

## *Fairness Opinion zuhanden des Verwaltungsrates der Genolier Swiss Medical Network SA*

*Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Kaufangebotes der M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments SA, für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien der Genolier Swiss Medical Network SA, Genolier (Schweiz)*

Zürich, 18. Mai 2011

## Inhaltsverzeichnis

	Seite
Abkürzungsverzeichnis	3
1 Einleitung	4
1.1 Ausgangslage	4
1.2 Auftrag des Verwaltungsrates der Genolier Swiss Medical Network AG	6
1.3 Beurteilungsvorgehen	7
1.4 Beurteilungsgrundlagen	7
2 Genolier Swiss Medical Network SA	9
2.1 Überblick	9
2.2 Geschäftsbereich Privatspitäler	10
2.3 Geschäftsbereich Rehabilitationsklinik	11
2.4 Geschäftsbereich Ärztezentren / Radioonkologie	11
2.5 Geschäftsbereich Altersresidenz	11
2.6 Strategische Ausrichtung	11
2.7 Finanzplanung	12
3 Wertüberlegungen zu GSMN	14
3.1 Bewertungsmethoden und Werttreiber	14
3.2 Berücksichtigung der Expansionsstrategie durch Akquisitionen	14
3.3 DCF-Methode	15
3.4 Marktbewertung	18
3.4.1 Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen	18
3.4.2 Marktbewertung mittels Vergleichstransaktionen	19
3.4.2.1 Transaktionen vergleichbarer Unternehmen	19
3.4.2.2 Transaktionen mit GSMN-Aktien	20
4 Analyse der Entwicklung des Aktienkurses und des Handelsvolumens	21
5 Zusammenfassung der Bewertungsergebnisse	24
6 Schlussfolgerung der Fairness Opinion	25
7 Anhang	26
Anhang 1 Herleitung der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten	
Anhang 2 Analyse von Beta und Kapitalstruktur	
Anhang 3 Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen	
Anhang 4 Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen	

## Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
Aktionärsgruppe	Antoine Hubert, Géraldine Hubert-Reynard und Michel Reybier
BDO	BDO AG
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG) vom 24. März 1995 (Stand am 1. Januar 2009), SR 954.1
BEHV-FINMA	Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel (Börsenverordnung-FINMA, BEHV-FINMA) vom 25. Oktober 2008 (Stand am 1. Januar 2009), SR 954.193
bzw.	beziehungsweise
CAGR	Compound Annual Growth Rate - Durchschnittliche jährliche Wachstumsrate
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CH	Bezeichnung für Schweiz
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Cash Flow
EBIT	Earnings before interest and taxes - Gewinn vor Zinsen und Steuern
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation - Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisationen
EK	Eigenkapital
EUR	Euro
EV	Enterprise Value
FCF	Free Cash Flow
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA
FK	Fremdkapital
GSMN	Genolier Swiss Medical Network SA, Genolier
inkl.	inklusive
Mio.	Millionen
MRSI	M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments S.A., Vouvry
n/a	Nicht verfügbar - not available
n/m	Nicht aussagekräftig - not meaningful
SIX	SIX Swiss Exchange AG
UEK	Übernahmekommission
UEV	Übernahmeverordnung
WACC	Weighted Average Cost of Capital - Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten
VWAP	Volumengewichteter Börsenkurs der letzten 60 Börsentage
z.B.	Zum Beispiel

## 1 Einleitung

### 1.1 Ausgangslage

Genolier Swiss Medical Network SA ("GSMN") mit Sitz in Genolier (Kanton Waadt) betreibt ein Netz von Privatspitälern in der Schweiz. Der konsolidierte Umsatz betrug im Geschäftsjahr 2010 rund CHF 192.4 Mio. GSMN verfügt über 560 angeschlossene Ärzte und beschäftigt insgesamt mehr als 900 Mitarbeitende.

Die Aktien von GSMN sind an der SIX Swiss Exchange kotiert. Das voll liberierte Aktienkapital betrug zum Bewertungsstichtag 20. Januar 2010 CHF 31'003'000, aufgeteilt in 6'200'600 Namenaktien mit einem Nominalwert von je CHF 5.00. GSMN hält zum Stichtag 80'763 eigene Aktien, womit insgesamt 6'119'837 Aktien im Besitz von Aktionären sind.

Am 19. Januar 2011 haben Antoine Hubert, dessen Ehefrau Géraldine Hubert-Reynard und der französische Unternehmer Michel Reybier (zusammen "Aktionärsgruppe") eine Vereinbarung abgeschlossen, welche das Halten einer Kontrollbeteiligung an GSMN und die Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebotes an die Minderheitsaktionäre von GSMN begründete. Zeitgleich hat die Gruppe weitere Aktienpakete erworben, was zu einer Beteiligung von 55.28% (50.44% durch Aktien und 4.84% durch Call Optionen) am Aktienkapital und an den Stimmrechten an GSMN führte. Durch die Bildung dieser Gruppe wurde der Grenzwert überschritten, welcher gemäss dem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel ("BEHG") eine Angebotspflicht an die Minderheitsaktionäre auslöst.

Am 20./21. Januar 2011 hat die Aktionärsgruppe die Voranmeldung publiziert, wonach die M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments S.A. ("MRSI") mit Sitz in Vouvry (Kanton Wallis) den Minderheitsaktionären ein öffentliches Kaufangebot unterbreiten wird. MRSI ist eine Holdinggesellschaft, welche von Antoine Hubert und Géraldine Hubert-Reynard (durch HR Finance & Participations) und Michel Reybier (durch EMER Holding SA) zu gleichen Teilen gehalten wird.

Am 11. Februar 2011 hat MRSI das öffentliche Kaufangebot für alle sich im Publikum befindenden 2'992'002 Namenaktien der GSMN mit einem Angebotspreis von CHF 19 netto ("der Angebotspreis") publiziert.

Da die GSMN-Aktien in den letzten 12 vollständigen Monaten vor der Veröffentlichung der Voranmeldung des öffentlichen Kaufangebotes von MRSI im Sinne des UEK-Rundschreibens Nr. 2 als illiquid gelten, war für die Bestimmung des Mindestpreises im Sinne von Art 40 Abs. 4 BEHV-FINMA auf die Bewertung einer Prüfstelle abzustellen. MRSI hat Ernst & Young ("E&Y") im Rahmen ihrer Tätigkeit als Prüfstelle mit der Erstellung eines Gutachtens zum Wert einer Aktie von GSMN beauftragt. In dem zusammen mit dem Angebotsprospekt am 11. Februar 2011 publizierten Gutachten beziffert E&Y den Wert einer Namenaktie zur Bestimmung des Mindestpreises auf Basis der DCF-Methode mit CHF 17.10.

Der Angebotspreis von MRSI beinhaltet eine Prämie von 7.71% gegenüber dem volumengewichteten Durchschnittskurs der GSMN Aktie der letzten 60 Börsentage ("VWAP") vor der Voranmeldung und eine solche von 0.80% gegenüber dem Schlusskurs der Namenaktien vom 19. Januar 2011 (letzter Handelstag vor Voranmeldung des Kaufangebotes am 20. Januar 2011). Gegenüber dem von E&Y ermittelten Wert

des übernahmerechtlichen Mindestpreises beinhaltet der Angebotspreis eine Prämie von 11.1%. Bei einer Anzahl von insgesamt 6'200'600 emittierten Namenaktien entspricht das Angebot einem Wert des Eigenkapitals der GSMN von rund CHF 117.8 Millionen.

Am 10. Februar 2011 hat die Übernahmekommission (UEK) in ihrer Verfügung festgestellt, dass das öffentliche Kaufangebot von MRSI an die Aktionäre der GSMN den gesetzlichen Bestimmungen entspricht.

Am 18. Februar 2011 haben Herr Michael Schroeder und Herr Alain Fabarez, ehemalige Verwaltungsräte von GSMN und qualifizierte Aktionäre, gegen die Verfügung der UEK vom 10. Februar 2011 Einsprache erhoben, da unter anderem der Bericht des Verwaltungsrates von GSMN, der zum öffentlichen Kaufangebot vom 11. Februar 2011 Stellung nimmt und zusammen mit dem öffentlichen Kaufangebot publiziert wurde, nicht von unabhängigen Verwaltungsräten stamme. Am 24. Februar 2011 hat die UEK die Karenzfrist bis zum 11. März 2011 verlängert, um verschiedene Fragestellungen durch die Parteien beantworten zu lassen.

Am 10. März 2011 hat die UEK eine weitere Verfügung erlassen, in welcher sie die Anträge der Beschwerdeführer teilweise gutgeheissen und eine Ergänzung des Bewertungsgutachtens der Prüfstelle bis zum 11. März 2011 anordnete. Die diesbezügliche Ergänzung des Angebotsprospekts wurde von der Anbieterin am 11. März 2011 veröffentlicht.

Am 17. März 2011 haben die Herren Schroeder und Fabarez bei der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA ("FINMA") Beschwerde eingereicht und insbesondere verlangt, dass die Verfügung der UEK vom 10. März 2011 aufgehoben wird und dass Massnahmen zur Beseitigung des nach ihrer Meinung bestehenden Interessenkonfliktes des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft im Zusammenhang mit dessen Stellungnahme zum öffentlichen Kaufangebot der MRSI getroffen werden. Daneben wird das Bewertungsgutachten von E&Y bezüglich der gewählten Bewertungsmethoden und des zugrunde gelegten Zahlengerüstes hinterfragt.

Mit Verfügung vom 6. April 2011 hat der Übernahmeausschuss der FINMA die Beschwerde der beiden qualifizierten Aktionäre gegen die Verfügung der UEK vom 10. März 2011 teilweise gutgeheissen. Demnach muss die GSMN einen unabhängigen Dritten damit beauftragen, eine "Fairness Opinion" zu erstellen, worin Stellung zum Angebot der M.R.S.I. Medical Research, Services & Investments AG genommen wird. Im Weiteren wurde in der Verfügung des Übernahmeausschusses der FINMA vom 6. April 2011 angeordnet, dass der mit der Erarbeitung der Fairness Opinion beauftragte unabhängige Dritte den aktualisierten und ergänzten Bericht des Verwaltungsrates im Sinne von Art. 29 Abs. 1 BEHG auf dessen Vollständigkeit und Wahrheit hin beurteilt. Unsere diesbezügliche Berichterstattung erfolgt in Form einer separaten Stellungnahme adressiert an die Übernahmekommission

Mit Pressemitteilung vom 28. April 2011 hat GSMN den Erwerb einer Minderheitsbeteiligung von 49% an der Privatklinik Klinik Lindberg AG mit Standort Winterthur bekanntgegeben. Es ist vorgesehen, dass der Vollzug des Vertrages am 30. Juni 2011 stattfindet. Im Zusammenhang mit der Transaktion wurden der GSMN Optionen zum Erwerb des restlichen Aktienanteils von 51% an der Klinik Lindberg AG in der Zeitperiode 2012 bis 2014 eingeräumt und im Gegenzug verfügen die übrigen Aktionäre über eine Option zum Verkauf ihrer Anteile die im Jahre 2014 ausgeübt werden kann. Die Klinik Lindberg AG wird ins Netzwerk

von GSMN aufgenommen und wird zusammen mit der Privatklinik Bethanien das Zürcher Standbein der Unternehmensgruppe bilden.

Am 29. April 2011 hat GSMN den Geschäftsbericht 2010 publiziert.

Mit der am 18. Mai 2011 publizierten Einladung zur ordentlichen Generalversammlung vom 8. Juni 2011 hat der Verwaltungsrat der GSMN den Aktionären der Gesellschaft eine ordentliche Kapitalerhöhung, im Verhältnis von einer neuen Aktie für drei bestehende Aktien unter Wahrung der Bezugsrechte, vorgeschlagen. Die Frist zur Erhöhung des Aktienkapitals aus dem bestehenden genehmigten Kapital soll gemäss Vorschlag des Verwaltungsrates um zwei Jahre verlängert werden.

## 1.2 Auftrag des Verwaltungsrates der Genolier Swiss Medical Network AG

Basierend auf der Verfügung der FINMA vom 6. April 2011 hat der Verwaltungsrat der GSMN BDO AG ("BDO") beauftragt, eine Fairness Opinion zu erstellen und darin die finanzielle Angemessenheit des Übernahmeangebotes aus Sicht der Publikumsaktionäre der GSMN zu beurteilen. Relevanter Stichtag für die Bewertungsarbeiten ist das Datum der Voranmeldung des öffentlichen Kaufangebotes, der 20. Januar 2011.

Die Fairness Opinion ist ausschliesslich für den Verwaltungsrat von GSMN als Teil seines überarbeiteten Berichts an die Aktionäre im Zusammenhang mit dem Übernahmeangebot bestimmt. Die Fairness Opinion darf im Rahmen des Angebots als Ganzes öffentlich publiziert und interessierten Parteien überreicht werden. Im Weiteren darf im überarbeiteten Bericht des Verwaltungsrates an die Aktionäre darauf verwiesen werden. Eine Verwendung für sonstige Zwecke ist nicht erlaubt.

Die Fairness Opinion stellt keine Empfehlung gegenüber irgendeinem Aktionär dar, das Angebot von MRSI anzunehmen oder abzulehnen. Das Gutachten zur finanziellen Angemessenheit des Angebotes beinhaltet keine Stellungnahme zu den Empfehlungen des Verwaltungsrates an die Aktionäre. Die Fairness Opinion umfasst keine grundlegenden Untersuchungen der Vor- und Nachteile des öffentlichen Kaufangebots für die Aktionäre von GSMN. Sie enthält auch keine Einschätzung über die Auswirkungen der vorgeschlagenen Transaktion und des Angebots auf Aktionäre, welche das Angebot nicht annehmen oder über den künftigen Wert von nicht angedienten Aktien oder zu welchen Preisen derartige Aktien nach Durchführung des Angebots gehandelt werden.

BDO hat im Rahmen der Erstellung der Fairness Opinion weder eine aktienrechtliche Revision noch eine Due Diligence durchgeführt. Es wurde keine physische Inspektion irgendwelcher Standorte und Räumlichkeiten vorgenommen.

Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat BDO die Korrektheit und Vollständigkeit finanzieller und weiterer verwendeten Unterlagen betreffend GSMN vorausgesetzt und sich darauf verlassen, ohne die Verantwortung für die unabhängige Prüfung solcher Informationen zu übernehmen. Unsere Verantwortung beschränkt sich auf die sorgfältige und fachgerechte Beurteilung der uns zur Verfügung gestellten Informationen, die unter Kapitel 1.4 aufgeführt und beschrieben sind.

BDO stützt sich im Weiteren auf die schriftliche Zusicherung des Managements von GSMN, dass sich dieses keiner Tatsachen und Umstände bewusst ist, wonach die zur Verfügung gestellten Informationen und Unterlagen unvollständig, inkorrekt oder irreführend sein könnten.

Gemäss den getätigten Abklärungen und unserer eigenen Einschätzung sind wir im Einklang mit den Bestimmungen von Art. 30 Abs. 6 UEV vom Anbieter, von der Zielgesellschaft und von der mit diesen in gemeinsamer Absprache handelnden Personen unabhängig. Ausserdem sind wir als zugelassene Prüfungsgesellschaft für die Erstellung der vorliegenden Fairness Opinion besonders befähigt.

### 1.3 Beurteilungsvorgehen

Für die Beurteilung der Angemessenheit des Angebotspreises für die Aktien der GSMN führte BDO umfassende Wertüberlegungen und Analysen durch. Als Resultat dieser Arbeiten ergibt sich eine Wertbandbreite für den operativen Unternehmenswert bzw. den Wert des Eigenkapitals von GSMN. Aus der Wertbandbreite für das Eigenkapital von GSMN wird die Wertbandbreite je Namenaktie der GSMN abgeleitet. Diese Wertbandbreite ist der Massstab zur Beurteilung, ob der Angebotspreis als finanziell fair und angemessen betrachtet werden kann.

Die Wertüberlegungen zur GSMN basieren auf einer Stand-Alone und Going Concern Betrachtung. Unberücksichtigt bleiben individuelle Effekte aus Sicht des einzelnen Aktionärs, wie z.B. steuerliche Auswirkungen der Annahme oder Ablehnung des Angebotes.

Die in dieser Fairness Opinion ausgewiesene Wertbandbreite für eine Namenaktie der GSMN wurde primär auf Basis der Discounted Cash Flow-Methode ("DCF-Bewertung") ermittelt. Im Weiteren wurden auf der Basis der Resultate der DCF-Bewertung Sensitivitätsanalysen mittels Veränderungen der zentralen Werttreiber Diskontierungssatz, langfristiges Wachstum sowie EBITDA-Marge durchgeführt. Zusätzlich wurden zur Plausibilisierung die Resultate der DCF-Methode mit den Ergebnissen aus der Marktbewertungsmethode verglichen. Dies beinhaltet die Analyse von Multiplikatoren vergleichbarer börsenkotierter Unternehmen sowie die Analyse vergleichbarer Transaktionen mit ähnlichen Unternehmen. Im Weiteren wurden Analysen der Transaktionen der Anbieterin sowie der im öffentlichen Kaufangebot gemeinsam handelnden Personen durchgeführt. Eine weitere durchgeführte Vergleichsbetrachtung betrifft die Analyse der Entwicklung des Börsenkurses der GSMN-Aktie im historischen Zeitraum.

### 1.4 Beurteilungsgrundlagen

Die folgenden Grundlagen hat BDO für die Bewertungsarbeiten zur Beurteilung der Angemessenheit des offerierten Angebotspreises verwendet:

- Öffentlich zugängliche Informationen zu GSMN, die für die Analyse als relevant erachtet wurden. Dazu gehören insbesondere die Geschäftsberichte der Zielgesellschaft für die Jahre 2008 und 2009 sowie diverse Zeitungsberichte, Pressemitteilungen und Publikationen von anderen Informationsdienstleistern wie Bloomberg;

- Finanzinformationen betreffend des per 31. Dezember 2010 abgeschlossenen Geschäftsjahrs, die im Geschäftsbericht 2010 enthalten sind;
- Ungeprüfter, vom Management aufbereiteter Zwischenabschluss per 31. März 2011;
- Budget 2011, welches vom Verwaltungsrat von GSMN im Dezember 2010 genehmigt wurde;
- Mittelfristplanung 2011 bis 2014, inklusive detaillierte Zahlen und Mengengerüste. Diese Mittelfristplanung wurde vom Management erstellt und war nicht Gegenstand eines Beschlusses des Verwaltungsrates von GSMN;
- Besprechungen mit dem Management von GSMN (CFO und Controller) betreffend die Finanz- und Ertragslage, das aktuelle und erwartete Marktumfeld, hauptsächliche Werttreiber und betreffend die grundsätzlichen Annahmen und Parameter, die bei der Erarbeitung der Planungsunterlagen zugrunde gelegt wurden;
- Kapitalmarkt- und Finanzdaten der GSMN sowie von ausgewählten kotierten Vergleichsunternehmen (Quellen: Bloomberg, Capital IQ);
- Daten von als vergleichbar beurteilten Unternehmenstransaktionen (Quelle: mergermarket);
- Historische Aktienpreise und Handelsvolumen von GSMN (Quellen: SIX, Bloomberg);
- Verfügungen der UEK im Rahmen des öffentlichen Kaufangebots;
- Verfügung der FINMA vom 6. April 2011;
- Schriftverkehr der Parteien mit der UEK und der FINMA im Zusammenhang mit dem öffentlichen Kaufangebot.



## 2 Genolier Swiss Medical Network SA

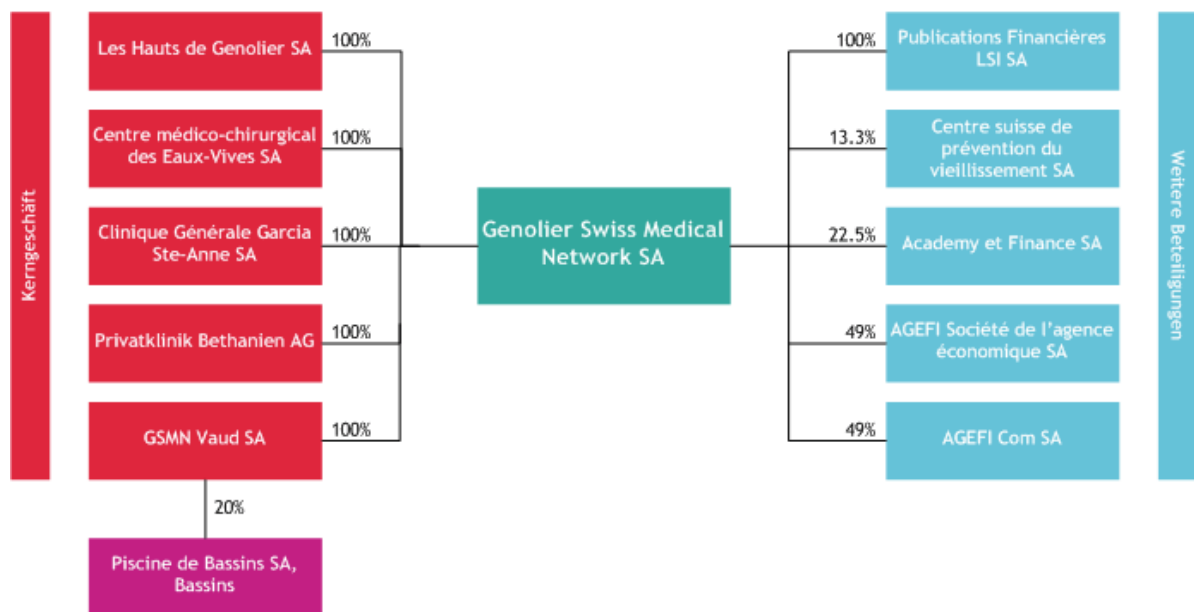
### 2.1 Überblick

Die an der SIX Swiss Exchange kotierte GSMN mit Hauptsitz in Genolier betreibt in der Schweiz vier Privatspitäler, eine Rehabilitationsklinik, ein multidisziplinäres Ärztezentrum und eine Altersresidenz. Die Organisationsstruktur ist in der nachfolgenden Grafik dargestellt, wobei das Kerngeschäft rot und die weiteren Beteiligungen blau eingefärbt sind.

Abbildung 1: Struktur von GSMN

#### Organisationsstruktur GSMN

Quelle: Geschäftsbericht GSMN 2009 + 2010

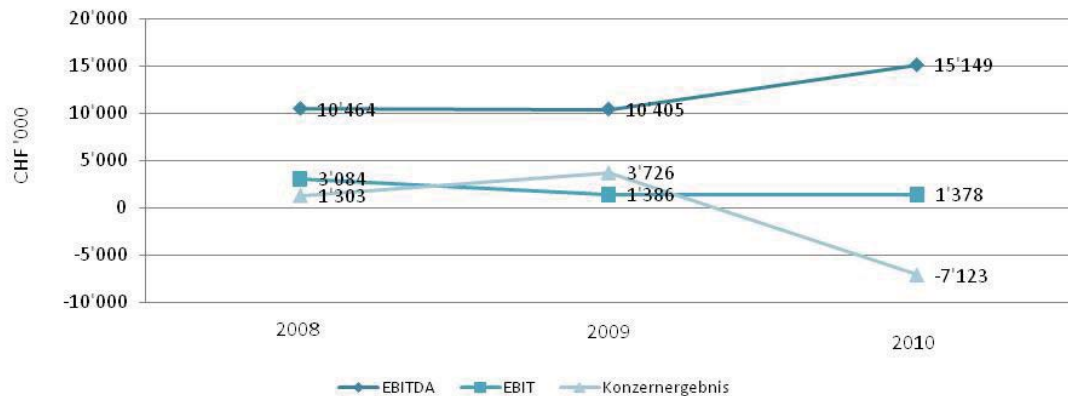


Die Darstellung der Organisationsstruktur entspricht der Struktur vor Ankündigung der geplanten Beteiligung von 49% an der Gesellschaft Klinik Lindberg AG, Winterthur.

In der GSMN Vaud SA sind die Beteiligungen an der Clinique de Genolier SA, Clinique de Valmont SA, Clinique de Montchoisi SA und GSMN Management und Services AG zusammengefasst.

Die nachfolgende Grafik zeigt die Entwicklung der wesentlichen Finanzkennzahlen von GSMN.

Abbildung 2: Finanzkennzahlen GSMN



Quelle: GSMN

Im Geschäftsjahr 2009 hat GSMN einen konsolidierten Bruttoumsatz von CHF 139.3 Mio. und einen EBIT von CHF 1.4 Mio. erzielt. Im vergangenen Geschäftsjahr 2010 beträgt der Bruttoumsatz rund CHF 192.4 Mio. und der EBIT rund CHF 1.4 Mio. Der Umsatzanstieg im Jahr 2010 ist vor allem auf die Akquisition der Zürcher Privatklinik Bethanien AG zurückzuführen.

## 2.2 Geschäftsbereich Privatspitäler

Als Privatspitäler der GSMN gelten die Clinique de Genolier, Clinique de Montchoisi, Clinique Générale Ste-Anne sowie die Privatklinik Bethanien.

Die Privatkliniken bieten ein breites Angebot an medizinischen Behandlungen, zeichnen sich jedoch insbesondere in den Bereichen Orthopädie, Onkologie, Gynäkologie, Allgemeinchirurgie und plastische Chirurgie aus. Die Clinique de Genolier - Flaggschiff der GSMN - bietet zusätzlich Laser-Augenkorrekturen an. Das Onkologiezentrum der Clinique de Genolier gilt als eine der modernsten Einrichtungen in Europa und bot als erste Schweizer Klinik die Intra-Operative Radio-Therapie (alternative Behandlung von Brustkrebs) an.

Per 4. Januar 2010 akquirierte die GSMN die Privatklinik Bethanien in Zürich zu 100%. Das Tätigkeitsgebiet der Privatklinik Bethanien umfasst schwergewichtig die Bereiche Allgemeinchirurgie, Gynäkologie und Geburtshilfe, Hals-Nasen-Ohren-Heilkunde, Gesichts- und Kieferchirurgie, Orthopädie, plastische und rekonstruktive Chirurgie, Urologie sowie Bauchchirurgie. Zusammen mit dem am 28. April 2011 angekündigten Kauf einer Minderheitsbeteiligung von 49% an der Klinik Lindberg AG in Winterthur, bildet die Privatklinik Bethanien das Standbein der GSMN in der deutschsprachigen Schweiz.

Bis auf die Clinique Générale Ste-Anne sind die Privatkliniken vorwiegend auf Halbprivat- und Privat-Versicherte sowie (ausländische) "Selbstzahler" ausgerichtet.

### 2.3 Geschäftsbereich Rehabilitationsklinik

Die Clinique Valmont wurde exklusiv für Rehabilitationen im Bereich Orthopädie und Neurologie eingerichtet. Als einzige Rehabilitationsklinik der GSMN-Gruppe, erfolgt ein grosser Teil der Patientenzuweisungen aus den gruppeneigenen Kliniken. Durch neustes technisches Equipment und High-Class Hospitality richtet sich die Clinique Valmont an Halbprivat- und Privat-Versicherte.

### 2.4 Geschäftsbereich Ärztezentren / Radioonkologie

Das Centre médico-chirurgical des Eaux-Vives umfasst ein Ärztezentrum (ca. 20 Mediziner) im Bereich der Allgemeinmedizin sowie auch Behandlungen im Bereich der Onkologie, Gefäss- und Herzerkrankungen etc. sowie Kinderheilkunde. Die Klinik betreibt zudem ein Radio-Onkologie-Zentrum und richtet sich an Tagespatienten (ca. 130 pro Tag) zur Krebsbehandlung mit Strahlen- oder Chemotherapie.

### 2.5 Geschäftsbereich Altersresidenz

Die Résidence Les Hauts de Genolier liegt direkt hinter der Clinique de Genolier und bietet betreutes Wohnen für Pensionierte oder gesundheitlich angeschlagene Personen.

### 2.6 Strategische Ausrichtung

Die Gesellschaft GSMN repräsentiert zurzeit das zweitgrösste Netzwerk privater Spitäler in der Schweiz. Nebst dem organisch angestrebten Volumenausbau steht im Mittelpunkt der definierten Wachstumsstrategie der Ausbau des nationalen Netzes an Spitälern durch den Erwerb von Kliniken und deren Umstrukturierung. Durch die angestrebte Akquisitionsstrategie sollen einerseits Grössenvorteile ausgeschöpft und andererseits sich ergebende Synergiepotentiale ausgenutzt werden.

GSMN will den Patienten aus dem In- und Ausland eine erstklassige stationäre Versorgung bieten. Dabei will sich GSMN von anderen Anbietern im Gesundheitsbereich durch eine hohe Qualität der angebotenen Dienstleistungen abgrenzen. Der Qualitätsunterschied soll mit einem erfahrenen und branchenkompetenten Management, einem angenehmen Arbeitsumfeld für die Angestellten und dem Aufbau einer eigenständigen Qualitätsmarke „GSMN“ erreicht werden.

## 2.7 Finanzplanung

Die wesentlichen Annahmen zur Planungsperiode, umfassend das Budget 2011 und die Mittelfristplanung 2012 bis 2014, werden nachfolgend dargestellt:

*Tabelle 1: Planungsannahmen*

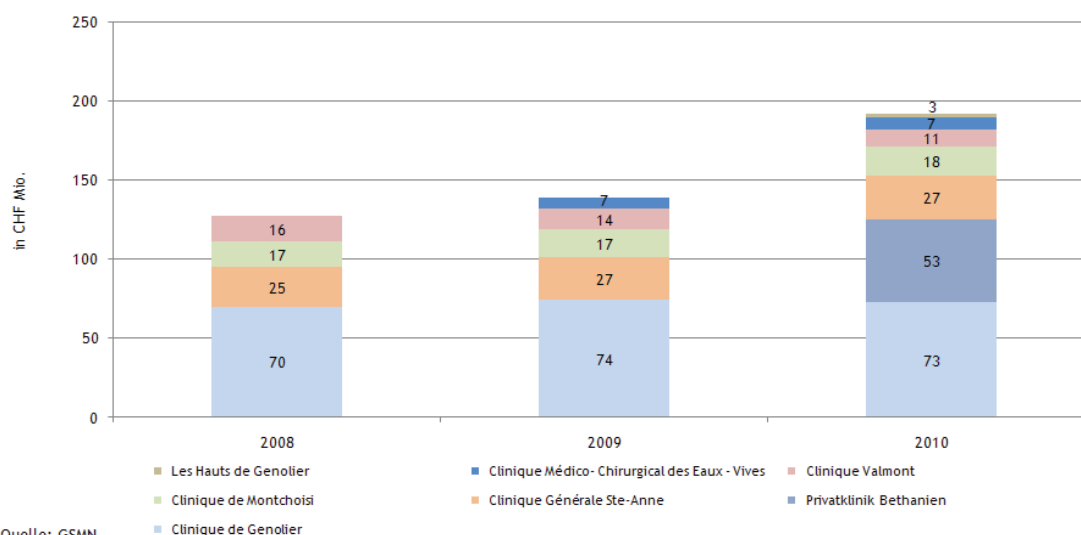
Historische Entwicklung und Planung (CHF '000)	2008	2009	2010	2008-2010 CAGR	2011-2014 CAGR
Bruttoumsatz gemäss Jahresrechnung	127'844	139'332	192'377	22.67%	4.22%
EBITDA	10'464	10'405	15'149	20.32%	7.69%
EBIT	3'084	1'386	1'378	-33.15%	14.54%
Investitionen	9'270	11'912	27'113	71.02%	-14.53%
				Durchschnitt	Durchschnitt
Umsatzwachstum gegenüber Vorjahr	9.52%	8.99%	38.07%	7.84%	12.04%
EBITDA Marge	8.18%	7.47%	7.87%	1.37%	5.28%
EBIT Marge	2.41%	0.99%	0.72%	9.96%	7.22%
Investitionen im Verhältnis zum Umsatz	7.25%	8.55%	14.09%		

Quelle: Zahlen GSMN

Die Grundlagen der finanziellen Planung bestehen aus dem vom Verwaltungsrat genehmigten Budget 2011 und der von der Geschäftsführung erstellten Mittelfristplanung 2012 bis 2014. Die Planungsunterlagen sowie die getroffenen Annahmen und verwendeten Parameter wurden im Verlaufe der durchgeführten Bewertungsarbeiten mit dem Management der GSMN detailliert besprochen und auf Plausibilität und Konsistenz überprüft. Gemäss der für die Bewertungsarbeiten verwendeten Finanzplanung erwartet das Management in der Planungsperiode 2011 bis und mit 2014 ein durchschnittliches jährliches Umsatzwachstum von 4.2%.

### Umsatzentwicklung

*Abbildung 3: Umsatzentwicklung der GSMN nach Kliniken*



Der Anstieg des Umsatzes von 2009 auf 2010 ist im Wesentlichen auf die Akquisition der Privatklinik Bethanien AG zurückzuführen. Der provisorische Zwischenabschluss per 31. März 2011 zeigt gegenüber dem saisonal angepassten Budget eine Umsatzabweichung von minus 4%. Im Vergleich zum linearen Budget ist der Umsatz bis Ende März 2011 lediglich 1.5% unter Budget. Die EBITDA-Marge im ersten Quartal 2011 liegt 1% unter dem budgetierten Jahreswert.

### **Margenentwicklung**

Im Planungshorizont wird eine deutliche Erhöhung der EBITDA-Marge prognostiziert. Das Management erwartet eine durchschnittliche EBITDA-Marge von 12%, was einem Anstieg von 4.2 Prozentpunkten gegenüber dem Durchschnitt der Geschäftsjahre 2008 bis und mit 2010 entspricht.

Die erhöhte Marge soll durch ein verbessertes Kostenmanagement und eine generell erhöhte Kapazitätsauslastung erreicht werden.

### **Investitionen**

Das Geschäftsmodell von GSMN ist darauf ausgelegt, dass sich die operativ genutzten Immobilien grundsätzlich nicht im Eigentum der Gruppe befinden sondern durch langfristig vereinbarte Leasing- oder Mietverträge verfügbar sind.

Nach den grossen Investitionen im Jahr 2010, die rund 14% des Jahresumsatzes 2010 entsprachen, wird für das Geschäftsjahr 2011 mit einem Investitionsvolumen gerechnet, das rund 11% des budgetierten Umsatzes entspricht. In den Planjahren 2012 bis und mit 2014 wird mit einem stabilen Investitionsvolumen von 6% des erwarteten Umsatzes gerechnet.

### 3 Wertüberlegungen zu GSMN

#### 3.1 Bewertungsmethoden und Werttreiber

Als hauptsächliche Bewertungsmethode zur Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebotspreises für die Namenaktien der GSMN wurde die DCF-Methode angewandt.

Im Weiteren wurden zur Plausibilisierung der mittels DCF-Methode erarbeiteten Wertbandbreite eine Analyse mit vergleichbaren börsenkotierten Unternehmen sowie eine Analyse vergleichbarer Transaktionen durchgeführt.

Hauptsächliche Werttreiber des Geschäftsmodells von GSMN sind die Auslastung der verfügbaren Zimmer und Therapieplätze sowie die optimale Nutzung des vorhandenen Gesundheitsangebotes und der personellen Ressourcen. Zur Verbesserung der Margen kommt dem Kostenmanagement eine wesentliche Bedeutung zu.

#### 3.2 Berücksichtigung der Expansionsstrategie durch Akquisitionen

Die von GSMN definierte Wachstumspolitik soll nicht nur organisch sondern auch durch Unternehmenszukaufe erreicht werden. Diese angestrebte Expansionsstrategie durch Akquisitionen - im Mittelpunkt steht der Aufbau eines nationalen Netzes von Kliniken - soll nebst den dadurch erreichten Grössenvorteilen auch Synergiepotentiale freisetzen. GSMN hat verschiedene potentielle Kaufobjekte identifiziert über die teilweise schon Verhandlungen geführt wurden. Die Gesellschaft hat uns die Informationen und Angaben zu den Eckwerten der potentiellen Akquisitionsobjekte für den Zweck der Erstellung der vorliegenden Fairness Opinion kommuniziert. Am 28. April 2011 hat GSMN den Erwerb einer Minderheitsbeteiligung von 49% an der Gesellschaft Klinik Lindberg AG, Winterthur, mit einer Option zum Kauf der restlichen 51% des Aktienkapitals zwischen 2012 und 2014 bekanntgegeben.

Unternehmensakquisitionen weisen inhärent erhebliche Unsicherheiten und Risiken betreffend der Höhe des bezahlten Kaufpreises sowie der erfolgreichen Integration und effektiven Realisierung von Synergien auf. Durch eine getätigte Unternehmensakquisition sind unmittelbar keine Synergien geschaffen, da davon auszugehen ist, dass der bezahlte Marktpreis (at arm's length) die entsprechenden Optimierungselemente bereits enthält und somit - nebst dem realisierten Grössenzuwachs - kein unmittelbarer Mehrwert für den Aktionär resultiert. Ausserdem bestehen nebst den Chancen einer erfolgreichen Integration auch die vorstehend erwähnten Risiken und Unsicherheiten, die mit der Realisierung von zusätzlicher Wertschöpfung durch die Akquisition verbunden sind.

Der mit der Expansionsstrategie der GSMN angestrebte Grössenvorteil, einschliesslich der beabsichtigten und im Zeitpunkt der Erstellung der Fairness Opinion bereits bekanntgegebenen Akquisition (siehe vorstehend), wird bei der Bewertung mittels DCF-Methode im adjustierten Grössenzuschlag als Bestandteil des WACC berücksichtigt (siehe nachstehende Kommentare zur Herleitung des WACC unter Kapitel 3.3).

### 3.3 DCF-Methode

Die DCF-Methode ist eine anerkannte und verbreitete Methode für die Ermittlung des Unternehmenswertes einer Gesellschaft. Die Methode basiert auf der Ermittlung der in der Zukunft erwarteten Zahlungsströme (Free Cash-Flows, "FCF"), deren Herleitung sich zu einem wesentlichen Teil auf einen Businessplan abstützt. Als Cash-Flow wird dabei der FCF verstanden, der definiert ist als Summe der Cash-Flows aus operativem Geschäft und der Cash-Flows aus den Investitionen in Umlauf- und Anlagevermögen.

Um die zukünftigen FCF auf den heutigen Wert zu diskontieren wird ein Kapitalkostensatz der zu bewertenden Gesellschaft ermittelt. Die Kosten für Eigen- und Fremdkapital werden dabei einzeln berechnet und danach, gewichtet gemäss der Finanzierungsstruktur der Gesellschaft (Fremd- / Eigenkapitalstruktur), als WACC berechnet. Für die Berechnung des Eigenkapitalkostensatzes wird auf das Capital Asset Pricing Modell ("CAPM-Modell") abgestützt. Dieses besagt, dass die unternehmensspezifische Risikoprämie der Multiplikation des "levered" Betas mit der Marktrisikoprämie entspricht. Dabei ist das "levered" Beta ein Mass für das systematische Unternehmensrisiko im Vergleich zum Gesamtmarktrisiko und hängt unter anderem von der Finanzierungsstruktur ab. Kein Element des CAPM-Modells ist die Unternehmensgrösse. Um diese relevante Bezugsgrösse bei der Bestimmung des Unternehmenswertes angemessen zu reflektieren, wird bei den Eigenkapitalkosten zusätzlich eine Prämie für tiefer kapitalisierte Unternehmen berücksichtigt. Diese zusätzlich berücksichtigte Prämie basiert auf empirischen Erhebungen.

Die Fremdkapitalkosten ergeben sich aus dem risikolosen Zinssatz und einer unternehmensspezifischen Fremdkapitalprämie. Durch den Einbezug einer Prämie für das Fremdkapital wird dem Umstand Rechnung getragen, dass ein Unternehmen nicht zu einem risikolosen Zinssatz Fremdkapital aufnehmen kann, sondern aufgrund des spezifischen Unternehmensrisikos den Fremdkapitalgebern eine Prämie in Form eines Zinsaufschlags bezahlen muss.

Die DCF-Methode unterscheidet zwei unterschiedlich charakterisierte Planungsphasen. Einerseits wird im vorliegenden Fall eine abschliessende Planungsphase gemäss Budget 2011 und Mittelfristplanung 2012 bis 2014 und andererseits eine nicht abschliessende, ewige Periode anschliessend an das letzte Planjahr 2014, welche als Residualwert bezeichnet wird, berücksichtigt. Die Summe aus den diskontierten FCF der abschliessenden Planungsphase und dem Wert des diskontierten Residualwertes ergeben den Wert des Gesamtunternehmens. Um den Wert des Eigenkapitals und somit den Wert einer Namenaktie von GSMN zu ermitteln, werden das verzinsliche Fremdkapital und weitere nicht betriebliche Verbindlichkeiten subtrahiert, nicht betriebsnotwendige Vermögenswerte werden addiert.

Der Residualwert bzw. nachhaltige Free Cash Flow als Fortsetzung der detaillierten Planungsphase wurde mit dem Gordon-Growth-Modell unter Annahme der nachfolgenden Parameter berechnet.

Ausgangspunkt für die Ableitung des ewigen Free Cash Flows bildet der Umsatz des letzten Planjahres 2014 unter Annahme einer nachhaltigen EBITDA-Marge von 12.8%. Im Weiteren wurde von der Annahme ausgegangen, dass sich die zukünftigen nachhaltigen Abschreibungen und Investitionen entsprechen.

Die Wachstumsrate für die Berechnung des Residualwertes hat einen massgeblichen Einfluss auf das Bewertungsergebnis, da bei der DCF-Methode dem Residualwert üblicherweise ein hohes Gewicht zukommt.

Für die Bewertung von GSMN wurde im Residualwert ein Wachstum von 1.0% angenommen, was einer durchschnittlichen, moderaten Inflationserwartung für die Schweiz entspricht.

Der WACC, mit welchem die Free Cash Flows diskontiert werden, basiert auf den Eigenkapital- und Fremdkapitalkosten nach Steuern sowie der angenommenen Finanzierungsstruktur. Für die GSMN wurde zum Bewertungsstichtag ein WACC von 7.27% ermittelt, welcher auf Eigenkapitalkosten von 9.04% und Fremdkapitalkosten von 4.0% nach Steuern beruht.

Nachfolgend werden die Parameter, welche für die Berechnung des WACC verwendet wurden, beschrieben (siehe auch Herleitung WACC, Anhang 1).

### Risikoloser Zinssatz

Der risikolose Zinssatz beschreibt die nominelle Renditeerwartung für risikolose Anlagen. Als nominelle Grösse enthält der risikolose Zinssatz eine Erwartung über die Realverzinsung und die Inflation. Als Basisgrösse wurde der 10-jährige SWAP-Satz für den Schweizer Franken in der Höhe von 2.40% bestimmt.

### Marktrisikoprämie

Der Berechnung des WACC liegt eine Marktrisikoprämie von 5% zugrunde. Die Marktrisikoprämie entspricht der Differenz zwischen der durchschnittlichen Rendite des Aktienmarktes und derjenigen von Obligationen. Für den Schweizer Aktienmarkt wird auf die Studie von Pictet & Cie verwiesen<sup>1</sup>.

### Beta

Das "unlevered" Beta wurde auf Basis vergleichbarer kotierter Unternehmen hergeleitet. Das für GSMN hergeleitete unlevered Beta beträgt 0.41. Die Angaben zum Beta-Faktor der definierten Vergleichsgesellschaften sind in Anhang 2 dargestellt. Das "relevered" Beta der GSMN wurde aus den unlevered Betas der Vergleichsgesellschaften abgeleitet und beträgt 0.63.

### Weitere Zuschläge

Die Prämie für die Unternehmensgrösse reflektiert die erhöhte Risiko- / Renditeerwartung, die mit einer Investition in kleinere und mittlere Unternehmen, bezogen auf die Börsenkapitalisierung, verbunden ist. Sie berechnet sich als Differenz zwischen der effektiv beobachtbaren langfristigen Rendite kleinkapitalisierter Unternehmen und der für diese Unternehmen mittels CAPM geschätzten Rendite.

Die für die Bewertung der GSMN berücksichtigte Prämie von 3.50% wurde in Anlehnung an die jährlich publizierte Studie von Ibbotson Associates<sup>2</sup> bestimmt. Um die Expansionsstrategie der GSMN im Diskontierungssatz adäquat zu reflektieren, haben wir die Prämie für ein Unternehmen der aktuellen Grösse von GSMN von 4% gemäss Ibbotson um 0.5 Prozentpunkte gesenkt und mit 3.5% im WACC berücksichtigt.

---

<sup>1</sup> Pictet & Cie.: Die Performance von Aktien und Obligationen in der Schweizer (1926-2010), Januar 2011  
<sup>2</sup> Vergleiche Ibbotson Associates, 2010 Yearbook



## Kapitalstruktur

Die langfristige durchschnittliche Kapitalstruktur mit einer Fremdkapitalquote von 35% entspricht den aktuellen Finanzierungsverhältnissen und entspricht gemäss Aussagen des Managements der langfristig angestrebten Zielkapitalstruktur. Die Zielkapitalstruktur soll auch unter Berücksichtigung der definierten Wachstumsstrategie durch Akquisitionen beibehalten werden, ausgehend davon, dass die für die Unternehmenszukäufe zusätzlich benötigten Finanzierungsmittel entsprechend dem Verhältnis der Zielkapitalstruktur mittels Eigen- und Fremdkapitalaufnahme gedeckt werden.

## Fremdkapitalkosten

Basierend auf den effektiven Fremdkapitalkosten von GSMN beträgt die berücksichtigte erwartete Prämie auf dem risikolosen Zinssatz 2.70%.

## Steuersatz

Basierend auf Gesprächen mit dem Management von GSMN wurde als Gruppensteuersatz für die Bewertung ein Satz von 22% definiert.

## Ergebnis der DCF Bewertung

Um die mit der DCF-Methode berechneten Werte zu plausibilisieren haben wir Sensitivitätsberechnungen mit Veränderungen in den wesentlichen Werttreibern WACC, ewiges Wachstum im Residualwert und EBITDA-Marge durchgeführt.

*Tabelle 2: Sensitivitätsanalyse*

Veränderung Wert pro Aktie					
Veränderung WACC	0.30%	0.15%	0.00%	-0.15%	-0.30%
Veränderung des Aktienwertes	-7.37%	-3.77%	0.00%	3.96%	8.11%
Veränderung ewiges Wachstum	-0.30%	-0.15%	0.00%	0.15%	0.45%
Veränderung des Aktienwertes	-6.36%	-3.26%	0.00%	3.41%	10.77%
Veränderung EBITDA-Marge	-0.30%	-0.15%	0.00%	0.15%	0.30%
Veränderung des Aktienwertes	-0.98%	-0.49%	0.00%	-4.28%	-1.05%

Quelle: Berechnungen BDO

Die Summe der Barwerte aus der detaillierten Planungsphase und dem Residualwert ergibt für den betrieblichen Unternehmenswert von GSMN eine Wertbandbreite von CHF 174.3 Mio. bis CHF 185.8 Mio. Um den Wert des Eigenkapitals von GSMN zu ermitteln wird das nicht betriebliche Vermögen (nicht-operative Finanzanlagen, steuerlich nutzbare Verlustvorträge und flüssige Mittel) in der Höhe von gesamthaft CHF 10.4 Mio. addiert und das verzinsliche Fremdkapital sowie weitere nicht betriebliche Verbindlichkeiten in der Höhe von insgesamt CHF 78.1 Mio. subtrahiert. Basierend auf der mit der DCF-Methode durchgeführten Berechnung und den vorgenommenen Sensitivitätsanalysen ergibt sich somit für den Eigenkapitalwert von GSMN eine Wertbandbreite von CHF 106.7 Mio. bis CHF 118.1 Mio.

Bei insgesamt 6'119'837 ausstehenden Namenaktien per Bewertungsstichtag resultiert damit eine Wertbandbreite von CHF 17.50 bis CHF 19.40 pro Namenaktie von GSMN.

### 3.4 Marktbewertung

Bei der Marktbewertung wird der Unternehmenswert basierend auf dem Vergleich mit dem Unternehmenswert von vergleichbaren börsenkotierten Gesellschaften oder mittels Vergleichstransaktionen betreffend ähnliche kotierte und nicht-kotierte Unternehmen bestimmt. Wie bei der Bewertung mit der DCF-Methode wird der Wert des Eigenkapitals durch die Addition von nicht betrieblichen Vermögenswerten und der Subtraktion von verzinslichen liquiditätswirksamen Verbindlichkeiten vom Unternehmenswert berechnet.

#### 3.4.1 Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen

Marktbewertungen anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen werden berechnet, indem die Eigenkapitalwerte, d.h. die Marktkapitalisierung und die bestehenden Nettoverbindlichkeiten ins Verhältnis zu den jeweiligen erwirtschafteten oder erwarteten operativen Finanzkennzahlen gesetzt werden.

Die ermittelten Kennzahlen werden dann mit den entsprechenden operativen Finanzkennzahlen von GSMN multipliziert und davon die Nettofinanzverbindlichkeiten (verzinsliches und nicht betriebliches Fremdkapital abzüglich flüssige und sonstige nicht betriebliche Aktiven) subtrahiert, um den Wert des Eigenkapitals zu erhalten.

Als Vergleichsunternehmen wurden insbesondere in Europa kotierte Gesellschaften herangezogen, welche in der gleichen Branche wie GSMN tätig sind und im Anhang 3 dargestellt sind.

Die Kennzahlen der Vergleichsunternehmen basieren auf Einschätzungen von Bankanalysten für die Jahre 2011 bis 2013. Die Medianwerte der Multiplikatoren werden auf die entsprechenden Finanzkennzahlen von GSMN angewendet.

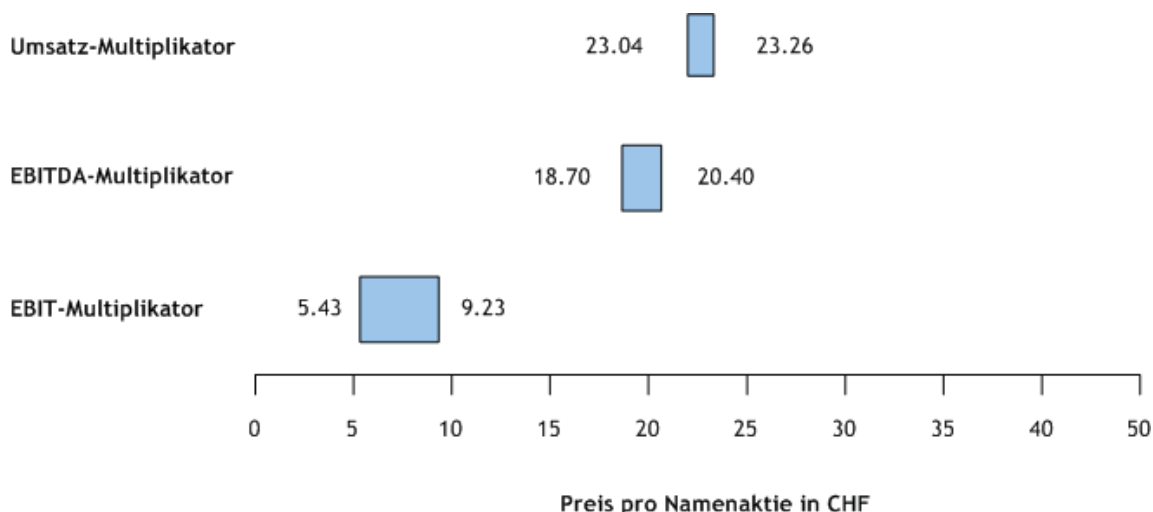
Die operativen Kennzahlen sollen die wesentlichen Werttreiber für eine Gesellschaft berücksichtigen und auf relevanten branchenspezifischen Berechnungen abstützen. Allgemein anerkannte und verwendete Multiplikatoren für Dienstleistungsbetriebe sind Umsatz, EBITDA und EBIT.

EBIT- und EBITDA-Multiplikatoren differenzieren sich grundsätzlich vom Umsatz-Multiplikator dadurch, dass sie auch die Kostenseite der Erfolgsrechnung berücksichtigen und dadurch für die spezifisch zu beurteilende Gesellschaft aussagekräftiger sind. Im Gegensatz zum EBIT-Multiplikator ist der EBITDA-Multiplikator unbeeinflusst von der Abschreibungspolitik der Vergleichsgesellschaften. Nach unserer Ansicht ist der EBITDA-Multiplikator deshalb vorliegend der aussagekräftigste Vergleichswert. Die hergeleiteten Multiplikatoren der Vergleichsgesellschaften sind im Anhang 3 dargestellt.

## Ergebnis Bewertung anhand von Vergleichsunternehmen

Aus der Bewertung auf Basis von diversen Multiplikatoren von kotierten Vergleichsunternehmen resultieren die in der folgenden Abbildung dargestellten Wertbandbreiten pro Namenaktie von GSMN.

*Abbildung 4: Marktbewertung anhand vergleichbarer kotierter Unternehmen*



Abgeleitet aus den EBITDA-Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Gesellschaften haben wir für den Unternehmenswert von GSMN eine Bandbreite von CHF 182.2 Mio. bis CHF 192.6 Mio. ermittelt. Nach Berücksichtigung der nicht betrieblichen Aktiven und dem verzinslichen Fremdkapital beläuft sich die Bandbreite für den Wert des Eigenkapitals auf CHF 114.5 Mio. bis CHF 124.9 Mio., respektive CHF 18.70 bis CHF 20.40 pro Namenaktie.

Die mittels Vergleichsunternehmen ermittelte Wertbandbreite auf Basis EBITDA-Multiplikator liegt leicht höher als das mit der DCF-Methode ermittelte Ergebnis.

### 3.4.2 Marktbewertung mittels Vergleichstransaktionen

#### 3.4.2.1 Transaktionen vergleichbarer Unternehmen

Ergänzend zur Bewertungsanalyse mittels Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Gesellschaften wurde eine Analyse von vergleichbaren durchgeführten Unternehmenstransaktionen im Bereich Privatspitäler vorgenommen.

Bei dieser Analyse ist zu beachten, dass bezahlte Preise in Transaktionen durch transaktionsspezifische Merkmale, wie z.B. die Zahlung von Prämien zur Übernahme einer Kontrollmehrheit verzerrt sein können, weshalb die Aussagekraft von Transaktions-Multiplikatoren eingeschränkt sein kann. Es ist auch hinzuzufügen, dass historische Transaktionen nicht zwingend die im gleichen historischen Zeitraum herrschenden Bewertungsverhältnisse reflektieren, was die Aussagekraft im Kontext mit dem aktuellen Umfeld relativiert. Im Weiteren muss beachtet werden, dass mit einer Transaktion in der Regel auch ein Kontrollwechsel stattfindet, der mit einer Prämie belohnt wird. Im vorliegenden Fall von GSMN ist dies

nicht so, da die Anbieterin bereits über die Kontrollmehrheit verfügt. Bei der Beurteilung der Multiplikatoren ist dieser Umstand zu berücksichtigen.

Die wesentlichen Selektionskriterien für die Identifizierung der vergleichbaren Transaktionen umfassen die folgenden Punkte:

- Das Zielunternehmen ist in der gleichen Branche wie GSMN tätig;
- Die Transaktion liegt im Zeitraum von 2007 bis zum Bewertungsstichtag;
- Transaktionspreis und wesentliche Finanzkennzahlen des Zielunternehmens zum Transaktionszeitpunkt sind bekannt.

Wir haben verschiedene Transaktionen identifiziert, diese sind im Anhang 4 dargestellt. Basierend auf den öffentlich zugänglichen Daten zu diesen Transaktionen wurden Umsatz, EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren für jede Transaktion berechnet.

Abgeleitet aus den EBIT- und EBITDA-Multiplikatoren der analysierten Transaktionen lässt sich für den Unternehmenswert der GSMN eine Wertbandbreite für das Eigenkapital von CHF 65.5 Mio. bis CHF 132.2 Mio. ermitteln. Umgerechnet auf die ausstehenden Namenaktien zum Bewertungsstichtag resultiert eine Wertbandbreite pro Namenaktie von CHF 10.70 bis CHF 21.60. Unter Berücksichtigung der vorstehend erläuterten Preisverzerrungen bei der Bewertung anhand von Vergleichstransaktionen erachten wir die Aussagekraft der mit dieser Methode hergeleiteten Wertbandbreite als gering.

#### 3.4.2.2 Transaktionen mit GSMN-Aktien

Wie aus dem Angebotsprospekt des öffentlichen Kaufangebots an die Publikumsaktionäre der GSMN (3.6 Käufe und Verkäufe von Beteiligungsrechten der GSMN) zu entnehmen ist, haben während der letzten 12 Monate vor der Publikation der Voranmeldung am 20. Januar 2011 die Anbieterin und mit dieser in gemeinsamer Absprache handelnde Personen, Aktien der GSMN gehandelt. Gegenparteien waren einerseits Dritte und andererseits Personen, die Organfunktionen bei der Gesellschaft ausübten und somit Zugang zu nicht öffentlich zugänglichen Informationen, zur Strategie und zum Geschäftsgang der GSMN hatten.

Für die Namenaktien der GSMN wurden Preise von CHF 17.70 bis CHF 19.66 pro Aktie bezahlt. Wir erachten diese Transaktionen als relevante und aussagekräftige Vergleichstransaktionen um die mittels DCF-Methode ermittelte Wertbandbreite für die Aktien der GSMN zu plausibilisieren.

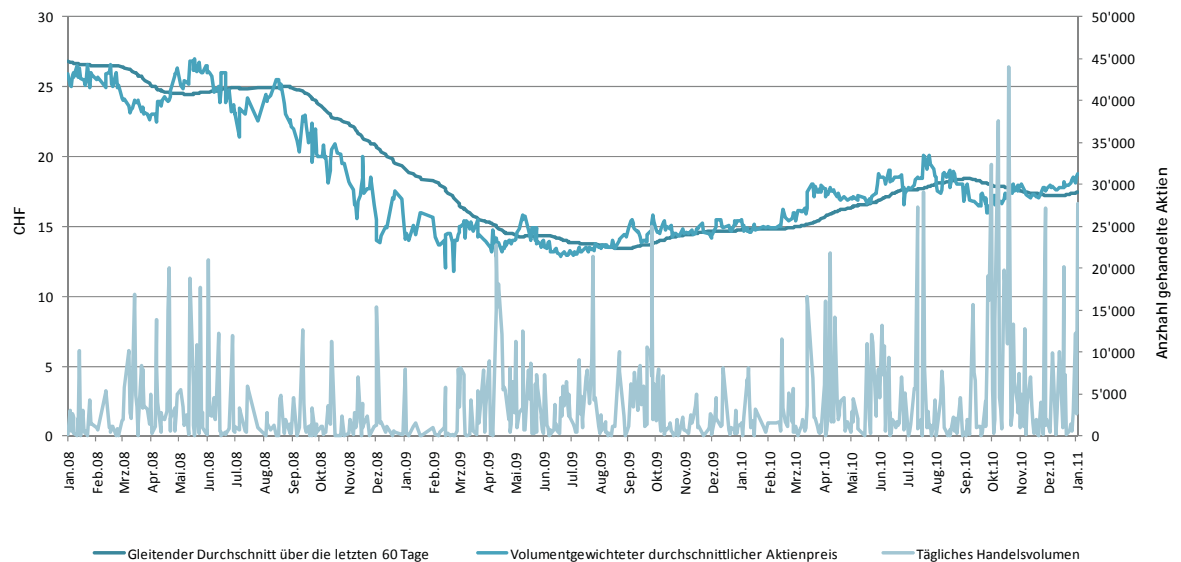
Die Analyse der Transaktionen der Anbieterin und der in gemeinsamer Absprache handelnden Personen während der 12 Monate vor der Publikation der Voranmeldung des öffentlichen Kaufangebots bestätigt die mit der DCF-Methode hergeleiteten Wertbandbreite für eine Aktie von GSMN.

#### 4 Analyse der Entwicklung des Aktienkurses und des Handelsvolumens

Der Angebotspreis von CHF 19 pro Namenaktie von GSMN liegt um 7.71% über dem durchschnittlichen Schlusskurs (VWAP) der GSMN-Aktie von CHF 17.64 während der 60 letzten Handelstage vor dem Datum der Voranmeldung.

Die nachfolgende Grafik zeigt den historischen Verlauf des Aktienkurses und das tägliche Handelsvolumen im Zeitraum von drei Jahren vor dem Bewertungsstichtag 20. Januar 2011.

*Abbildung 5: Aktienkurs und Handelsvolumen*



Quelle: Bloomberg

Die relative Performance der GSMN Aktie im Vergleich zu Indizes ist aus nachfolgender Darstellung ersichtlich:

*Abbildung 6: Relative historische Performance*



Quelle: Bloomberg

Die Entwicklung des Aktienkurses der GSMN seit der Kotierung an der SIX Swiss Exchange im Juli 1999 ist nachfolgend grafisch dargestellt:

*Abbildung 7: Entwicklung des Aktienkurses seit der Erstkotierung*



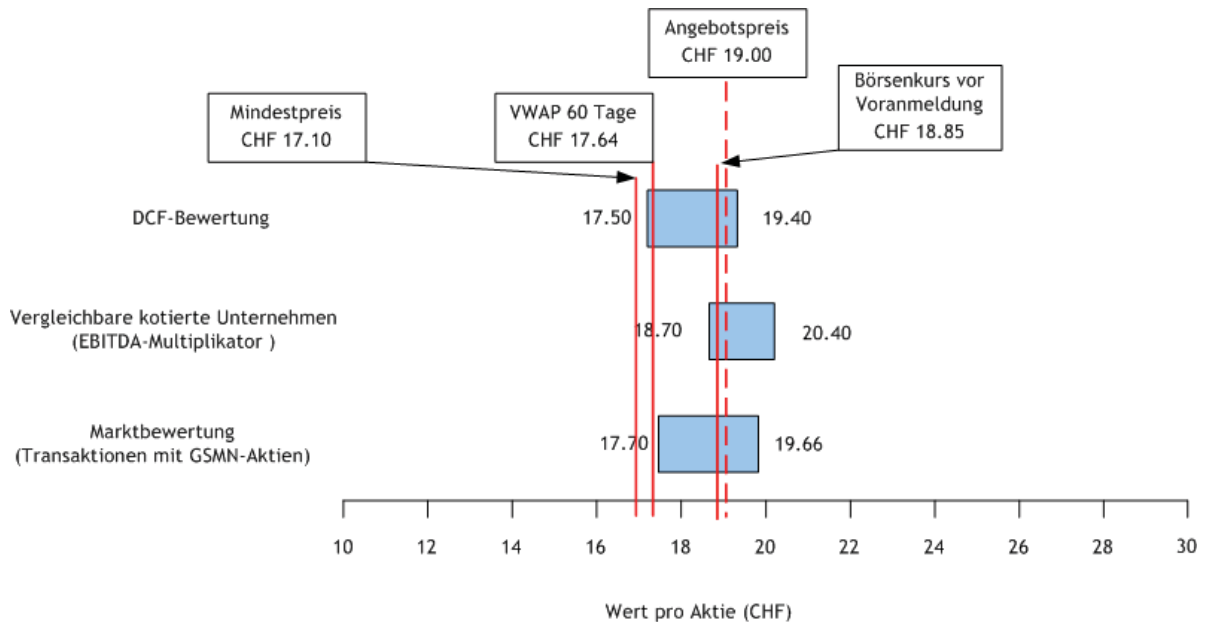
Quelle: Bloomberg

Das Allzeithoch von CHF 89.99 pro Namenaktie von GSMN wurde im Februar 2000 erreicht. Danach folgte ein starker Rückgang des Aktienkurses in den Jahren 2001 bis 2003. Die tiefste Notierung wurde im März 2003 mit einem Aktienpreis von CHF 8.01 erreicht. Der im öffentlichen Kaufangebot der MRSI angebotene Preis von CHF 19 wurde seit Ende des Jahres 2008 mit Ausnahme von vereinzelten Tagen in den Monaten Mai, August und September des Jahres 2010 nie mehr erreicht bzw. übertroffen.

Aufgrund der geringen Handelsvolumina ist die Aussagekraft der Preis- und Volumenanalyse als limitiert und aus übernahmerechtlicher Sicht als nicht aussagekräftig zu betrachten. Die Analyse der Entwicklung des Aktienkurses der GSMN Aktien erlaubt jedoch die grundsätzliche Feststellung, dass die mittels DCF-Methode hergeleitete Wertbandbreite im oberen Bereich der während der letzten zwei Jahre bezahlten Preise für die GSMN Aktien liegt.

## 5 Zusammenfassung der Bewertungsergebnisse

Nachstehende Übersicht rekapituliert die Bewertungsergebnisse und veranschaulicht in grafischer Darstellung deren Vergleich mit dem Angebotspreis sowie den Kursinformationen zur GSMN Aktie und dem anwendbaren übernahmerechtlichen Mindestpreis.





## 6 Schlussfolgerung der Fairness Opinion

Basierend auf den in dieser Fairness Opinion dargestellten Bewertungsanalysen und Wertüberlegungen ergibt sich für das Eigenkapital von GSMN eine Wertbandbreite von CHF 106.7 Mio. bis CHF 118.1 Mio. Bei total 6'119'837 ausstehenden Namenaktien zum Bewertungsstichtag 20. Januar 2011 resultiert eine Wertbandbreite pro Namenaktie von CHF 17.50 bis CHF 19.40. Diese Werte basieren auf der mittels DCF-Bewertung ermittelten Wertbandbreite sowie den durchgeführten Sensitivitätsanalysen.

Die Ergebnisse der DCF-Berechnung wurden mit den erzielten Resultaten aus der Marktbewertung überprüft und konnten hinreichend plausibilisiert werden.

Gestützt auf den dargelegten Analysen beurteilen wir den im Rahmen des öffentlichen Kaufangebots von MRSI offerierten Preis von CHF 19 pro Namenaktie von GSMN im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld aus finanzieller Sicht als fair und angemessen.

Die vorliegende Fairness Opinion basiert auf Arbeiten und Analysen, welche im Rahmen unseres Auftrages bis zu dessen Abschluss am 18. Mai 2011 durchgeführt wurden.

Zürich, 18. Mai 2011

Freundliche Grüsse

BDO AG



Marcel Jans



Oliver Ambs

## 7 Anhang

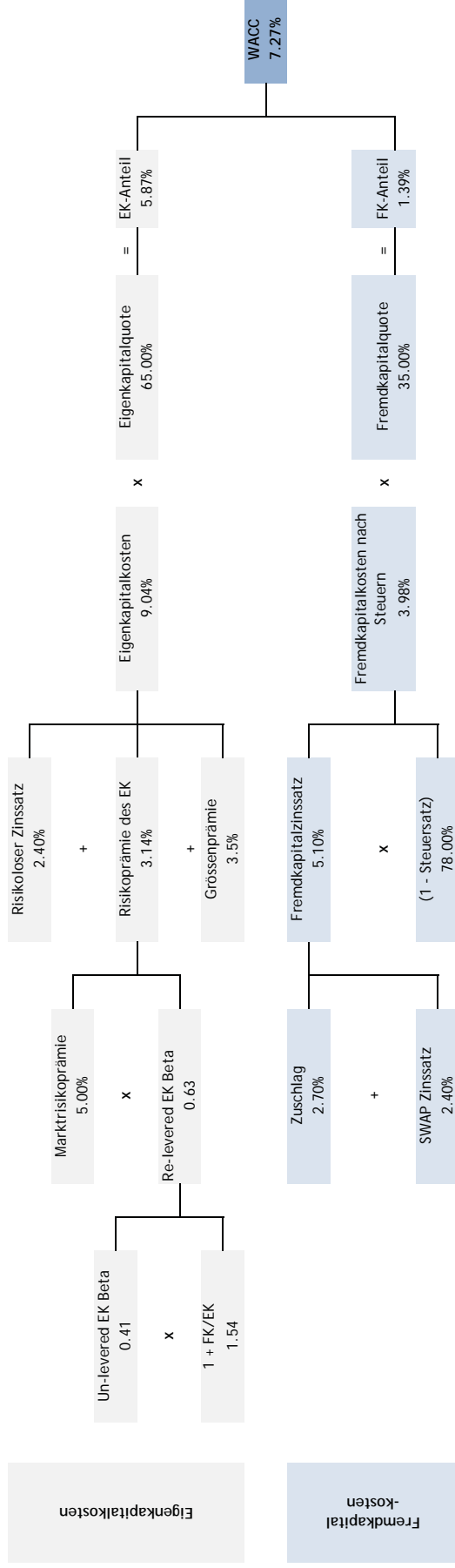
Anhang 1 Herleitung der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten

Anhang 2 Analyse von Beta und Kapitalstruktur

Anhang 3 Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen

Anhang 4 Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen

## Anhang 1: Herleitung der gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten



## Anhang 2: Analyse von Beta und Kapitalstruktur

Gruppe von Vergleichsunternehmen	Ticker	Letzter Abschluss	Währung	<sup>1)</sup> Eigenkapital	Minderheiten	Fremdkapital	Liquide Mittel	Fremdkapital netto	Netto-FK / EK	<sup>2)</sup> Levered Equity Beta	<sup>3)</sup> Unlevered Asset Beta
Générale de Santé SA	GDS FP Equity	31.12.2010	EUR	648	12	923	0	923	139.9%	0.722	0.301
Mediclin AG	MED GR Equity	31.12.2010	EUR	203	0	88	48	40	19.6%	0.680	0.569
Medi-Clinic Corp Ltd	MDC SJ Equity	31.12.2010	ZAR	19243	981	21'646	2'605	19'041	94.1%	0.568	0.293
Korian	KORI FP Equity	31.12.2010	EUR	535	13	570	71	499	91.3%	0.780	0.408
Rhoen Klinikum AG	RHK GR Equity	31.12.2010	EUR	2'139	35	942	404	538	24.8%	0.764	0.612
<b>Durchschnitt</b>									<b>73.9%</b>	<b>0.703</b>	<b>0.44</b>
<b>Median</b>									<b>91.3%</b>	<b>0.722</b>	<b>0.41</b>

Quellen:

- 1) Marktkapitalisierung vom 14. April 2011 gemäss Bloomberg
- 2) Bloomberg adjusted Beta / local indices monthly über 5 Jahre
- 3) Gemäss Harris / Pringle - Formel: Unlevered Beta = Levered Beta / (1+(FK/EK))

### Anhang 3: Multiplikatoren vergleichbarer kotierter Unternehmen

Vergleichsunternehmen	Währung	EV/Umsatz				EV / EBITDA				EV / EBIT			
		2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
Generale de Sante SA	EUR	0.8x	0.8x	0.8x	n.a.	6.7x	6.7x	6.4x	n.a.	13.6x	13.9x	13.0x	n.a.
Mediclin AG	EUR	0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	7.9x	7.5x	7.1x	6.6x	14.4x	13.5x	12.7x	12.0x
Medi-Clinic Corp Ltd *	ZAR	n.m.	2.2x	1.9x	1.8x	n.m.	9.9x	8.7x	7.9x	n.m.	12.2x	10.8x	9.8x
Korian	EUR	1.1x	1.0x	1.0x	0.9x	11.2x	8.6x	7.7x	6.8x	16.2x	12.2x	10.6x	9.4x
Rhoen Klinikum AG	EUR	1.1x	1.0x	1.0x	0.9x	8.9x	8.0x	7.3x	6.5x	13.8x	12.4x	11.0x	10.2x
Tiefst		0.5x	0.5x	0.5x	0.5x	6.7x	6.7x	6.4x	6.5x	13.6x	12.2x	10.6x	9.4x
Mittelwert		0.9x	1.1x	1.0x	1.0x	8.7x	8.1x	7.4x	7.0x	14.5x	12.8x	11.6x	10.4x
Median		0.9x	1.0x	1.0x	0.9x	8.4x	8.0x	7.3x	6.7x	14.1x	12.4x	11.0x	10.0x
Höchst		1.1x	2.2x	1.9x	1.8x	11.2x	9.9x	8.7x	7.9x	16.2x	13.9x	13.0x	12.0x

Quelle: Bloomberg April 2011

\* Medi-Clinic ist für das Jahr 2010 nicht repräsentativ, da Hirslanden im Oktober 2010 die Klinik Stephanshorn übernommen hat

Anhang 4: Multiplikatoren vergleichbarer Transaktionen

Abschluss- datum	Zielgesellschaft	In EUR Mio.									
		Transaktions- wert	Unternehmens- wert	Ertrag	Umsatz- Multiplikator	EBITDA- Multiplikator	EBIT- Multiplikator	Minderheits- abschlag für Multiplikator	EBITDA- Multiplikator	EBIT- Multiplikator	Umsatz- Multiplikator
22/07/2010	Sogesta SA (99.2% Stake)	15.0	15.1	39.8	0.4x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.4x
27/07/2010	Aleris Holding AB	463.0	462.6	380.7	1.2x	13.3x	101.2x	25.00%	9.9x	75.9x	0.9x
08/12/2009	Cliniques Privées Associees SA	63.0	63.0	96.0	0.7x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.7x
01/01/2010	Privatklinik Bethanien AG (74.04% Stake)	9.0	12.2	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
22/07/2009	Groupe Proclif SAS (43% Stake)	70.0	199.7	112.5	1.8x	16.0x	26.3x	15.00%	13.6x	22.3x	1.5x
19/02/2009	Terveystalo Healthcare Oy	312.0	312.2	210.2	1.5x	10.9x	44.1x	30.00%	7.6x	30.9x	1.0x
12/01/2009	Clinique Saint Vincent; Polyclinique les Fleurs; Clinique Michel; Clinique Cap d'Or; La Belle Genslere; Soleil d'Or	80.0	80.0	55.0	1.5x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.5x
10/07/2008	Generale de Sante SA	13.0	20.4	28.7	0.7x	17.1x	32.9x	25.00%	12.8x	24.7x	0.5x
03/07/2008	Danske Privathospitaler A/S	n/a	n/a	12.1	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
17/07/2008	Medical Diagnostics & Imaging	43.0	42.8	0.5	78.2x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	78.2x
10/03/2008	Clinique de l'Orangerie	40.0	39.9	36.8	1.1x	8.0x	12.1x	30.00%	5.6x	8.5x	0.8x
31/03/2008	Classic Hospitals Group Limited	291.0	290.7	127.5	2.3x	33.1x	n/a	30.00%	23.1x	n/a	1.6x
10/09/2007	Bolig og Omsorgs Instituttet AS	n/a	n/a	12.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
n/a	Krankenhaus Mariahilf Gemeinnützige Gmbh	n/a	n/a	25.6	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
01/07/2007	Groupe Saint Andre	60.0	60.0	50.0	1.2x	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	1.2x
11/01/2007	Care Holdings Limited (substantial stake)	33.0	21.4	11.0	1.8x	8.9x	11.7x	30.00%	6.2x	8.2x	1.3x
Median				1.22	12.09	19.19	20.75		8.79	15.40	1.04
Mittelwert				1.29	12.34				9.29	15.92	1.03

Werte in rot = nicht verwendet für Berechnung von Median und Mittelwert