




# I Résumé exécutif

## I DESCRIPTION DE L'ENTREPRISE

Avec plus de trente ans d'expérience et une **spécialisation** claire **dans la chirurgie au laser de la myopie** et les traitements ophtalmologiques hautement complexes, comme **la chirurgie intraoculaire de la presbytie**, la Clínica Baviera est un **groupe espagnol de premier plan dans le domaine de l'ophtalmologie et une référence européenne**.

L'entreprise a développé un **modèle de prise en charge global** qui **couvre toutes les étapes du parcours de soins**, du bilan initial et du diagnostic à une intervention chirurgicale, sans oublier le suivi postopératoire du patient. **Son activité repose sur deux types de centres**. Il y a, d'une part, **les cliniques satellites, qui forment la majorité du réseau et se consacrent principalement au diagnostic**. Elles sont généralement implantées dans des villes de plus de 50 000 habitants et font office de points d'accueil pour les patients, qui sont ensuite orientés vers les cliniques chirurgicales. D'autre part, **les cliniques chirurgicales se spécialisent dans les interventions médicales et chirurgicales**.

Le groupe **mène ses activités exclusivement via les cliniques dont il est propriétaire**, lui permettant ainsi d'exercer un **contrôle direct sur les normes de qualité des soins**, le parcours patient et l'efficacité des processus opérationnels. L'équipe médicale se compose d'ophtalmologues diplômés, qui bénéficient d'une **structure de gestion centralisée et professionnelle, proposant des programmes de formation continue** à son personnel. En décembre 2025, le groupe Baviera comptait déjà un **réseau de 151 centres d'ophtalmologie à l'international, répartis entre 89 cliniques en Espagne, 32 en Allemagne, 1 en Autriche, 10 en Italie et 19 au Royaume-Uni**, ces dernières ayant été reprises à la suite de l'acquisition du groupe Eye Hospital (Optimax) en 2024. L'entreprise fait figure de pionnière en Espagne et en Europe, se spécialisant dans la chirurgie au laser de la myopie et mettant en place **un réseau de cliniques appliquant des protocoles standardisés**. Son succès s'appuie sur l'application de techniques à grande échelle et l'amélioration des processus, du marketing et de l'expérience patient, grâce à un modèle d'expansion internationale.

Clínica Baviera **jouit d'un positionnement fort sur ses principaux marchés** ; elle détient la **1re place en Espagne et en Allemagne** sur son marché de spécialité (à l'exception des services publics de traitement de la cataracte, où Clínica Baviera n'est pas présente), et possède un **fort potentiel de croissance dans les domaines de la chirurgie au laser de la myopie et de la chirurgie intraoculaire de la presbytie**. La société **exerce ses activités sur des marchés attractifs, où elle dispose d'avantages concurrentiels indéniables et de barrières à l'entrée**, qui se traduisent par une marge EBIT supérieure à 20 %. **Les investissements réalisés dans de nouvelles cliniques sont très rentables**. Le retour sur investissement est d'environ 20 % la première année et atteint plus de 30 % la deuxième année. **Au cours des prochaines années, la société devrait ouvrir au moins 15 cliniques par an, en se focalisant sur la croissance en Allemagne, en Italie et au Royaume-Uni, ce qui lui permettrait, en sept ans, d'ajouter plus de 100 cliniques à son réseau**. Une expansion à un rythme sensiblement plus rapide n'est pas prévue, car la formation des médecins nécessite du temps.

**Au 21 mai 2026, avec une capitalisation boursière de 874 millions d'euros (EV/EBITe = 12,6), dans un scénario de base et en supposant un multiple de sortie EV/EBIT = 14, nous estimons un TRI à deux chiffres pour les investisseurs (+14 %).**

## II PRINCIPALES ACTIVITÉS

Le Groupe conduit toutes ses activités au sein d'**un seul secteur d'activité, l'ophtalmologie**, bien qu'il détaille ses informations par type de service fourni et par profil de client. Selon le dernier rapport annuel, **la majeure partie de son chiffre d'affaires est générée par les interventions chirurgicales, qui représentent environ 90 % du chiffre d'affaires total, alors que les consultations et autres services représentent les**

**10 % restants**. Du point de vue de la clientèle, l'activité se concentre principalement sur **les patients privés, qui génèrent 84 % du chiffre d'affaires**, tandis que 16 % proviennent des services fournis dans le cadre de contrats avec des compagnies d'assurance.

## MARCHÉ FRAGMENTÉ. RÉPARTITION PAR ZONES GÉOGRAPHIQUES

L'entreprise opère sur un **marché habituellement fragmenté, ce qui laisse la porte ouverte à des opportunités de consolidation et d'expansion pour les opérateurs ayant une certaine envergure et une notoriété de marque.** Tout ça s'inscrit dans le contexte d'un secteur marqué par des facteurs de croissance structurels, comme le vieillissement de la population, l'augmentation des troubles de la vue associés à l'utilisation intensive des appareils numériques, et le recours de plus en plus fréquent à des solutions chirurgicales pour corriger les défauts visuels.

À l'échelle nationale, **l'Espagne constitue un marché mature sur lequel le groupe se place comme leader dans le domaine de la chirurgie au laser pour la myopie et de la chirurgie intraoculaire pour la presbytie, avec un potentiel de croissance auprès de différentes populations.** Plus de 30 % de la population adulte est myope, et la presbytie affecte plus de 80 % de la population âgée de plus de 45 ans. En Espagne, la Clínica Baviera a la possibilité de se développer dans ces deux domaines (il existe encore plus de 80 villes de plus de 50 000 habitants où elle n'est pas encore implantée) ; ses principaux concurrents étant Miranza et Oftalvist (contrôlés par Asisa).

**L'Allemagne est son deuxième marché le plus important** et affiche un degré de fragmentation plus élevé. **Le groupe occupe la première place en chirurgie laser de la myopie en termes de part de marché et la deuxième place pour la presbytie.** La Clínica Baviera opère via Care Vision. Les principaux concurrents dans le pays sont Euroeyes (son principal concurrent, axé sur un segment légèrement plus haut de gamme, sur lequel Clínica Baviera gagne des parts de marché), Artemis, Ober Scharrer (ces deux derniers comptant plus de 100 cliniques chacun et s'orientant davantage vers les services publics de traitement de la cataracte, que Clínica Baviera ne propose pas), et Smile Eyes.

**Au Royaume-Uni, où l'entreprise a récemment fait son implantation, elle est en phase de restructuration et d'optimisation, son objectif étant de mettre progressivement en place le modèle de clinique satellite,** étant donné qu'une seule des cliniques actuelles est une clinique satellite. **Une telle stratégie permettrait une croissance avec des investissements relativement moins importants, l'objectif étant de se positionner en deuxième position sur le marché dans ses segments de spécialisation.** Optical Express (qui compte environ 100 magasins et cliniques) et Optegra sont ses principaux concurrents.

**L'Italie, en revanche, est un marché très fragmenté sur lequel le groupe n'est présent que dans le nord du pays, avec pour stratégie l'extension de sa**

**présence vers le centre de l'Italie grâce à de nouvelles ouvertures, notamment dans la ville de Rome.**

**Pour ce qui est de la croissance, jusqu'en 2023, le groupe a soutenu un rythme moyen de deux à trois ouvertures par an. Aujourd'hui, ce rythme serait amené à s'accélérer pour atteindre environ quinze nouvelles ouvertures par an, dont douze à treize seraient des cliniques satellites et le reste des cliniques chirurgicales.**

À court et moyen terme, une part importante de ces ouvertures continuera de se concentrer en Espagne. À long terme, la croissance serait amenée à s'orienter progressivement vers les marchés internationaux. La croissance projetée reflète également la capacité du groupe à surmonter les éventuels obstacles dans le recrutement de professionnels du secteur et à dispenser une formation adéquate afin de maintenir la qualité et la standardisation des procédures diagnostiques et chirurgicales.

## RENFORCEMENT DE SA STRATÉGIE DE CROISSANCE À L'INTERNATIONAL GRÂCE À DEUX ACQUISITIONS

**Le 26 juin 2024, le groupe a fait l'acquisition de 100 % du capital social d'Eye Hospital Group Limited et de ses filiales, regroupées sous le nom d'Optimax Group, faisant ainsi son entrée sur le marché britannique.** Cette acquisition a permis au groupe de bénéficier immédiatement d'une **plateforme couvrant les principales villes du Royaume-Uni, avec un réseau de 18 cliniques.** La transaction a engagé une dépense initiale en numéraire de 11,7 millions d'euros, à laquelle s'ajoute une composante variable liée à la performance future de l'EBITDA au titre des cinq prochaines années. À la suite de cette acquisition, l'accent a été mis sur l'adaptation progressive d'Optimax au modèle opérationnel du groupe et sur le retour à une rentabilité positive, qui doit être atteint en moins de deux ans. Cet achat a été complété par l'ouverture d'une clinique satellite en 2025, faisant passer le total à 19 cliniques.

D'autre part, le 3 août 2024, par l'intermédiaire de Care Vision Germany GmbH, **le groupe a fait l'acquisition d'une participation de 62,8 % dans Augenlinik Trier Petrisberg GmbH, renommée par la suite Care Vision Trier GmbH, la consolidation effective ayant lieu le 1er novembre 2024.**

## III PROPOSITION DE VALEUR

- Une capacité d'expansion à l'échelle nationale et à l'international en s'appuyant sur un modèle d'entreprise standardisé et évolutif.

Le groupe entame les années à venir avec une **stratégie axée sur l'expansion significative de son réseau de cliniques**



**dans les pays où il est d'ores et déjà présent**, visant à renforcer la proximité avec les patients et à maintenir la qualité des soins médicaux, tout en capitalisant sur l'acceptation croissante des techniques de chirurgie au laser pour la myopie en tant qu'alternative aux lunettes et aux lentilles de contact. **Cette approche s'appuie sur le modèle des cliniques satellites comme moyen d'acquisition de patients et d'orientation vers des centres chirurgicaux**, un système déjà mis en œuvre en Allemagne, où il a permis au groupe d'atteindre une position forte sur le marché en tant que premier opérateur en chirurgie au laser pour la myopie et second en chirurgie intraoculaire pour la presbytie. La société envisage de déployer ce même modèle opérationnel au Royaume-Uni. **Il s'agit en outre du seul groupe ophtalmologique coté en bourse en Europe à bénéficier d'une marque réputée et d'une présence à l'échelle européenne dans ses deux segments de spécialité.**

- Un rendement élevé du capital engagé et une forte capacité à générer de la trésorerie.

Comme précédemment expliqué, les retours sur investissement sont très élevés. Une nouvelle clinique satellite nécessite des dépenses d'investissement (CAPEX) estimées entre 600 000 et 800 000 €, tandis qu'une clinique chirurgicale requiert entre 1 700 000 et 2 500 000 €. Les CAPEX annuelles liées à la maintenance s'élèvent à environ 13 à 14 millions d'euros.

- L'entreprise compte peu de concurrents à l'international dans son marché de niche, sur des marchés très fragmentés, et a la capacité d'atteindre une part de marché significative.

Clínica Baviera **exerce ses activités dans un créneau spécialisé de l'ophtalmologie où peu de concurrents jouissent d'une présence significative à l'international**, lui permettant ainsi de se différencier grâce à sa spécialisation dans la chirurgie au laser de la myopie et la chirurgie intraoculaire de la presbytie. Ses **marchés** sont en général **très fragmentés, comptant de nombreux opérateurs locaux et réseaux de cliniques indépendantes**, ce qui ouvre des opportunités de consolidation et d'expansion pour un groupe disposant d'une envergure suffisante, d'une marque reconnue et de capacités financières. C'est cette combinaison de spécialisation et de taille qui permet à Clínica Baviera de conquérir des parts de marché significatives dans ses segments clés, comme elle l'a déjà démontré en Allemagne, où elle est leader en chirurgie au laser pour la myopie et occupe la deuxième place pour la presbytie. **La répliquabilité de son modèle de cliniques satellites, associée à la pleine propriété de ses centres et à des protocoles médicaux standardisés, lui permet de consolider ses positions concurrentielles et d'étendre sa présence sur de nouveaux marchés internationaux de manière contrôlée et mesurable.**

- Œuvre en collaboration avec l'un des groupes ophtalmologiques les plus réputés d'Asie.

Le 4 août 2017, Aier Eye International S.L.U., la filiale européenne du groupe Aier Eye, l'un des plus grands groupes d'ophtalmologie d'Asie, a racheté 86,83 % du capital social, devenant ainsi l'actionnaire majoritaire. Puis, le 4 juillet 2018, cette part a été réduite à 79,83 %, et le 24 mai 2024, elle est tombée à 78,23 % à la suite d'une opération de rachat d'actions menée par la société mère. La participation du groupe Aier Eye Hospital au capital renforce le positionnement stratégique de Clínica Baviera, puisqu'il s'agit d'un groupe ophtalmologique disposant d'un vaste réseau d'hôpitaux et de cliniques en Asie, d'une expérience dans la gestion à grande échelle de services ophtalmologiques, et fortement axé sur la standardisation clinique, la formation médicale et l'innovation technologique. Cette participation n'implique pas d'intégration directe des activités, mais permet de disposer d'un actionnaire industriel doté d'une connaissance approfondie du secteur, d'une vision à long terme et de la possibilité de partager les meilleures pratiques, ce qui représente un soutien significatif pour la stratégie de croissance et de consolidation internationale du groupe.

- Augmentation du capital flottant.

Depuis qu'Aier Eye Hospital Group a fait son entrée dans le capital de Clínica Baviera en 2017, où il détient désormais 86,83 % des parts à la suite de l'offre publique d'achat, la société a progressivement pris des mesures pour accroître son flottant et améliorer la liquidité boursière. En 2018, un premier placement privé a été effectué, au cours duquel Aier a réduit sa participation d'environ sept points de pourcentage, laissant ainsi la place à de nouveaux investisseurs institutionnels, même si le capital restait fortement concentré.

En avril 2025, le groupe a réalisé un placement accéléré de 1,3 million d'actions, soit environ 8 % du capital social, ramenant la participation d'Aier à 74,83 % et celle des cofondateurs, via Vito Gestión Patrimonial, à 6,83 %, ce qui a porté le flottant à environ 20 %. C'est une opération qui a marqué une étape importante dans l'ouverture du capital du groupe au marché.

**Il s'agit là d'une activité influencée par le cycle économique. Toutefois, auparavant, la Clínica Baviera n'était présente que dans le domaine de la myopie, et la croissance dans le domaine de la presbytie a atténué cette cyclicité.**



#### IV UNE ÉQUIPE DE GESTION FOCALISÉE SUR LA CRÉATION DE VALEUR

En vertu de la structure de gouvernance actuelle, Eduardo Baviera Sabater, cofondateur, détient le poste de directeur général (PDG) et est également vice-président du conseil d'administration, garantissant ainsi la continuité de l'équipe fondatrice au sein de la direction opérationnelle. Il est à la tête de l'entreprise depuis 1996 et a été le fer de lance de son expansion internationale.

Le conseil d'administration de la Clínica Baviera est essentiellement composé de représentants de l'actionnaire majoritaire, le groupe Aier Eye Hospital, mais aussi d'administrateurs indépendants possédant une expérience dans divers domaines.

#### V DONNÉES FINANCIÈRES CLÉS

La société a nettement démontré la réussite de son modèle économique, en augmentant son chiffre d'affaires de 99,9 millions d'euros en 2017 à 301,8 millions d'euros en 2025 (ce qui correspond à une croissance moyenne à périmètre constant d'environ 9 à 10 %), alors que la marge EBITDA a progressivement augmenté, passant de 18 % en 2017 à 28 %.

**Selon nous, la société ouvrira plus de 100 cliniques au cours des sept prochaines années et la rentabilité pour les investisseurs sera en phase avec la croissance de l'activité.**

**Clause de non-responsabilité:** Ce document a été préparé par Tenvalue Platform, S.L. (ci-après « Tenvalue »).

Pour la préparation de ce document, Tenvalue s'est appuyée sur l'exactitude et l'exhaustivité de toutes les informations disponibles auprès de sources publiques, sans vérification indépendante. De plus, rien dans ce document ne constitue une évaluation des actifs, des actions ou des activités de la société ou de toute autre entité.

Tenvalue ne fait aucune déclaration concernant la valeur réelle susceptible d'être perçue dans le cadre d'une transaction, ni concernant les conséquences juridiques, fiscales ou comptables de sa réalisation. Sauf mention expresse contraire dans les présentes, les informations contenues dans ce document ne tiennent pas compte des effets d'une transaction potentielle impliquant un changement de contrôle réel ou potentiel, susceptible d'avoir des conséquences importantes sur la valorisation et d'autres aspects.

Ce document est uniquement destiné à fournir des informations générales sur la Société et ne saurait servir de base à une décision d'investissement visant à acquérir tout ou partie des participations, actions ou intérêts de la Société. Il ne peut être interprété comme une offre ou une invitation à faire une offre d'acquisition de participations ou d'actions de la Société, quelle que soit la juridiction. Les destinataires de ce document doivent s'assurer de respecter toutes les lois et réglementations en vigueur relatives aux valeurs mobilières qui leur sont applicables. Aucune déclaration ni garantie (expresse ou implicite) n'est donnée, et aucune confiance ne doit être accordée aux informations contenues dans ce document. Aucune responsabilité n'est acceptée pour toute erreur, omission ou inexactitude qu'il pourrait contenir. Par conséquent, ni la Société, ni ses propriétaires, ni Tenvalue, ni aucun de leurs administrateurs ou employés n'acceptent aucune responsabilité découlant de l'utilisation de ce document.

En acceptant ce document, vous acceptez d'être lié par les conditions et limitations ci-dessus.

