

Unilabs SA, Genf

Fairness Opinion

« Fairness Opinion » zu Händen des Aufsichtsrats der

Unilabs SA, Genf

über die Bewertung der finanziellen Angemessenheit des öffentlichen Übernahmeangebots von Capiolaboratories AB, Schweden, für alle sich im Publikum befindenden Namenaktien, Inhaberaktien und Aktionärsoptionen auf Inhaberaktien der Unilabs SA.

Genf, 2. Oktober 2007

Dieses Dokument ist eine Uebersetzung der französischen Originalversion. Nur die französische Fassung ist Masslegend.

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung

- 1.1. Ausgangslage
- 1.2. Umfang des durch den Aufsichtsrat von Unilabs erteilten Auftrags
- 1.3. Grundlagen für unsere Beurteilung

2. Aktivität von Unilabs

- 2.1. Darstellung der Gesellschaft
- 2.2. Finanzdaten

3. Bewertung der Gesellschaft Unilabs

- 3.1. Bewertungsmethoden
- 3.2. Risikoangepasste DCF-Methode
- 3.3. Diskontierungssatz

4. Anmerkungen zum Unternehmenswert der Unilabs

- 4.1. Allgemeines
- 4.2. Risikoangepasste DCF-Methode

5. Vergleich mit gleichartigen Unternehmen

6. Börsenkursentwicklung von Unilabs

- 6.1. Kurs und Transaktionsvolumen der Unilabs-Aktie
- 6.2. Kurs und Transaktionsvolumen der Unilabs-Option

7. Vergleich der Ergebnisse der Unternehmensbewertung

8. Schlussbemerkung

9. Anlagen:

- 9.1. Beta und Analyse der Finanzierungsstruktur
- 9.2. Sensibilitätsberechnung

Abkürzungsverzeichnis

BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
Beta	mit dem Eigenkapital verbundenes Risiko
Capio	Capio Laboratories AB
CAPM	Capital Asset Price Model (Bewertungsmodell für Finanzanlagevermögen)
CHF	Schweizer Franken
DCF	Discounted Cash Flow (diskontierte Zahlungsströme)
EBIT	Earnings before interest and taxes (Ergebnis vor Zinsen und Steuern)
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (Ergebnis vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen auf Sachanlagen und Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände)
EUR	Euro
EV	Enterprise value (operativer Unternehmenswert)
Mazars	MAZARS CORESA
SWX	Swiss Exchange (Schweizer Börse)
Unilabs	Unilabs SA, Genf und Tochtergesellschaften
WACC	Weighted Average Cost of Capital (gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten)
2007	Jahresabschluss zum 31. Mai 2007

1. Einleitung

1.1. Ausgangslage

Unilabs SA („Unilabs“ oder die „Gesellschaft“ oder die „Gruppe“) ist eine an der SWX Swiss Exchange kotierte Gesellschaft mit Sitz in Genf, Schweiz.

Unilabs betreibt Laboratorien für medizinische Analysen und bietet im Rahmen dieser Aktivität auch Beratungsleistungen an. Unilabs hält Anteile an europäischen Unternehmen, die auf dem Gebiet der medizinischen Analyse tätig sind. Darüber hinaus hat die Gesellschaft ein für den Betrieb von Laboratorien für medizinische Analysen bestimmtes Softwareprogramm entwickelt und hat mit dessen Vermarktung begonnen.

Die Capiro-Gruppe, die in der Verwaltung von Kliniken tätig ist, hat am 7. August 2007 eine Vereinbarung mit den Mehrheitsaktionären der Unilabs über den Kauf ihrer sämtlichen Anteile an der Gesellschaft (Namenaktien, Inhaberaktien und Aktienoptionen) abgeschlossen. Der Übernahmepreis beläuft sich auf insgesamt CHF 282 Millionen und beinhaltet einen Kaufpreis von CHF 35,75 pro Namenaktie und von CHF 71,50 pro Inhaberaktie. Durch diese Transaktion hat Capiro, unter Vorbehalt der Genehmigung der zuständigen Behörden, 50,08% der Stimmrechte der Unilabs und 38,10% des Kapitals erworben. Die Genehmigung wurde zwischenzeitlich erteilt.

Aufgrund dieser Tatsache übersteigt Capiro den in Artikel 32 Abs. 1 des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG) zugelassenen gesetzlichen Grenzwert und ist daher verpflichtet, allen Aktionären der Unilabs ein öffentliches Übernahmeangebot zu unterbreiten. Capiro beabsichtigt, Anfang Oktober 2007 ein öffentliches Übernahmeangebot (OPA) über den Rest der Aktien und Optionen zu veröffentlichen. Gemäß der am 9. August 2007 in den Zeitungen veröffentlichten Voranmeldung beläuft sich das Angebot von Capiro an die Publikumsaktionäre auf CHF 28,75 pro Namenaktie, CHF 57,50 pro Inhaberaktie und CHF 1,75 pro Option.

1.2. Umfang des durch den Aufsichtsrat von Unilabs erteilten Auftrags

Mazars Coresa („Mazars“) wurde vom Aufsichtsrat der Unilabs durch Vermittlung des unabhängigen Ausschusses, bestehend aus Herrn Jean Buhler und Herrn Alex Hoffmann, beauftragt, eine „Fairness Opinion“ über die finanzielle Angemessenheit des von Capiro beabsichtigten öffentlichen Übernahmeangebots zu erstellen.

Ziel dieses Berichts ist es, für den Aufsichtsrat und die Aktionäre von Unilabs die finanzielle Angemessenheit des von Capiro gebotenen Kaufpreises sicherzustellen. Im Rahmen einer Fairness Opinion wird keine Analyse möglicher Synergien, die sich aus der Übernahme von Unilabs durch Capiro ergeben könnten, vorgenommen.

Diese „Fairness Opinion“ ist ausschließlich für den Aufsichtsrat zum Zwecke seines Berichts über das Übernahmeangebot an die Aktionäre bestimmt. Die Bestätigung über die Angemessenheit des Angebots kann nur in Verbindung mit dem entsprechenden Bericht veröffentlicht werden; eine anderweitige Verwendung ist ausgeschlossen.

Dieser Bericht ist für den Aufsichtsrat von Unilabs oder einen seiner Ausschüsse bestimmt und stellt keine Empfehlung dahingehend dar, das Kaufangebot von Capiro zu akzeptieren oder abzulehnen. Weiterhin enthält er keine Beurteilung der Konsequenzen, die aus der Akzeptanz oder der Ablehnung dieses Angebots erwachsen könnten.

Der Bericht stützt sich auf eine Bewertung der Informationen, die wir als exakt und vollständig ansehen und auf die wir uns verlassen haben, ohne eine weitere Bestätigung oder Prüfung Dritter einzuholen. Wir sind davon ausgegangen, dass die uns übermittelten und zur Verfügung gestellten Informationen in korrekter Weise erstellt wurden.

1.3 Grundlagen für unsere Beurteilung

Im Rahmen der Durchführung unserer Bewertung und Analyse sowie für die sich daraus ergebende Beurteilung haben wir uns insbesondere auf die folgenden Informationen gestützt:

- Öffentlich zugängliche Informationen zu Unilabs und deren Tochtergesellschaften, die uns für unsere Bewertung und Beurteilung des angebotenen Kaufpreises geeignet schienen, darunter insbesondere Prüfungs- und Geschäftsberichte der Geschäftsjahre 2005 bis 2006 sowie Halbjahresberichte, Pressemitteilungen, Berichte von Analysten, etc.;
- den geprüften Jahresabschluss zum 31. Mai 2007;
- Durch die Organe der Geschäftsleitung genehmigte Budgets der Einzelgesellschaften sowie konsolidiertes Budget für das Jahr 2008 und „Business Plan“ für die Jahre 2009 bis 2011 mit plausiblen Wachstumsannahmen;
- Interviews mit den Geschäftsführungsmitgliedern von Unilabs über die Finanzlage, die der Budgetplanung zugrunde gelegten Annahmen, die Auswirkungen der Integration der Neuerwerbungen sowie die Wachstumsperspektiven;
- Berichte der Bankhäuser Vontobel AG und Neue Zürcher Bank;
- Einzelheiten des Erwerbs von Laboratorien durch die Gesellschaft im Laufe der letzten beiden Jahre;
- Entwurf des Prospekts für das öffentliche Übernahmeangebot von Capio;
- Empfehlungen der Übernahmekommission hinsichtlich des Übernahmeangebots von Capio an die Unilabs-Aktionäre;
- Historische Aktienkurse und Transaktionsvolumen der Unilabs-Aktien und -Optionen;
- Finanz- und Börsendaten einer Auswahl an börsennotierten Unternehmen aus demselben Marktsegment (Peer Group).

Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen und Überlegungen beruhen auf den zum Zeitpunkt der Bewertung verfügbaren Informationen; aus diesem Grund sind Änderungen vorbehalten.

Im Rahmen einer Fairness Opinion werden weder eine Buchprüfung im gesetzlichen Sinne noch eine Due Diligence durchgeführt. Aus diesem Grunde wurden die von Unilabs zur Verfügung gestellten sowie die öffentlich zugänglichen Informationen als exakt und vollständig angesehen. Mazars Coresa stützt sich auf diese Informationen und sieht sich frei von jeglicher Verpflichtung, diese Informationen einer unabhängigen Überprüfung unterziehen zu lassen.

2. Aktivität von Unilabs

2.1. Darstellung der Gesellschaft

Unilabs gehört zu den europäischen Marktführern im Bereich der von Speziallabors durchgeführten medizinischen Analysen. Die Gesellschaft hat es sich zum Ziel gesetzt, unterschiedlichen Marktteilnehmern (Ärzten, Privatkliniken oder öffentlichen Krankenhäusern) ein vollständiges Spektrum an Tests anzubieten. Das Spektrum der angebotenen Tests beläuft sich auf mehr als tausend medizinische Analysen.

Seit ihrer Gründung im Jahr 1987 ist die Unilabs-Gruppe im Lauf der Jahre durch Neuerwerbungen in der Schweiz und in Europa gewachsen. Die Gesellschaft entstand aus der Verbindung von drei Laboratorien in Genf, Bern und St. Gallen. Derzeit ist die Gruppe in sechs Ländern vertreten, von denen neben der Schweiz Frankreich, Spanien und seit kurzem Portugal zu den wichtigsten Ländern zählen. In Osteuropa ist Unilabs insbesondere mit einem Labor in Moskau vertreten. Die Gruppe hat ungefähr 1800 Mitarbeiter, verteilt auf mehr als 50 Laboratorien, darunter etwa 20 in der Schweiz.

Obwohl das Kerngeschäft der Gesellschaft weiter im Betrieb der Laboratorien zur medizinischen Analyse liegt, hat die Gesellschaft gleichzeitig ein elektronisches Tool zur Produktionsunterstützung entwickelt (Bearbeitung der Probenentnahme, Verwaltung der Proben). Bis heute ist der Absatz dieses Programms marginal und stellt nur 1% des Gesamtumsatzes dar.

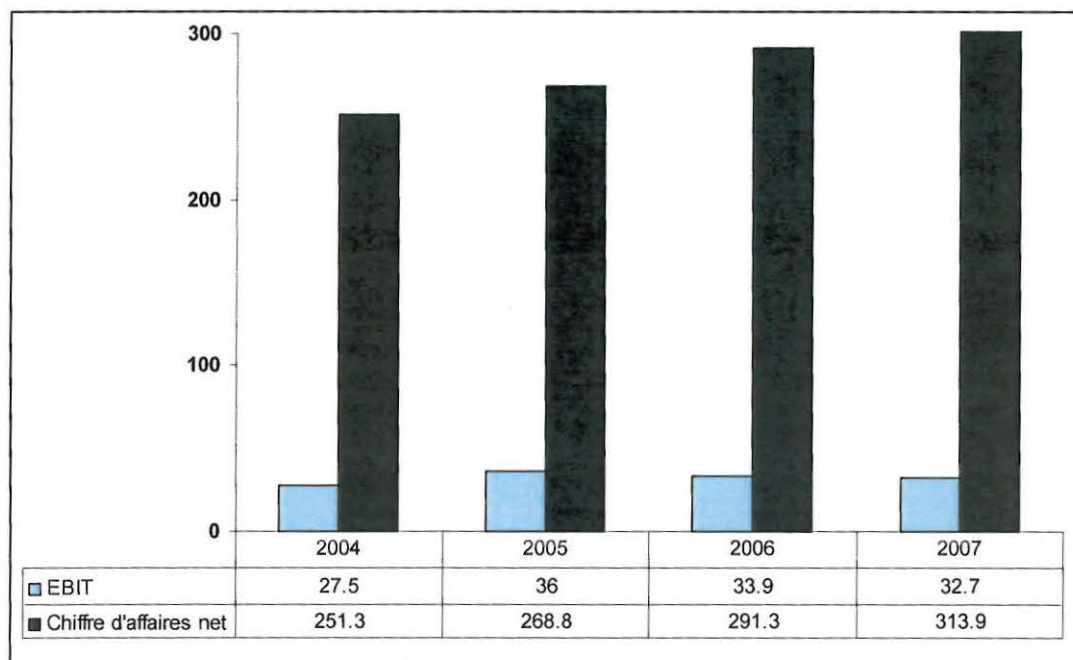
2.2. Finanzdaten

Die Unilabs-Gruppe hat in dem am 31. Mai 2007 abgelaufenen Geschäftsjahr die Marke von CHF 300 Millionen Umsatz überschritten und den Betrag von CHF 313 Millionen erzielt, was einem Wachstum von 7,8% entspricht. Das Betriebsergebnis (EBITDA) belief sich auf CHF 51,6 Millionen im Jahr 2007 gegenüber CHF 45,5 Millionen im Jahr 2006 und stellt eine Steigerung von 13,7% im Vergleich zum Vorjahr dar.

Entwicklung seit 2004	31.05.2004 (CHF Mio.)	%	31.05. 2005 (CHF Mio.)	%	31.05.2006 (CHF Mio.)	%	31.05.2007 (CHF Mio.)
Konsolidierter Umsatz	251.3	7 %	268.8	8.4 %	291.3	7.8 %	313.9
EBITDA	44.6	3.6 %	46.2	(1.7 %)	45.4	13.7 %	51.6
EBITA	36.4	3.6 %	37.7	2.9 %	36.6	4.1 %	38.1
EBIT	27.5	30.9 %	36.0	(5.8 %)	33.9	(3.5 %)	32.7
Nettogewinn	11.8	55.9 %	21.5	(46.2 %)	13.9	(8.1 %)	12.2

Grafik Nr.°1 stellt die Entwicklung des EBIT im Vergleich zur Umsatzentwicklung der Unilabs-Gruppe dar.

Grafik Nr. 1

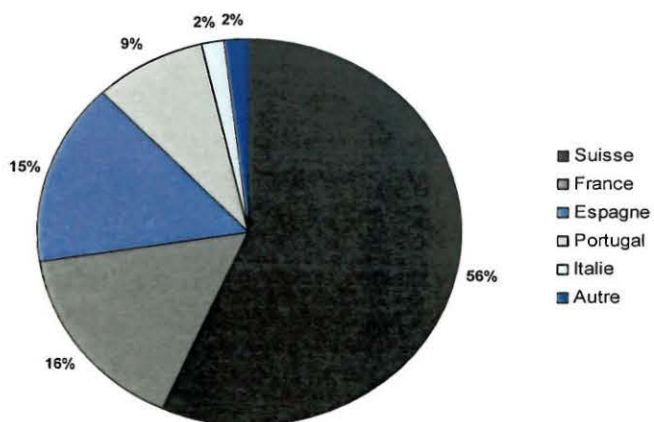


Quelle : Unilabs

Die Unilabs-Gruppe erwirtschaftet 60% ihres Umsatzes auf dem Schweizer Markt, wo sie Marktführer ist. Zusammen mit den Laboratorien in Frankreich und Spanien beläuft sich der Absatz der drei größten Länder auf etwa 90% des Gesamtumsatzes. Die Verteilung des Absatzes pro Land wird in Grafik Nr. 2 dargestellt.

Grafik Nr. 2

Répartition des ventes par pays - 2006/2007



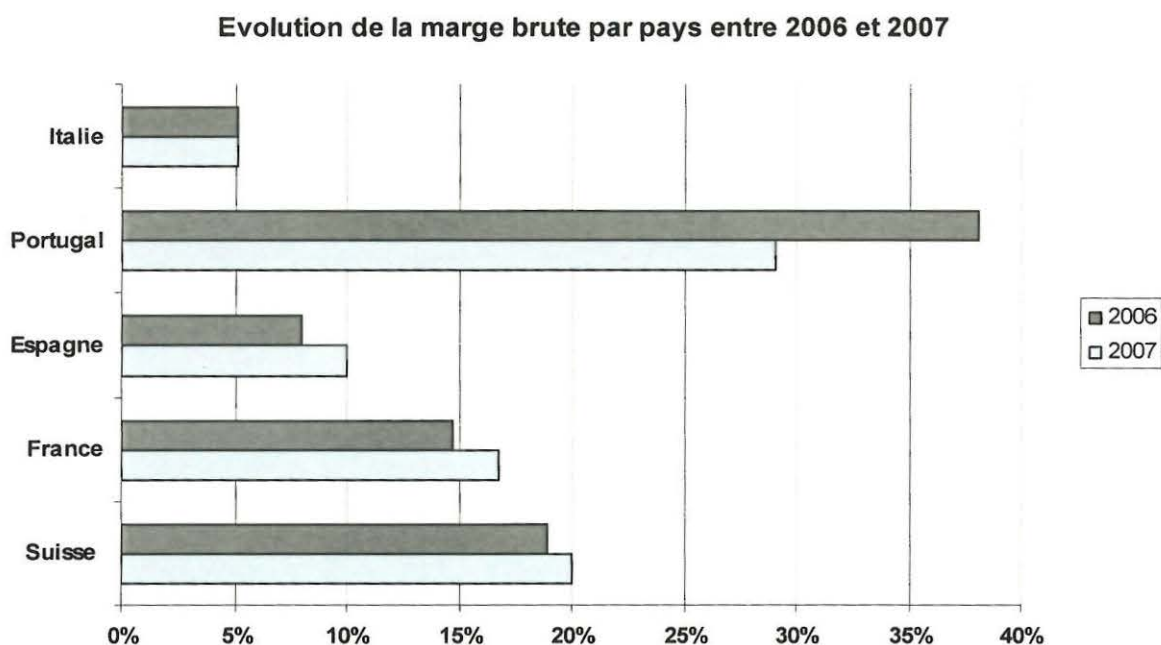
Quelle: Unilabs, Grafik zur Analyse des konsolidierten Umsatzes, 2006-2007

Im Laufe der Geschäftsjahre 2006 und 2007 wurde das organische Wachstum der Unilabs-Gruppe durch die zum 1. Januar 2006 um 10% gesunkenen Preise in der Schweiz zunichte gemacht; die Umsatzsteigerung beruht also im Wesentlichen auf dem Erwerb neuer Laboratorien.

Die größten Umsatzsteigerungen wurden durch Neuinvestitionen in Spanien (organisches Wachstum von 20%) sowie in Portugal (Umsatz in Höhe von CHF 20 Millionen) erzielt. Das Volumen der französischen Laboratorien steigerte sich von CHF 47,4 Millionen im Jahr 2004 auf CHF 49,5 Millionen im Jahr 2007, was einem Wachstum von 4,4% entspricht.

Der Rohertrag (EBITDA) ist im Laufe der vergangenen Geschäftsjahre stabil geblieben und beläuft sich auf 16,4% des konsolidierten Umsatzes in 2007. Grafik Nr.°3 fasst den realisierten Rohgewinn pro Land im Lauf der Geschäftsjahre 2006 und 2007 zusammen.

Grafik Nr. 3: Entwicklung der Brutto-Marge nach Ländern zwischen 2006 und 2007



Quelle: Unilabs

Wir weisen darauf hin, dass die wichtigsten Märkte von Unilabs eine Steigerung des Rohertrags verzeichnen konnten, mit Ausnahme von Portugal, wo der Rohertrag jedoch weiter auf hohem Niveau bleibt und deutlich höher ist als in den anderen Ländern (30,2%).

3. Bewertung der Gesellschaft Unilabs

3.1. Bewertungsmethoden

Die Ermittlung des Eigenkapitalwerts der Unilabs, beziehungsweise die Bewertung der finanziellen Angemessenheit des Capio-Angebots, erfolgt anhand folgender Bewertungsmethoden:

- der dem Risiko angepassten Discounted Cash Flow-Methode („DCF“);
- Marktansatz auf Basis eines Vergleichs mit vergleichbaren börsennotierten Unternehmen.

Der Eigenkapitalwert wurde anhand der DCF-Methode ermittelt, die die wesentliche Grundlage für das Ergebnis unserer Prüfung bildet. Gemäß Marktansatz ermittelte Daten wurden auch verwendet, um die Plausibilität der nach DCF-Methode ermittelten Ergebnisse zu überprüfen.

3.2. Risikoangepasste DCF-Methode

Gemäß dem theoretischen Ansatz zur Bewertung von Investitionen entspricht der Wert eines Unternehmens dem den Investoren zugedachten voraussichtlichen Netto-Zahlungsstrom. Dieser ist auf den Satz aktualisiert, der die zeitlichen Risiken und Geldwertschwankungen berücksichtigt.

In der Praxis wird dieser Wert anhand des zukünftigen free Cash-Flows geschätzt, der auf den den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten entsprechenden Satz aktualisiert wurde. Der free Cash-Flow entspricht dabei dem operativen Brutto-Cash-Flow nach Abzug der die Vermögensgegenstände des Sachanlagevermögens und das Umlaufvermögen betreffenden Investitionen. Die gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten werden auf der Grundlage der Eigenkapitalkosten und der Verbindlichkeiten bewertet, wobei der Prognosewert des Eigenkapitals auf dem Capital Asset Pricing Model („CAPM“) basiert.

Diese Methode erlaubt es, unternehmensspezifischen Risiken sowie den Unsicherheiten, die mit der Realisierung der geplanten Umsatzerlöse einhergehen, Rechnung zu tragen. Die Anpassung der zukünftigen Cash Flows in Abhängigkeit der Wahrscheinlichkeit ihres tatsächlichen Eintreffens spiegelt die Berücksichtigung dieser Unsicherheiten wider.

Zur Ermittlung des Unternehmenswertes addiert man die diskontierten free Cash-Flows mit dem Restwert. Letzterer basiert auf der Annahme der Unternehmensfortführung. Nach Abzug des verzinslichen Fremdkapitals sowie der Anteile der Minderheitsgesellschafter erhält man den Marktwert des Eigenkapitals (Equity Value).

3.3. Diskontierungszinssatz

Der bei der Aufzinsung des free Cash-Flows anwendbare Diskontierungszinssatz entspricht den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten („WACC“). Letztere setzen sich zusammen aus den Eigenkapitalkosten und den Verbindlichkeiten nach Steuern.

Die Eigenkapitalkosten umfassen zwei Komponenten: den risikolosen Basiszinssatz sowie den Risikozuschlag. Letzterer ermittelt sich nach dem CAPM wonach der unternehmensspezifische Risikozuschlag aus der Marktrisikoprämie mit dem „levered“ beta multipliziert wird. Der „levered“ (verschuldete) β ist ein Wert zur Messung des Risikos eines Unternehmens im Vergleich zum Marktrisiko und hängt insbesondere von der Kapital- oder Finanzierungsstruktur des Unternehmens ab.

Die Höhe der Verbindlichkeit setzt sich zusammen aus risikolosem Zinssatz und zusätzlichem Risikozuschlag, um der Tatsache Rechnung zu tragen, dass ein Unternehmen keine Geldmittel zum risikolosen Zinssatz leihen kann. Tatsächlich verlangen Kapitalgeber zusätzliche Zinsen um die unternehmensinhärenten Risiken abzudecken.

Der für Unilabs geschätzte WACC beträgt 7,04%, also 9,16% der Eigenkapitalkosten und 6,36% bezogen auf Verbindlichkeiten nach Steuern.

Die unterschiedlichen für die Berechnung des WACC angewandten Parameter sind im Folgenden kurz erläutert:

a) Risikoloser Zinssatz

Der risikolose Zinssatz entspricht der Rendite von Bundesobligationen mit einer Fälligkeit von 30 Jahren. Die Zinssätze der einzelnen Länder sowie die Geldrisiken wurden je nach Verteilung der Umsatzerlöse 2007 gewichtet. Auf dieser Grundlage wurde für Unilabs ein risikoloser Zinssatz von 3,76% ermittelt.

b) Marktrisikoprämie

Die Marktrisikoprämie basiert auf der Abweichung zwischen der Aktienrendite und den Schweizer Obligationen seit 1926¹. Sie beträgt 3,87%.

c) „Levered“ Beta

Der „levered“ Beta leitet sich vom „unlevered“ Beta ab und wird entsprechend der spezifischen Kapitalstruktur des analysierten Unternehmens angepasst, er wurde auf Grundlage des levered beta von börsennotierten Unternehmen, die im Bereich der medizinischen Analyse tätig sind, ermittelt. Der ermittelte „levered“ Beta von 0,68 entspricht dem mittleren Beta von Vergleichsunternehmen (Peer Group) wie in Anlage 9.1. dargestellt.

d) „Small capitalisation premium“

Die „small capitalisation premium“ entspricht der Differenz zwischen der von den Investoren langfristig erwarteten Rendite für „small capitalisation“ und der empirischen Rendite dieser Unternehmen gemäß „CAPM“. Die in unserer Bewertung festgehaltene Prämie stammt aus der von der Firma Ibbotson Associates² erstellten Studie.

¹ Quelle: Pictet & Cie : La performance des actions et obligations en Suisse (1926-2006), Januar 2007

² Quelle: Comparaisons d'Ibbotson Associates, 2005 Yearbook

e) Nettofinanzstruktur

Auf der Grundlage der Nettofinanzstruktur vergleichbarer börsennotierter Unternehmen und der Industrie sowie aufgrund unserer Gespräche mit der Geschäftsführung wurde für die langfristige Kapitalstruktur ein (Netto-)Finanzierungsquotient von 45% angenommen.

Wir weisen darauf hin, dass der Finanzierungsquotient je nach Gesellschaft innerhalb der Peer Group leicht variiert (unter 1% für Covance bis zu 79% bei Eurofins Scientific) und dass der mittlere Finanzierungsquotient von Unilabs und der mit ihr am besten vergleichbaren Gesellschaften (Quest Diagnostics und Laboratory Corp of America) 44% beträgt.

Zusätzliche Informationen hinsichtlich der Finanzstruktur vergleichbarer börsennotierter Unternehmen sind im Anhang beigefügt.

f) Steuersatz

Gemäß den von der Geschäftsführung der Unilabs erhaltenen Informationen beträgt der Steuersatz der Gruppe 30%.

4. Anmerkungen zum Unternehmenswert der Unilabs

4.1. Allgemeines

Internes Wachstum

In ihrem Business Plan unterscheidet die Firma Unilabs zwischen internem und externem Wachstum (durch Akquisition). Die Bewertung der Unilabs anhand der DCF-Methode berücksichtigt zwei Arten von Wachstum, während die Bewertung auf Basis von Daten vergleichbarer börsennotierter Unternehmen internes Wachstum in keiner Weise direkt berücksichtigt. Der Vergleich mit Gesellschaften, die ein vergleichbares externes Wachstum aufweisen, ermöglicht es auf indirekte Weise, das externe Wachstum zu berücksichtigen.

Berücksichtigung von Akquisitionen bei der DCF-Methode

Während der beiden letzten Geschäftsjahre konnte die Firma Unilabs Laboratorien beträchtlicher Größe erwerben. Die Umsatzerlöse dieser Laboratorien wurde in den Business Plan integriert.

Die Firma Unilabs ist derart aufgestellt, dass sie zukünftig gleichfalls von den Wachstumsmöglichkeiten ihres Marktes profitieren kann. Daher enthält der Business Plan Investitions-, Wachstums und Rentabilitätsmodelle für die Geschäftsjahre 2009 bis 2011 unter Berücksichtigung eines Wahrscheinlichkeitskoeffizienten für die Realisierung.

Angesichts der in der Vergangenheit ausgeübten Akquisitionsstrategie ist das von der Unilabs angestrebte Wachstumsziel durchaus realistisch. Im Rahmen der Bewertung mit der DCF-Methode, hat sich Mazars vergewissert, dass der Kaufpreis der zukünftigen Akquisitionen den in den letzten Geschäftsjahren festgestellten Multiplikatoren entspricht.

4.2. Risikoangepasste DCF-Methode

Zum Zwecke der Bewertung der Unilabs anhand der DCF-Methode wurden die zukünftigen free Cash-Flows auf Basis des Budgets für 2008, des für die Jahre 2009 bis 2011 aufgestellten Business Plans und anhand unserer Gespräche mit der Geschäftsführung ermittelt. Trotz der in einigen Ländern erwarteten tariflichen Senkungen rechnet die Geschäftsführung mit einem durchschnittlichen organischen Wachstum (2008 bis 2011) der Umsatzerlöse von 1,3% bzw. einem Anstieg um 3,8% des EBITDA.

Bei der Berechnung des terminal value (ab 2011) wird ein nachhaltig erzielbarer Cash-Flow zu den gewichteten Kapitalkosten diskontiert. Im Rahmen unserer Bewertung wurde der terminal value gemäß der folgenden Hypothesen ermittelt:

- Wachstumsrate von 1,5% aufgrund der 10%igen Erhöhung der durchschnittlichen organischen Wachstumsrate von 2008-2011, die mit der Berücksichtigung der kurz- und langfristigen tariflichen Reduzierungen in manchen Ländern zusammen hängt.
- EBITDA von 16,5% des Umsatzes (mittlerer Wert der letzten 3 Jahre von 2005 bis 2007)

Unsere Bewertungsergebnisse stützen sich auf die individuelle Bewertung der Gesellschaft unter Ausschluss der Synergien, die sich aus der Transaktion zwischen Capio und Unilabs ergeben könnten.

Um den Eigenkapitalwert zu ermitteln wurden die Geldmittel addiert und verzinsliche Verbindlichkeiten sowie Anteile der Minderheitsgesellschafter vom aktuellen Wert zukünftiger, in Abhängigkeit des entsprechenden Risikos, angepasster Cash Flows abgezogen.

Weiterhin haben wir eine Sensibilitätsanalyse durchgeführt mit Hilfe unterschiedlicher variabler Parameter (Kapitalkosten, EBITDA und Wachstumsrate). Somit ergibt sich eine Wert-Bandbreite aus der sich ein plausibler Aktienwert ergeben sollte.

Unsere anhand der risikoangepassten DCF-Methode ermittelte Bewertung ergibt eine Wert-Bandbreite von CHF 22 bis CHF 25 pro Namenaktie, von CHF 44 bis CHF 50 pro Inhaberaktie und von CHF 0,40 bis CHF 1,00 pro Option.

5. Vergleich mit gleichartigen Unternehmen

Diese Methode beruht auf dem Vergleich mit gleichartigen börsennotierten Unternehmen, die im selben Marktsegment wie Unilabs tätig sind. Im Rahmen dieser Methode wird der Marktwert der vergleichbaren börsennotierten Unternehmen, welcher auf Basis des aktuellen Börsenkurses geschätzt wird, in Bezug gesetzt zu den Kennzahlen jedes börsennotierten Unternehmens.

Als Benchmark für diese Vergleichsanalyse hat eine Gruppe von sechs weltmarktführenden Unternehmen („Peer group“) gedient. Es handelt sich dabei mit Ausnahme eines europäischen Unternehmens und einer australischen Gesellschaft um amerikanische Unternehmen.

Die unten stehende Tabelle ist einer Analyse entnommen, die von einer Züricher Bank durchgeführt wurde und stellt zwei übliche Kennzahlen zur Aktienbewertung – EV/EBITDA, EV/Umsatz – für die Jahre 2007 bis 2009 gegenüber.

Aus unten stehender Tabelle Nr. 4 geht hervor, dass die Kennzahl von 11,1 (EV/EBITDA), die mittels des den Minderheitsaktionären angebotenen Kaufpreises ermittelt wurde, aufgrund der Heterogenität der Peer Group-Gesellschaften (EV/EBITDA-Quotient zwischen 9,5 und 16,4 für das Geschäftsjahr 2007) und der allgemeinen Bewertung des Schweizer Aktienmarktes im Vergleich zu den amerikanischen und europäischen Märkten leicht unter dem für die Vergleichsgruppe ermittelten Durchschnittswert von 12,4 liegt. Wir weisen jedoch darauf hin, dass der (geschätzte) EV/EBITDA-Quotient 2009 von 8,5 von Unilabs leicht über dem der Peer Group in Höhe von 8,3 für denselben Zeitraum liegt. Darüber hinaus sind die EV/EBITDA-Quotienten für 2007-2009 von Unilabs höher als die der Gesellschaften Quest Diagnostics und Laboratory Corp of America, bei denen es sich um die beiden mit Unilabs am besten zu vergleichenden Gesellschaften handelt.

Bei der Bewertung einer Aktie messen Investoren in der Regel dem Rentabilitätsquotienten einer Gesellschaft mehr Bedeutung bei als den Umsatzerlösen.

Tabelle Nr. 4 : Kennzahlen zur Bewertung vergleichbarer börsennotierter Unternehmen¹:

Gesellschaft	Währung	Börsen- kapitalisierung	EV/EBITDA			EV/Umsatz
			2007	2008 (Schätzung)	2009 (Schätzung)	2007
		USD				
Quest Diagnostics	USD	10'795	10.9	9.0	4.5	2.1
Laboratory Corp of America	USD	9'221	9.5	8.5	n.a.	2.5
Covance	USD	4'358	13.8	11.1	9.1	2.7
Sonic Healthcare	AUD	4'041	11.9	10.5	9.9	2.6
Eurofins Scientific	EUR	1'348	16.4	12.2	9.7	2.4
Bio Reference Lab.	USD	356	12.0	9.5	n.a.	1.6
Durchschnitt		5'020	12.4	10.1	8.3	2.3
Unilabs (Berechnung auf Basis des Angebotspreises an die Minderheitsaktionäre)			11.1	8.9	8.5	1.8

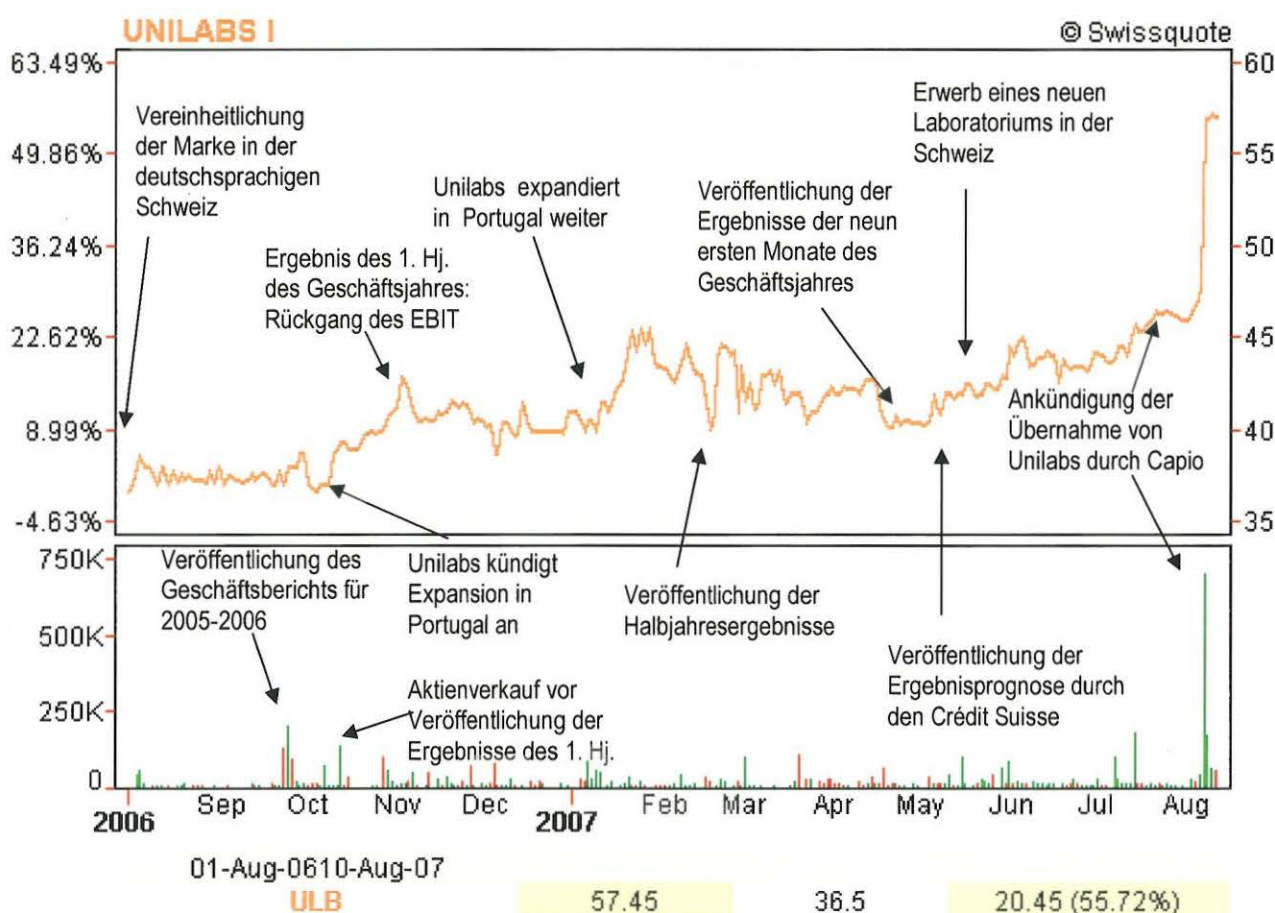
¹ Quelle: JCF, NZB Schätzungen, 08.08.2007

6. Börsenkursentwicklung von Unilabs

6.1. Kurs und Transaktionsvolumen der Unilabs-Aktie

Der mittlere Schlusskurs der Unilabs-Aktie in den letzten 30 Tagen der Notierung an der SWX vor dem Datum der Veröffentlichung der OPA beläuft sich auf CHF 45,40 und der der letzten 60 Tage auf CHF 44,40. Das Übernahmeangebot von Capio in Höhe von CHF 57,50 übersteigt somit den Kurs der letzten 30 Tage um 27% beziehungsweise den der letzten 60 Tage um 29%. Die nachfolgende Grafik bildet die Kursentwicklung und die täglichen Transaktionsvolumen während des dem Übernahmeangebot vorangegangenen Jahres ab.

Kurs und Volumen der Unilabs-Aktie



Die Ankündigung des Übernahmeangebots von Capio hatte eine signifikante Kurssteigerung von etwa 20,5% zur Folge. In den letzten 30 Tagen wurden täglich durchschnittlich 21.124 Aktien und in den letzten 60 Tagen durchschnittlich 19.926 Aktien gehandelt.

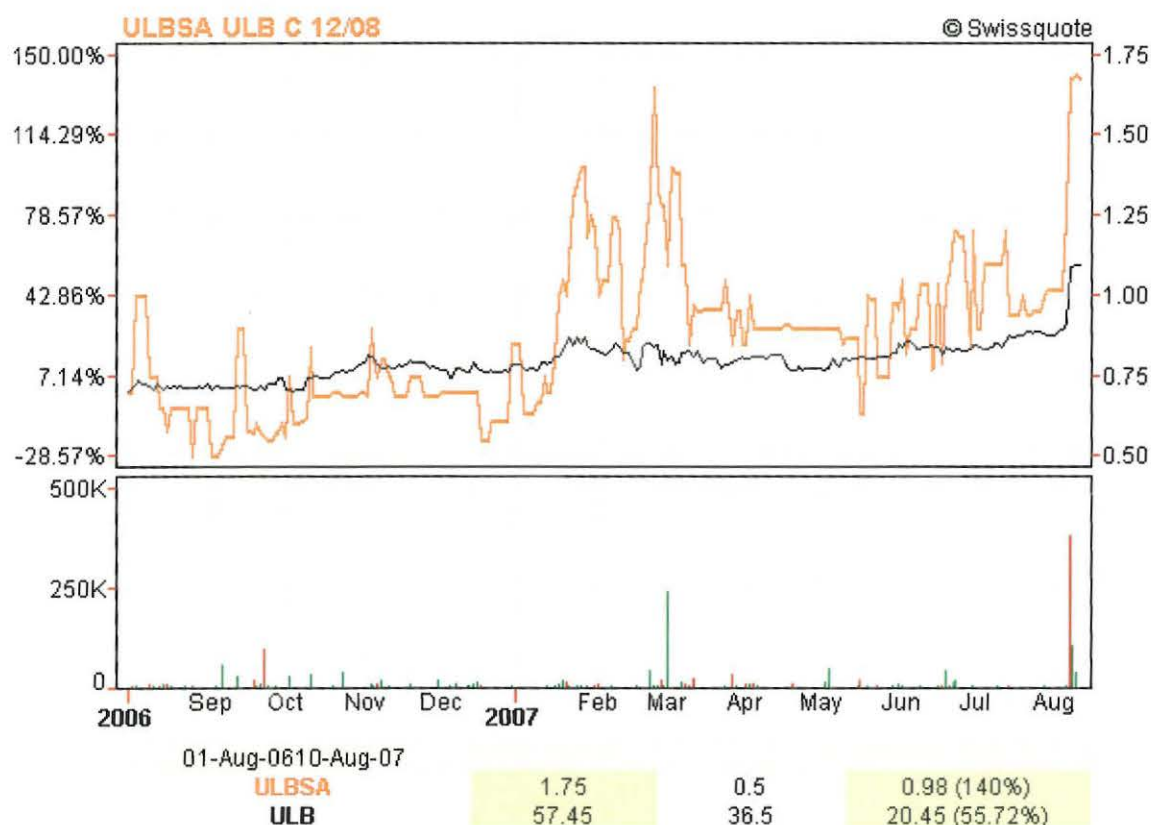
6.2. Kurs und Transaktionsvolumen der Unilabs-Option

Der Preis der Option errechnet sich anhand des Unterschiedsbetrags zwischen Börsenkurs und Ausübungskurs geteilt durch 10 und bezeichnet die Anzahl der Optionen, die zur Umwandlung in eine Aktie benötigt werden.

Die Unilabs-Option hat sich um 25,5% von CHF 1,00 am 7. August 2006 auf CHF 1,25 am 6. August 2007 gesteigert. Diese Kurssteigerung entspricht der Kurssteigerung der Unilabs-Aktie. Aufgrund des engen Options-Marktes von Unilabs können keine Rückschlüsse auf diesbezügliche Abweichungen getroffen werden.

Der Optionspreis zum 1. August 2007 in Höhe von CHF 1,75 entspricht einem Zehntel des Unterschieds zwischen dem von Capió angebotenen Preis von CHF 57,40 und dem Ausübungspreis der Option in Höhe von CHF 40,00.

Kurs und Transaktionsvolumen der Unilabs-Option im Vergleich zur Unilabs-Aktie



7. Vergleich der Ergebnisse der Unternehmensbewertung

In der Praxis stellt die mittels der Discounted Cash Flow-Methode ermittelte Wert-Bandbreite des Eigenkapitals die Hauptmethode dar, auf der die Bewertung der Angemessenheit des öffentlichen Übernahmeangebots an die Aktionäre beruht. Gemäß Marktansatz ermittelte Daten werden verwendet, um die Plausibilität der nach DCF-Methode ermittelten Ergebnisse zu überprüfen. Die Bewertung mit der DCF-Methode stellt sich im Rahmen dieser Transaktion als die am besten geeignete Methode heraus, insbesondere aufgrund der Heterogenität der Gesellschaften in der Peer Group und der Spezifitäten der Unilabs-Gruppe.

Aufgrund unserer Arbeiten ermittelten wir eine Wert-Bandbreite zwischen CHF 22 und CHF 25 pro Namenaktie, zwischen CHF 44 und CHF 50 pro Inhaberaktie und zwischen CHF 0,40 und CHF 1,00 pro Option der Unilabs. Daraus ergibt sich, dass das Übernahmeangebot von Capio eine Prämie von 15% bis 30% im Vergleich mit der von uns berechneten Wert-Bandbreite beinhaltet.

Der pro Namenaktie gebotene Preis von CHF 57,50 übersteigt den mittleren Börsenkurs der der Ankündigung des Übernahmeangebots vorangegangenen 30 Handelstage um 27%, beziehungsweise den der letzten 60 Handelstage um 29%.

8. Schlussbemerkung

Auf der Grundlage der in dieser Fairness Opinion dargestellten Analysen und Bewertungen kommen wir zu dem Schluss, dass das Übernahmeangebot von Capio in Höhe von CHF 28,75 für die sich im Publikum befindenden Namenaktien, CHF 57,50 für die Inhaberaktien und CHF 1,75 für die Optionen, vom finanziellen Standpunkt angemessen und sachgerecht ist.

Diese Fairness Opinion beruht auf den Analysen, die wir im Laufe unseres Auftrags durchgeführt haben. Unsere Arbeiten haben wir am 21. September 2007 abgeschlossen.

Genf, den 2. Oktober 2007

MAZARS CORESA



Jacques Fournier
Leitender Revisor



Marie-Blanche Zahno

9.1. Beta und Analyse der Finanzierungsstruktur

Firma	Finanzielle Angaben					Finanzierungs liquidität	"Levered" Beta NYSE	"Unlevered" Beta
	Währung	EK	FK	Liquidität	gezins FK	gezins FK/EK		
Sonic Healthcare	AUD	1'284'722	1'060'498	68'156	810'656	63%	n.a.	n.a.
Eurofins	EUR	102'638	357'700	12'391	80'900	79%	0.85	0.48
Bio reference Lab.	USD	68'779	51'694	8'954	26'698	39%	0.71	0.51
Quest Diagnostics	USD	3'019'171	2'642	14'964	1'555'979	52%	0.45	0.30
Covance	USD	923'300	374'383	219'800	2'300	0%	0.58	0.58
Laboratory Corp of America	USD	19'771'000	2'023'700	51'500	1'157'400	6%	0.82	0.77
Unilabs	CHF	130'671	182'013	25'684	96'282	74%	0.68	0.39
					Durchschnitt	45%	0.68	0.50

9.2. Sensibilitätsberechnung

Abweichung des Aktienwerts unter Berücksichtigung der Veränderung der Kapitalkosten (WACC) und des dauerhaften Wachstums des DCF

Var WACC	Abweichung des Discounted Cash-Flow						
	0.30%	0.20%	0.10%	0.00%	-0.10%	-0.20%	-0.30%
	43.70	43.70	43.70	43.71	43.71	43.71	43.71
0.20%	44.93	44.94	44.94	44.94	44.95	44.95	44.95
0.10%	46.22	46.22	46.22	46.23	46.22	46.23	46.24
0.00%	47.55	47.55	47.55	47.56	47.56	47.56	47.57
-0.10%	48.93	48.93	48.93	48.94	48.94	48.94	48.95
-0.20%	50.36	50.37	50.37	50.37	50.37	50.38	50.38
-0.30%	51.85	51.85	51.86	51.86	51.86	51.87	51.84