 17,1 par action GSMN est approprié.

Zurich, le 9 février 2011

Ernst & Young SA

Louis Siegrist
Partner

Jvo Grundler
Partner

Conclusion

Ernst & Young considère comme approprié un prix de CHF 17,1 pour une action GSMN.

Annexe

- 11. Groupe de comparaison pour la déduction du risque systématique et du multiple EBITDA
- 12. Description des entreprises du groupe de comparaison

Groupe de comparaison pour la déduction du risque systématique et du multiple EBITDA

Calcul du facteur bêta au moyen du groupe de comparaison Bloomberg

Société	Ticker	Pays	Monnaie	Date de clôture	Capitalisation boursière	Minorité	Action privilégiée	Capital emprunté à court terme	Capital emprunté à long terme	Capitaux empruntés	Bêta ajusté	Taux d'imposition de l'entreprise	Beta «unlevered» ajusté
Genofier Swiss Medical Network	GSMN SW	SWITZERLAND	CHF	06/2010	117	-	-	26	41	67	0.850	22.0%	0.587
Generale de Sante SA	GDS FP	FRANCE	EUR	09/2010	619	12	-	139	784	923	0.724	34.4%	0.369
Mediclin AG	MED GR	GERMANY	EUR	09/2010	198	-	-	68	22	90	0.698	29.8%	0.529
Medi-Clinic Corp Ltd	MDC SJ	SOUTH AFRICA	ZAR	09/2010	19'178	981	-	477	21'169	21'646	0.564	28.0%	0.318
Korian	KORI FP	FRANCE	EUR	06/2010	559	13	-	30	540	570	0.778	34.4%	0.470
Rhoen Klinikum AG	RHK GR	GERMANY	EUR	09/2010	2'347	35	-	38	904	942	0.763	29.8%	0.597
Min.											0.564		0.318
Max.											0.850		0.597
Moyenne											0.729		0.479
Valeur médiane											0.743		0.500

Source: GSMN and Bloomberg, 19 janvier 2011

Groupe de comparaison Bloomberg pour la déduction des multiples EBITDA

Société	Ticker	Pays	Monnaie	Date de clôture	Capitalisation boursière	Minorité	Capital emprunté à court terme	Capital emprunté à long terme	Capitaux empruntés	Valeur d'entreprise (VE)	VE / EBITDA LFY	VE / EBITDA LTM	VE / EBITDA CFY	VE / EBITDA NFY
Generale de Sante SA	GDS FP	FRANCE	EUR	09/2010	619	12	139	784	923	1'554	6.6x	n/a	6.5x	6.2x
Mediclin AG	MED GR	GERMANY	EUR	09/2010	198	-	68	22	90	288	9.3x	9.3x	9.5x	8.6x
Medi-Clinic Corp Ltd	MDC SJ	SOUTH AFRICA	ZAR	09/2010	19'178	981	477	21'169	21'646	41'805	n/m *	n/m *	n/m *	9.2x
Korian	KORI FP	FRANCE	EUR	06/2010	559	13	30	540	570	1'141	12.2x	11.2x	10.7x	9.5x
Rhoen Klinikum AG	RHK GR	GERMANY	EUR	09/2010	2'347	35	38	904	942	3'324	11.7x	10.9x	10.6x	9.5x
Min.											6.6x	9.3x	6.5x	6.2x
Max.											12.2x	11.2x	10.7x	9.5x
Moyenne											9.9x	10.5x	9.3x	8.6x
Valeur médiane											10.5x	10.9x	10.0x	9.2x

Source: GSMN and Bloomberg, 19 janvier 2011

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

Description des entreprises du groupe de comparaison

Description succincte des entreprises du groupe de comparaison

Generale de Sante SA Generale de Sante operates private hospitals. The Company operates hospitals in France, Italy, Portugal, and Canada.	Mediclin AG Mediclin AG operates general, specialized and rehabilitation health care facilities providing inpatient and outpatient medical care to communities throughout Germany. The Company operates clinics in the private health services sector.	Medi-Clinic Corp Ltd Medi-Clinic Corporation Limited provides multi-disciplinary private hospital services through a network of hospitals in South African and Namibia. The Company, through its facilities, provides consulting rooms for doctors in private practice.
Korian Korian operates retirement homes in France.	Rhoen Klinikum AG Rhoen-Klinikum AG operates general, rehabilitation, and emergency health care facilities which offer inpatient and outpatient medical care to various communities in Germany. These clinics and hospitals offer cardiological, surgical, psychiatric, neurological and neurosurgical, orthopedic, addiction treatment, and physical therapy services.	

Source: Bloomberg