

FAIRNESS OPINION

SERONO S.A.

BEURTEILUNG DER FINANZIELLEN ANGEMESSENHEIT DES
ÖFFENTLICHEN KAUFANGEBOTS DER MERCK KGAA Z.HD.
DES VERWALTUNGSRATS DER SERONO S.A.

ZÜRICH, 5. JANUAR 2007

*DIESES DOKUMENT IST EINE ÜBERSETZUNG DER
ENGLISCHEN ORIGINALVERSION. NUR DIE ENGLISCHE
FASSUNG IST MASSGEBEND*

BANK SAL. OPPENHEIM JR. & CIE. (SCHWEIZ) AG
URANIASTRASSE 28
POSTFACH
CH-8022 ZÜRICH

TEL.: +41 44 214 22 14

FAX: +41 44 211 10 85

INHALTSVERZEICHNIS

Begriffsbestimmungen und Abkürzungen	3
1. Einleitung	5
1.1. Hintergrund	5
1.2. Beauftragung von Sal. Oppenheim	6
2. Beurteilungsgrundlagen	7
3. Unternehmensprofil	9
3.1. Überblick	9
3.2. Neurologie	10
3.3. Reproduktionsmedizin	10
3.4. Wachstum und Stoffwechsel	11
3.5. Dermatologie	11
3.6. Produkt-Pipeline	12
3.7. Geschäftsstrategie	13
4. Bewertung	14
4.1. Finanzzahlen	14
4.2. Bewertungsmethoden	14
4.2.1. <i>Diskontierte Cashflow („DCF“)-Analyse</i>	15
4.2.2. <i>Analyse anhand vergleichbarer börsennotierter Unternehmen</i>	16
4.2.3. <i>Analyse anhand vergleichbarer Transaktionen</i>	16
4.3. Bewertung von Serono	17
4.3.1. <i>Bewertung basierend auf der DCF-Analyse</i>	18
4.3.2. <i>Analyse anhand vergleichbarer börsennotierter Unternehmen</i>	19
4.3.3. <i>Analyse anhand vergleichbarer Transaktionen</i>	20
5. Ergebnis der Fairness Opinion	22
Anhang	23
A. DCF-Bewertung – Sensitivitätsanalyse	23
B. Analyse vergleichbarer börsennotierter Unternehmen	24
C. Analyse vergleichbarer Transaktionen	25
D. Aktienkurs- und Prämienanalyse	26

BEGRIFFSBESTIMMUNGEN UND ABKÜRZUNGEN

A	Tatsächliche / ausgewiesene Zahlen
ADS	American Depository Shares
Angebot	Öffentliches Kaufangebot der Merck KGaA an die Aktionäre der Gesellschaft
Angebotspreis	CHF 1.100 in bar pro Inhaberaktie mit einem Nennwert von CHF 25
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
Business Plan	Der aktuellste Business Plan von Serono, 2006 - 2015
CHF	Schweizer Franken
DCF	Diskontierter Cashflow
DKK	Dänische Krone
EBIT	Gewinn vor Zinsen und Steuern
EBITDA	Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen
EPS	Gewinn je Aktie
EUR	Euro
F&E	Forschung und Entwicklung
Fairness Opinion	Dokument, welches eine Beurteilung der finanziellen Angemessenheit des Angebotspreises für die Publikumsaktionäre darstellt
Familie Bertarelli	Ernesto Bertarelli, Donata Bertarelli und Maria-Iris Bertarelli
FDA	US-amerikanische Behörde zur Lebens- und Arzneimittelüberwachung
Finanzplandaten	Bestimmte operative und finanzielle, konzerninterne Informationen über Serono, einschließlich der aktuellsten Prognosen für 2006, des Budgets 2007, genehmigt durch die Geschäftsleitung von Serono im Dezember 2006 sowie der aktuellste Business Plan 2006 - 2015, genehmigt durch die Geschäftsleitung von Serono im August 2006
GBP	Britisches Pfund
Gesellschaft	Serono S.A.
hGH	Wachstumshormon
IVF	In-Vitro-Fertilisation
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
Konzern	Serono S.A., gemeinsam mit ihren sämtlichen Tochtergesellschaften
LH	Luteinisierendes Hormon
Merck	Merck KGaA
Mio.	Million

Mrd.	Milliarde
MS	Multiple Sklerose
Nettoverschuldung	Die Nettoverschuldung des Konzerns, wie in Abschnitt 4.3 definiert
p.a.	per annum
S.A.	Société Anonyme, eine Form der Aktiengesellschaft in der Schweiz
Sal. Oppenheim	Bank Sal. Oppenheim jr. & Cie. (Schweiz) AG
Serono	Serono S.A., gemeinsam mit ihren sämtlichen Tochtergesellschaften
SPA	Aktienkaufvertrag (Share Purchase Agreement)
USD	US-Dollar
VD	Kanton Waadt
Verwaltungsrat	Der Verwaltungsrat der Serono S.A.
Verwässerte Anzahl Aktien	Anzahl der ausstehenden Aktien (d.h. ohne eigene Aktien) zum 30. November 2006, unter der Annahme der Umwandlung sämtlicher verwässernder potenzieller Aktien (Aktienoptionen)
WACC	Gewichtete durchschnittliche Kapitalkosten (Weighted Average Cost of Capital)
WHO	Weltgesundheitsorganisation (World Health Organisation)

1. EINLEITUNG

1.1. Hintergrund

Serono S.A. (die „Gesellschaft“) und ihre Tochtergesellschaften weltweit (gemeinsam der „Konzern“ oder „Serono“) konzentrieren sich auf die Entdeckung, Entwicklung, Herstellung und Vermarktung neuartiger Medikamente für die Behandlung von Humankrankheiten. Die Produkte von Serono basieren hauptsächlich auf rekombinanter DNA-Technologie und sind auf vier therapeutische Bereiche ausgerichtet, von denen der größte die Neurologie darstellt (z.B. Behandlung von Multipler Sklerose („MS“)); die weiteren Bereiche sind Reproduktionsmedizin (z.B. Behandlung von Unfruchtbarkeit), Dermatologie (z.B. Behandlung von Psoriasis) sowie Wachstum und Stoffwechsel (z.B. Einsatzmöglichkeiten für menschliche Wachstumshormone).

Serono hat ihren Sitz in Coinsins (VD), Schweiz, und die Konzernzentrale befindet sich in Genf, Schweiz.

Das gezeichnete Aktienkapital der Gesellschaft zum 30. November 2006 betrug USD 237 Mio. (CHF 383 Mio.) und bestand aus 11.013.040 Namensaktien mit einem Nennwert von jeweils CHF 10,00 und 10.904.029 Inhaberaktien mit einem Nennwert von jeweils CHF 25,00.

Die Inhaberaktien der Gesellschaft sind an der Schweizer Börse SWX notiert und werden an der virt-x, London, gehandelt. Die Marktkapitalisierung von Serono zum 27. Dezember 2006 belief sich auf CHF 16,8 Mrd.

Am 21. September 2006 hat Merck KGaA („Merck“) einen Aktienkaufvertrag („SPA“ – Share Purchase Agreement) und am 8. Dezember 2006 einen Nachtrag zum SPA unterzeichnet, um direkt oder indirekt 5.672.772 Inhaberaktien (inkl. 635.842 eigener Aktien) und 11.013.040 Namensaktien von Ernesto Bertarelli, Donata Bertarelli und Maria-Iris Bertarelli („Familie Bertarelli“) zu erwerben. Der SPA wurde am 5. Januar 2007 vollzogen.

Mit dem Abschluss des SPA hat Merck die Grenze von 33¹/₃ Prozent der Stimmrechte von Serono, definiert in § 32 Abs. 1 des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel („BEHG“), überschritten und ist gemäß dieser Vorschrift verpflichtet, ein öffentliches Kaufangebot für sämtliche öffentlich gehandelten Inhaberaktien der Gesellschaft zu unterbreiten (das „Angebot“).

Die Voranmeldung wurde elektronisch am 5. Januar 2007 in Übereinstimmung mit § 9 der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote veröffentlicht. Merck hat CHF 1.100 in bar pro Inhaberaktie mit einem Nennwert von CHF 25,00 angeboten („Angebotspreis“). Der Angebotspreis wird an Verwässerungseffekte, die sich aus Dividendenausschüttungen, Kapitalerhöhungen mit einem Ausgabepreis unterhalb des Marktkurses, der Ausgabe neuer Optionen mit einem Ausgabepreis unterhalb des Marktkurses und Rückzahlungen von Kapital ergeben, angepasst, vorausgesetzt, dass der Verwässerungseffekt vor dem Vollzug des Angebots erfolgt. Der Angebotspreis wird nicht an Verwässerungseffekte angepasst, die als Folge der Ausgabe von Optionen, Aktien oder American Depository Shares („ADS“) in Zusammenhang mit bestehenden Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen und begebenen Wandelanleihen entstehen. Der Angebotspreis ist gleich hoch wie der Preis für die direkt oder indirekt von der Familie Bertarelli erworbenen

Aktien und beinhaltet eine Prämie von 28,5 Prozent, verglichen mit dem von der SWX Swiss Exchange veröffentlichten durchschnittlichen Eröffnungskurs während der 30 Börsentage vor der Bekanntgabe des Aktienkaufs.

Merck, mit Hauptsitz in Darmstadt, Deutschland, ist ein internationaler Pharma- und Chemiekonzern. Der Geschäftsbereich Pharma vertreibt patentierte verschreibungspflichtige Medikamente für die Behandlung von Erkrankungen wie Krebs, Stoffwechselstörungen und kardiovaskulären Erkrankungen, sowie Generika und rezeptfrei erhältliche Medikamente und Heilmittel. Der Geschäftsbereich Chemie vertreibt Chemikalien für hochtechnologische Anwendungen, wie Komponenten für Flüssigkristallanzeigen, Leuchtmaterialien, Effektpigmente für die Industrie und Kosmetika sowie analytische Reagenzien und Testsätze für die Industrie, Forschungslabore und Umweltanalysen.

Die Inhaberaktien von Merck sind an der Frankfurter Wertpapierbörse notiert und an den regionalen Wertpapierbörsen in Deutschland zugelassen. Ihre Marktkapitalisierung zum 27. Dezember 2006 belief sich auf EUR 15,1 Mrd.

Zum Datum der Voranmeldung des Angebots hielten Merck, ihre Tochtergesellschaften und verbundenen Unternehmen sowie mit diesen gemeinsam handelnde Personen 2.308.865 der Inhaberaktien der Gesellschaft.

1.2. Beauftragung von Sal. Oppenheim

Der Verwaltungsrat von Serono¹ (der „Verwaltungsrat“) hat Bank Sal. Oppenheim jr. & Cie. (Schweiz) AG („Sal. Oppenheim“) beauftragt, im Rahmen einer Fairness Opinion die finanzielle Angemessenheit des Angebotspreises für die Publikumsaktionäre zu beurteilen. Dieses Dokument stellt diese Beurteilung dar (die „Fairness Opinion“).

Die Fairness Opinion ist ausschließlich für den Verwaltungsrat als Teil seines Berichts an die Aktionäre bezüglich des Angebots bestimmt. Die Fairness Opinion darf nur in Zusammenhang mit diesem Bericht veröffentlicht und darf nicht für sonstige Zwecke verwendet werden.

Die Fairness Opinion stellt keine Empfehlung an die Publikumsaktionäre von Serono dar, ihre Aktien Merck im Rahmen des Angebots anzudienen und nimmt keinen Bezug auf die Bewertung oder die relativen Vorteile einer jedweden alternativen Transaktion.

Des Weiteren enthält die Fairness Opinion keine Beurteilung folgender Punkte:

- n** Auswirkungen der geplanten Transaktion und des Angebots auf Aktionäre, die sich entscheiden, das Angebot nicht anzunehmen
- n** Zukünftiger Wert der nicht angedienten Aktien
- n** Ob nach Vollzug des Angebots die Börsennotierung der Aktien bestehen bleibt, die Aktien weiterhin gehandelt werden, und, sollte dies der Fall sein, zu welchen Kursen.

¹ Der neue Verwaltungsrat von Serono, der am 5. Januar 2007 auf der Hauptversammlung gewählt wurde, hat bereits vor seiner offiziellen Ernennung die Bank Sal. Oppenheim jr. & Cie. (Schweiz) AG mandatiert. Diese Mandatierung wurde durch den vorherigen Verwaltungsrat der Serono unterstützt, indem er einen offiziellen Mandatsvertrag mit der Bank Sal. Oppenheim jr. & Cie. (Schweiz) AG eingegangen ist. Diese Ernennung wurde anschließend vom neuen Verwaltungsrat von Serono, nach dessen Wahl, bestätigt.

2. BEURTEILUNGSGRUNDLAGEN

Sal. Oppenheim hat für ihre Beurteilung die nachstehenden Informationen verwendet:

- n Den Entwurf des Angebotsprospekts von Merck für alle sich im Publikum befindenden Inhaberaktien der Serono S.A., einschließlich des Verwaltungsratsberichts
- n Öffentlich zugängliche Informationen über Serono, die für die Bewertung des Angebots für relevant erachtet wurden, einschließlich
 - der geprüften Jahresabschlüsse für 2004 und 2005 sowie des ungeprüften Berichts für das dritte Quartal 2006 und
 - Informationen von der Webseite des Konzerns, aus Pressemitteilungen und Zeitungsberichten
- n Bestimmte ungeprüfte vorläufige Finanzdaten zum 30. November 2006
- n Bestimmte operative und finanzielle, konzerninterne Informationen über Serono, einschließlich der aktuellsten Prognosen für 2006, des Budgets 2007, genehmigt durch die Geschäftsleitung von Serono im Dezember 2006, sowie des aktuellsten Business Plan 2006 - 2015 (der „Business Plan“), genehmigt durch die Geschäftsleitung von Serono im August 2006 (gemeinsam „Finanzplandaten“)
- n Erörterungen mit dem Management des Konzerns bezüglich der bestehenden Produkte, der Pipeline neuer Produktentwicklungen, Kunden, des Wettbewerbsumfelds, der Geschäftsaussichten, der Werttreiber, des Strategieplans sowie der Finanz- und Ertragslage des Konzerns, um die Plausibilität der Finanzplandaten zu validieren
- n Historische Kurs- und Volumenanalyse der Inhaberaktien der Serono S.A.
- n Finanz- und Marktdaten (Quellen: Bloomberg, Thomson Financials, Jahresberichte, usw.) bezüglich ausgewählter börsennotierter Unternehmen, die für einen Vergleich mit Serono als für geeignet erachtet wurden
- n Finanz- und Marktdaten (Quellen: Bloomberg, Thomson Financials, Jahresberichte, mergermarket, usw.) bezüglich der Transaktionen zwischen anderen Unternehmen, die für den Vergleich mit der durch dieses Angebot beabsichtigten Transaktion als für geeignet erachtet wurden
- n Öffentlich zugängliche Informationen bezüglich, inter alia, der Pharma- / biotechnologischen Industrie, der Geschäftsbereiche des Konzerns, allgemeiner Wirtschaftsstatistiken und Prognosen sowie Finanzdaten aus den Kapitalmärkten.

Im Rahmen ihrer Beurteilung hat Sal. Oppenheim die Richtigkeit und Vollständigkeit der von Serono und sonstigen Quellen erhaltenen Finanzdaten und sonstigen Informationen vorausgesetzt und sich darauf verlassen, ohne jedwede Haftung für die unabhängige Prüfung dieser Informationen zu übernehmen.

Sal. Oppenheim hat sich des Weiteren auf die Zusicherungen seitens des Managements des Konzerns verlassen, dass es sich keiner Tatsachen oder

Umstände bewusst ist, wodurch die Informationen unvollständig, unrichtig oder irreführend wären.

Bei der Erstellung der Fairness Opinion hat Sal. Oppenheim keine physische Inspektion jedweder Gebäude und Standorte des Konzerns durchgeführt. Sie hat ebenfalls keine Beurteilungen des Werts der Aktiva oder Passiva des Konzerns vorgenommen oder vornehmen lassen noch eine Markt-, finanzielle, steuerliche oder rechtliche Due Diligence durchgeführt.

Die Fairness Opinion basiert auf zum Zeitpunkt der Erstellung vorherrschenden betriebs-, wirtschaftlichen und Marktbedingungen.

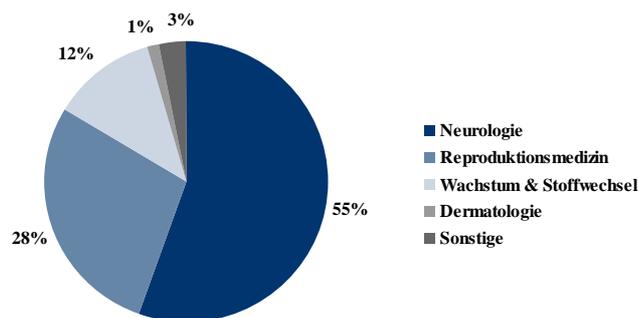
3. UNTERNEHMENSPROFIL

3.1. Überblick

Serono ist Europas größte Gesellschaft im Bereich der Biotechnologie. Ihr strategischer Schwerpunkt liegt auf der Entdeckung, Entwicklung, Herstellung und Vermarktung von neuartigen Medikamente für die Behandlung von Humankrankheiten. Die Produkte von Serono basieren hauptsächlich auf rekombinanter DNA-Technologie und sind auf vier therapeutische Bereiche ausgerichtet, von denen der größte die Neurologie darstellt (z.B. Behandlung von MS); die weiteren Bereiche sind Reproduktionsmedizin (z.B. Behandlung von Unfruchtbarkeit), Wachstum und Stoffwechsel (z.B. Einsatzmöglichkeiten für menschliche Wachstumshormone) sowie Dermatologie (z.B. Behandlung von Psoriasis).

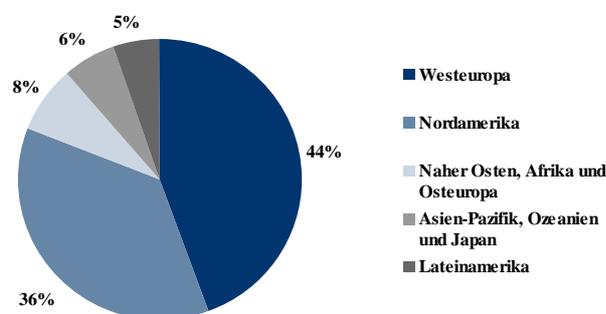
Der Konzern hat seinen Hauptsitz in Genf, Schweiz, betätigt sich in mehr als 40 Ländern und vertreibt seine Produkte weltweit.

Produktumsatz 2005 nach therapeutischen Bereichen



Quelle: *Serono Jahresbericht 2005*

Produktumsatz 2005 nach geografischen Bereichen



Quelle: *Serono Jahresbericht 2005*

3.2. Neurologie

Rebif® zur Behandlung von MS (Interferon Beta-1a) ist das bestverkaufte Produkt von Serono und stellte mit Umsatzerlösen von USD 1,27 Mrd. 54 Prozent des Produktumsatzes des Konzerns im Jahr 2005 dar. Serono ist bereits Marktführer außerhalb der USA und strebt nach internationaler Marktführerschaft. Rebif® wird bei der Behandlung rezidivierender Formen von MS eingesetzt und kann subkutan selbst verabreicht werden. Das Produkt wurde 1998 auf die europäischen Märkte gebracht. Im Jahr 2002 wurde das Produkt in den USA eingeführt, wo es gemeinsam mit Pfizer vermarktet wird.

Serono vertreibt in den USA ebenfalls Novantrone® (Mitoxantron-Hydrochlorid) für schwere Verläufe von MS. Für onkologische Indikationen hat Serono einen Vertriebsvertrag mit OSI Pharmaceuticals für den US-amerikanischen Markt abgeschlossen.

MS ist eine chronische Entzündungskrankheit des zentralen Nervensystems. Es wird angenommen, dass es sich hierbei um eine Autoimmunkrankheit handelt, bei der die T-Lymphozyten des Immunsystems die Myelinhülle zerstören, welche die Nervenzellen umgibt und schützt. Die Zerstörung dieser Hülle bedeutet, dass die Signale an und von Gehirn und Rückenmark nicht einwandfrei übertragen werden und Funktionen, wie die Bewegung oder die sensorischen Fähigkeiten, verloren gehen können. Die Symptome umfassen die Beeinträchtigung der Koordination und spastische Parese.

Die Weltgesundheitsorganisation („WHO“) schätzt, dass bis zu 2,5 Mio. Menschen² weltweit an MS leiden. Der Wert des MS-Markts wird auf USD 4,9 Mrd.³ im Jahr 2006 mit einer Wachstumsrate von jährlich 8,9 % geschätzt. Nach Meinung des Managements des Konzerns betrug der weltweite Marktanteil von Rebif® 2006 ca. 25 %.

Abgesehen von Rebif® werden zur Behandlung von MS Copaxone® (Teva / Sanofi-Aventis) und die Beta-Interferone Avonex® (BiogenIDEC) und Betaseron® (Bayer) häufig eingesetzt. Zudem wurde Tysabri® (Eli Lilly / BiogenIDEC), ein neues Medikament (monoklonaler Antikörper), welches eine neue Behandlungsmethode darstellt, vor kurzem auf den Markt gebracht.

3.3. Reproduktionsmedizin

Serono hat eine international führende Position bei der Behandlung von Unfruchtbarkeit. Ihr Flaggschiffprodukt Gonal-F® (Follitropin alfa), ein rekombinantes Fruchtbarkeitshormon, ist mit einem Umsatz von USD 547 Mio. das zweitmeistverkaufte Produkt von Serono; dies stellt 23 % des Produktumsatzes des Serono-Konzerns im Jahr 2005 dar. Gonal-F® stimuliert die Bildung von Follikeln in den Eierstöcken. Es ist ebenfalls für die Bildung von gesunden Spermien beim Mann erforderlich. Sein Haupteinsatz liegt in der In-Vitro-Fertilisationsbehandlung („IVF“).

Gonal-F® wird durch die Fruchtbarkeitshormone Ovidrel® (Choriogonadotropin alfa) und Luveris® (Lutropin alfa) unterstützt. Zudem werden die rekombinanten

² Vgl. Neurology Atlas, 2004, WHO

³ Vgl. „CNS Drug Discovery: Multiple Sclerosis“ von Dr. Cheryl Barton, 27. November 2006

Fortpflanzungsprodukte des Konzerns durch weitere Produkte ergänzt, wie Cetrotide®, dem weltweit ersten Gonadotropin-freisetzenden Hormonantagonisten, der für die Verhinderung des vorzeitigen Anstiegs des luteinisierenden Hormon („LH“) bei IVF zugelassen ist, sowie Crinone® (Progesterongel), welches zur Unterstützung der lutealen Phase eingesetzt wird.

Die WHO schätzt, dass ca. eines von zehn Paaren gewisse Schwierigkeiten bei der Empfängnis hat. Weltweit gesehen bedeutet dies, dass hiervon 50 - 80 Mio. Paare betroffen sind. Der Markt zur Behandlung von Unfruchtbarkeit ist ein gesättigter mit einem Wert von mehr als USD 1 Mrd. im Jahr 2005, der ca. mit 5 %⁴ p.a. wächst. Nach Meinung des Managements des Konzerns ist Serono der Marktführer von Ovulationsmedikamenten für die Behandlung von Unfruchtbarkeit und hält einen Anteil von ca. 55 % des Marktes rekombinanter follikularer Stimulationshormone.

Das Hauptkonkurrenzprodukt von Gonal-F® von Serono ist Puregon® / Follistim von Akzo Nobel / Organon, das einzige weitere rekombinante Medikament auf dem Markt.

3.4. Wachstum und Stoffwechsel

Der Konzern vertreibt zurzeit zwei Versionen von Wachstumshormonen („hGH“ human growth hormone), Saizen® und Serostim®. Zusammen wiesen diese Produkte einen Umsatz von USD 277 Mio. im Jahr 2005 auf, was 12 % des Produktumsatzes des Konzerns darstellte.

Saizen® (Somatropin) ist in über 80 Ländern für die Behandlung von Wachstumsstörungen zugelassen und wird in Europa seit 2001 und in den USA seit Ende 2004 vertrieben.

Eine weitere Rezeptur von Somatropin, Serostim®, ist ein rekombinantes Wachstumshormon, welches für die Behandlung von mit HIV zusammenhängendem unbeabsichtigtem Gewichtsverlust in den USA zugelassen wurde. Ein weiteres Produkt ist Zorbitive® (Somatropin) für Patienten mit Kurzdarmsyndrom.

Der Wert des Wachstumshormonmarktes im Jahr 2005 wurde auf USD 2,3 Mrd. mit einem Wachstum von ca. 7 %⁴ geschätzt. Nach Meinung des Managements des Konzerns stellte der Marktanteil von Serono ca. 12 % des gesamten Wachstumshormonmarktes dar.

Das rekombinante Wachstumshormon ist in einer Reihe von weiteren Präparaten erhältlich, u.a. Genotropin® (Pfizer), Norditropin® (Novo Nordisk), Humatrop® (Lilly) und Nutropin® (Roche / Genentech). Zudem wurde Omnitrope® von Novartis, die erste bio-ähnliche Version von hGH, 2006 in Europa und den USA zugelassen.

3.5. Dermatologie

Im Jahr 2002 hat Serono von Genentech die Rechte am monoklonalen Antikörper Raptiva® zur Behandlung mäßiger bis schwerer Psoriasis in Gebieten außerhalb der USA und Japan erworben. Im September 2004 hat Serono die europäische

⁴ Vgl. Analystenbericht über Serono von ING, vom 1. September 2006

Zulassung für das Medikament erhalten, das erste biologische Präparat für diese Indikation in Europa. Im Jahr 2005 hat es Umsatzerlöse von USD 33 Mio. in den Absatzgebieten von Serono erzielt, was 1,4 % des Gesamtumsatzes entsprach.

Bei Psoriasis wird das Immunsystem soweit angegriffen, dass es zur Infiltration der weißen Blutkörperchen, auch T-Zellen genannt, kommt. Infolgedessen sammeln sich die psoriatischen Hautzellen an und bilden erhöhte, rote, schuppige Läsionen. Von Psoriasis sind ca. zehn Millionen Patienten weltweit betroffen, von denen ungefähr 35 % an einer mäßigen bis schweren Form dieser Erkrankung leiden.⁴

Die am häufigsten verwendeten Haupttherapien für Hautläsionen umfassen Feuchtigkeitscremes, Kortikosteroide, Steinkohleteerlösungen, Anthralin, Vitamin D-Analoga, Retinoide und UV-Lichtbehandlung. Bei schwerer Psoriasis werden systemische Mittel verwendet, einschließlich des Immunsuppressivums Methotrexate®, Cyclosporines® und Soriatane® von Roche. Enbrel® (Wyeth) und Remicade® (Schering-Plough) stellen die wichtigsten Wettbewerber von Raptiva® in diesem Marktsegment dar. Cimzia® (UCB) ist ein weiterer Produktkandidat, der zurzeit in klinischen Studien getestet wird.

3.6. Produkt-Pipeline

Im Jahr 2005 hat Serono USD 594 Mio. bzw. 23 % der Konzernenerlöse in Forschung und Entwicklung („F&E“) investiert. Abgesehen von den integrierten konzerninternen Tätigkeiten verfügt der Konzern über ein Netz von Allianzen mit weiteren Unternehmen aus der Biotechnologie mit wissenschaftlichen Institutionen. Zudem weitet der Konzern seine eigene Produkt-Pipeline durch Einlizenzierung neuer Präparate aus.

Serono betreibt F&E in fünf therapeutischen Bereichen: Reproduktionsmedizin, Neurologie, Stoffwechselerkrankungen, Autoimmunität / Entzündungen und Onkologie. Der Konzern hat zurzeit folgende laufende F&E-Projekte: 6 in Phase III, 4 in Phase II und 11 in Phase I sowie zusätzliche 15 Produkte in vorklinischer Entwicklung. Umsätze aus den Projekten in Phase III und II werden frühestens 2008 erwartet.

Der potenziell wichtigste Produktkandidat ist oral verabreichtes Cladribin, ein Purin-Analogon, welches als Immunsuppressivum agiert. Cladribin könnte die erste oralwirksame Behandlung für MS sein. In injizierbarer Form wird Cladribin von Johnson & Johnson unter dem Markennamen Leutstatin® für die Behandlung von Leukämie vertrieben. Oral verabreichtes Cladribin, welches sich zurzeit in Phase III befindet, hat vor kurzem von der Bundesbehörde zur Lebens- und Arzneimittelüberwachung („FDA“ – Food and Drug Administration) den Fast Track-Status erhalten. Zusätzlich zu Cladribin von Serono befinden sich verschiedene orale MS-Behandlungen in der letzten Entwicklungsphase, einschließlich Teriflunomide (Sanofi-Aventis), BG-12 (BiogenIDEC / Fumapharm) und FTY-720 (Novartis).

Weitere Projekte in Phase III umfassen:

- n Phenoptin, ein Medikament zur oralen Einnahme für die Behandlung von leichter bis mäßiger Phenylketonurie, einer Stoffwechsel-Erbkrankheit, die durch die Störung eines Enzyms verursacht wird. Im Jahr 2005 hat Serono

die weltweiten Rechte an dem Medikament, mit Ausnahme der USA und von Japan, von BioMarin in Lizenz übernommen

- n Zanolimumab, ein Medikament für die Behandlung von Non-Hodgkin-Lymphomen, einer Art von T-Zellen-Lymphomen, die auf der Haut erscheinen und sich mit der Zeit auf weitere Organe ausweiten können. Im Jahr 2005 hat Serono die internationalen Rechte an dem Medikament von der dänischen biotechnologischen Gesellschaft Genmab in Lizenz übernommen.

3.7. Geschäftsstrategie

Serono beabsichtigt, ihre Position als führende globale Gesellschaft im Bereich der Biotechnologie zu konsolidieren und das Leben von Patienten durch die Entwicklung von Proteinen, monoklonalen Antikörpern und kleinen Molekülen mit einer Ausrichtung auf spezialisierte therapeutische Bereiche mit schweren Beschwerden zu verbessern. Zusätzlich zu den heutigen Schwerpunktbereichen verfolgt der Konzern ebenfalls die Entwicklung neuer Produkte, um unerfüllte therapeutische Bedürfnisse in den Bereichen Autoimmunität und Onkologie zu befriedigen. Serono stärkt weiterhin ihre Pipeline durch Zusammenarbeit im Bereich F&E und beabsichtigt, durch Übernahmen zu wachsen.

Abgesehen vom allgemeinen unternehmerischen und betrieblichen Risiko ist der Konzern einer Reihe von branchenspezifischen Risiken bei der Erfüllung seiner Strategie ausgesetzt, u.a.:

- n Schließt der Konzern seine klinische Studien der Produktkandidaten nicht erfolgreich ab, wird er diese Präparate nicht vermarkten können
- n Serono ist dem Risiko von Produkthaftungsansprüchen ausgesetzt, die mit der Entwicklung von Arzneimitteln einhergehen
- n Falls der Konzern seine Eigentumsrechte nicht durch Patente schützen kann, könnten seine Geschäftstätigkeit, seine Wettbewerbsposition und seine zukünftige Wachstumsentwicklung beeinträchtigt werden
- n Der Konzern könnte in seinen Entwicklungs- und Vermarktungstätigkeiten durch Patente Dritter eingeschränkt werden
- n Die erfolgreiche Vermarktung wird von der Preis- und Vergütungspolitik der Aufsichtsbehörden, Gesundheitsorganisationen und privaten Versicherungsgesellschaften abhängen
- n Der Konzern hängt in hohem Maße von der Umsatzentwicklung seiner Kernprodukte ab
- n Schlüsselmitarbeiter, insbesondere Mitglieder des Managements des Konzerns, erfahrene Betriebs- und F&E-Leiter oder hoch qualifizierte Wissenschaftler könnten das Unternehmen verlassen.

4. BEWERTUNG

4.1. Finanzzahlen

Serono legt seinen Jahresabschluss in USD vor. Das Geschäftsjahr des Konzerns umfasst das Kalenderjahr von Januar bis Dezember. Die vorläufigen und vierteljährlichen Jahresabschlüsse des Konzerns werden nicht geprüft.

Die Finanzplandaten, welche die Grundlage für diese Fairness Opinion bildeten, wurden durch das Management des Konzerns im Rahmen des gewöhnlichen Budget- und Planungsprozesses, lediglich für interne Zwecke, erstellt. Der Unternehmensplan wurde zuletzt im August 2006 durch die Geschäftsleitung von Serono aktualisiert und geprüft. Die aktuellsten Gewinn- und Verlustdaten für das Jahr 2006 gründen sich auf der letzten besten Schätzung des Managements des Konzerns zum November 2006. Das Budget 2007 wurde durch die Geschäftsleitung von Serono im Dezember 2006 genehmigt.

Gemäß dem Management des Konzerns basieren die letzte Schätzung 2006, das Budget 2007 und der Business Plan bis 2010 auf aktuellen Plänen, Initiativen und der Finanzlage des Konzerns. Der Business Plan über 2010 hinaus ist hingegen lediglich ein langfristiger Plan mit einem hohen, und mit der Zeit steigenden Maß an Ungenauigkeit, insbesondere im Hinblick auf die Erreichbarkeit des angenommenen zukünftigen Potenzials neuer, sich in Entwicklung befindender Produkte und des geplanten Umsatzes mit bestehenden Produkten nach Ablauf des Patentschutzes. Gemäß dem Management des Konzerns kann diese Erhöhung des Unsicherheitsgrades weder hinreichend gemessen noch geschätzt werden, sei es für einzelne Projekte oder für die erwarteten finanziellen Gesamtergebnisse. Ausserdem kann die Wahrscheinlichkeit des Erreichens des Business Plans über das Jahr 2010 hinaus nicht beurteilt werden. Daher wurde der Business Plan von Serono nach 2010 nicht für die Bewertung von Serono berücksichtigt.

4.2 Bewertungsmethoden

Die finanzielle Angemessenheit des Angebotspreises wurde durch Sal. Oppenheim mittels der nachstehenden Bewertungsmethoden beurteilt:

- n** Diskontierte Cashflow-Analyse
- n** Analyse anhand vergleichbarer börsennotierter Unternehmen
- n** Analyse anhand vergleichbarer Transaktionen.

Die obigen Methoden wurden zur Bestimmung des Unternehmenswerts des Konzerns (ebenfalls als Enterprise Value bezeichnet) und / oder des Wertes des Eigenkapitals (Equity Value) verwendet. Dort, wo der Unternehmenswert bestimmt wurde, wurden verzinsliche Verbindlichkeiten vom Ergebnis abgezogen und Barmittel dem Ergebnis hinzugefügt, um den Equity Value zu berechnen.

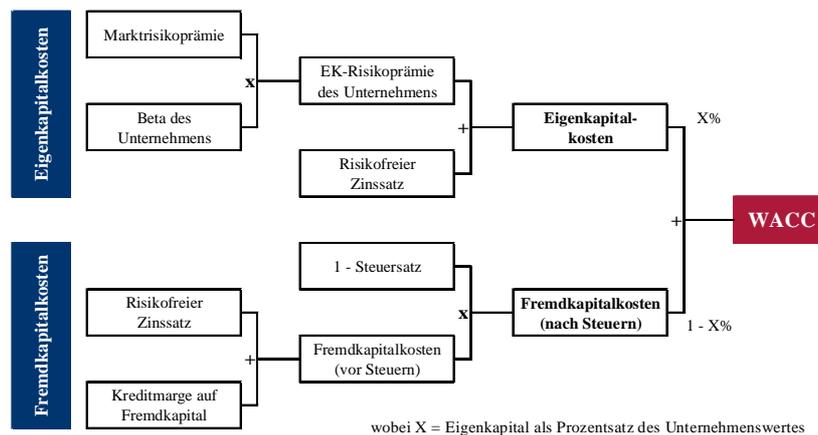
Der berechnete Wert pro Inhaberaktie wurde anschliessend durch Division des Equity Value durch die Anzahl der ausgegebenen Aktien (d.h. ohne eigene Aktien) zum 30. November 2006 erzielt, unter der Annahme der Umwandlung

sämtlicher verwässernder, potenzieller Aktien (Aktioptionen)⁵ (zusammen als „Verwässerte Anzahl Aktien“ bezeichnet), und dann mit dem Angebotspreis verglichen.

Zusätzlich zu den vorstehend angeführten Bewertungsmethoden wurde eine Analyse der Entwicklung des Aktienkurses der Gesellschaft durchgeführt.

4.2.1. Diskontierte Cashflow („DCF“)-Analyse

Die DCF-Bewertungsmethode bestimmt den Unternehmenswert eines Unternehmens durch Abdiskontierung der geschätzten zukünftigen freien Cashflows (vor Zinsen)⁶ mit den gewichteten durchschnittlichen Kapitalkosten („WACC“ – Weighted Average Cost of Capital). Die Cashflows werden in der Regel mittelfristig geschätzt. Hiernach wird der Endwert auf der Grundlage langfristiger Annahmen bestimmt. Der WACC wird (wie nachstehend dargestellt) basierend auf der erforderlichen Eigenkapitalrendite (unter Verwendung des Capital Asset Pricing Modells berechnet), der zukünftigen erwarteten Fremdkapitalkosten, der langfristigen Ziel-Kapitalstruktur und des langfristigen Steuersatzes des Unternehmens berechnet.



Der risikolose Zinssatz leitet sich von der langfristig erzielbaren Rendite bei Staatsanleihen ab.

Aufgrund der unterschiedlichen Risikomerkmale fordern Anleger eine höhere Rendite, wenn sie in Aktienwerte investieren, als wenn sie in Staatsanleihen investieren. Zur Bestimmung der Marktrisikoprämie wird die Differenz zwischen der aus den Aktienmärkten und der aus (nahezu) risikolosen Staatsanleihen erzielbaren Rendite, bemessen über einen langen Zeitraum, herangezogen. Umfassende Informationen bezüglich der Berechnung des WACC sind in nachstehendem Abschnitt 4.3.1. enthalten.

Zur Ableitung des Endwertes haben wir den freien Cashflow (vor Zinsen) im letzten Jahr des Prognosezeitraums normalisiert und basierend auf dem

⁵ Für Bezugsrechte erfolgte eine Berechnung zur Bestimmung der Anzahl der Aktien, die zum Marktwert basierend auf den Erlösen aus der Ausübung der Bezugsrechte hätten erworben werden können. Die Anzahl der wie vorstehend angeführt berechneten Aktien wird mit der Anzahl der Aktien verglichen, die unter Annahme der Ausübung der Bezugsrechte ausgegeben worden wären. Die Differenz wird zu den insgesamt umlaufenden Aktien addiert.

⁶ Definition: „Unlevered operating cashflow minus capital expenditures“

angenommenen ewigen Wachstum kapitalisiert (freier Cashflow (vor Zinsen) / (WACC minus ewige Wachstumsrate)). Der somit ermittelte Endwert wird dann mit dem WACC auf den Bewertungsstichtag abdiskontiert.

4.2.2. Analyse anhand vergleichbarer börsennotierter Unternehmen

Eine Analyse börsennotierter Unternehmen, die mit Serono verglichen werden können, wird durchgeführt, um die Beziehung zwischen dem Unternehmenswert bzw. der derzeitigen Marktkapitalisierung dieser Unternehmen und ausgewählten historischen und prognostizierten Finanzergebnissen abzuleiten.

In vorliegendem Fall wurden die folgenden Kriterien für die Auswahl vergleichbarer börsennotierter Unternehmen herangezogen:

- n Industrie: Pharmazie und Biotechnologie
- n Produktangebot: eigene oder einlizenzierte patentrechtlich geschützte Medikamente für die Behandlung von Humankrankheiten. Generikahersteller wurden ausgeschlossen
- n Geschäftsmodell: gleicher oder vergleichbarer Lebenszyklus wie Serono (d.h. profitabel)
- n Größe: derzeitige Marktkapitalisierung von mehr als USD 1 Mrd.
- n Region: Europa und Nordamerika.

Zur Bestimmung der derzeitigen Marktmultiplikatoren wurden der Unternehmenswert bzw. die derzeitige Marktkapitalisierung des jeweiligen Unternehmens durch die von Marktanalysten geschätzten Ergebnisse (EBITDA, EBIT, Nettogewinn) für 2006, 2007 und 2008 dividiert. Die aus dieser Analyse abgeleiteten Multiplikatoren wurden auf die entsprechenden Finanzprognosen von Serono angewandt.

Zudem haben wir die historische Aktienkursentwicklung von Serono über den Zwölfmonatszeitraum vor der Bekanntmachung des Aktienkaufs durch Merck analysiert und die entsprechenden implizierten Marktmultiplikatoren von Serono berechnet.

4.2.3. Analyse anhand vergleichbarer Transaktionen

Analog zur Bewertung anhand vergleichbarer börsennotierter Unternehmen schätzt eine Analyse vergleichbarer Transaktionen den Unternehmenswert des Zielunternehmens (in diesem Fall Serono) durch Anwendung der abgeleiteten Multiplikatoren auf die Finanzergebnisse des Zielunternehmens. Die Transaktionsmultiplikatoren werden durch Division des Kaufpreises (Unternehmenswert) durch die aktuellsten historischen Ergebnisse (EBITDA, EBIT) des Zielunternehmens bestimmt, die zum Zeitpunkt der Transaktion anwendbar sind.

Die Transaktionsmultiplikatoren stellen die Preise dar, welche für vergleichbare Unternehmen in der Vergangenheit gezahlt wurden und implizieren daher, welchen Preis ein potenzieller Käufer für Serono zu zahlen bereit wäre.

Die bei der Auswahl vergleichbarer Transaktionen herangezogenen Kriterien waren folgende:

- n Industrie: Pharmazie und Biotechnologie
- n Produktangebot: eigene oder einlizenzierte patentrechtlich geschützte Medikamente für die Behandlung von Humankrankheiten. Generikahersteller wurden ausgeschlossen
- n Geschäftsmodell: gleicher oder vergleichbarer Lebenszyklus wie Serono (d.h. profitabel)
- n Region: Europa und Nordamerika
- n Größe: Transaktionswert von mehr als USD 200 Mio.
- n Erworbene Beteiligung: Mehrheit (d.h. Erwerb einer Beteiligung von mehr als 50 % oder sonstige offensichtliche Form der Kontrolle)
- n Status: lediglich abgeschlossene Transaktionen
- n Zeitraum: seit Januar 2002.

Die Bedeutung dieser Bewertungsmethode ist in hohem Maße von den spezifischen Umständen der jeweiligen Transaktion abhängig:

- n Relative strategische Stärke der Transaktionsteilnehmer
- n Für die Kontrolle des Zielunternehmens gezahlte Prämie
- n Art des Übernahmeverfahrens an sich (z.B. Auktionsverfahren)
- n Zum Zeitpunkt der Transaktion vorherrschende Bedingungen in der Branche, in der sich die Gesellschaft betätigt, in der Wirtschaft allgemein und auf den Kapitalmärkten
- n Finanzielle Situation der Zielgesellschaft
- n Genauigkeit der Berichterstattung bezüglich der Transaktion durch die Teilnehmer und die Finanzpresse.

Unter Verwendung der Daten aus der Analyse anhand vergleichbarer Transaktionen haben wir ebenfalls die bei vergleichbaren öffentlichen Transaktionen gezahlte Prämie analysiert und diese mit der der Familie Bertarelli und sämtlichen Serono-Aktionären angebotenen Prämie verglichen.

4.3 Bewertung von Serono

Jede der in vorstehendem Abschnitt 4.2 beschriebenen Bewertungsmethoden wurde zur Bestimmung eines theoretischen Unternehmenswerts und Equity Values von Serono herangezogen.

In Fällen, in denen zunächst der Unternehmenswert bestimmt wurde, wurde diese Zahl um die Nettoverschuldung des Konzerns („Nettoverschuldung“) berichtigt, um den Equity Value zu bestimmen. Die Nettoverschuldung wurde folgendermaßen berechnet:

- n Kurz- und langfristige Finanzschulden zum 30. November 2006; zuzüglich
- n Marktwert der ausstehenden Wandelanleihen zum 30. November 2006; abzüglich
- n Liquider Mittel zum 30. November 2006; abzüglich

- n Kurzfristiger liquider Finanzanlagen zum 30. November 2006; abzüglich
- n Langfristiger liquider Finanzanlagen zum 30. November 2006.

Die nachstehend angeführten Aktienkursspannen wurden aus dem Equity Value, dividiert durch die Verwässerte Anzahl Aktien, ermittelt.

4.3.1. Bewertung basierend auf der DCF-Analyse

Die freien Cashflows (vor Zinsen) des Konzerns für 2007 bis 2010 wurden von den Finanzplandaten von Serono abgeleitet. Die normalisierte EBITDA-Marge wurde aus der Analyse vergleichbarer börsennotierter Unternehmen abgeleitet.

Die folgenden Annahmen wurden ebenfalls bei der DCF-Bewertung herangezogen:

Posten	Beschreibung / Quelle	Wert
Risikoloser Zinssatz⁷	Derzeitige Rendite der 30-jährigen US-amerikanischen Staatsanleihe	4,8 %
Unternehmens-Beta	Prognostiziertes Beta von Serono gegenüber dem Schweizer Marktindex ⁸	1,1
Marktrisiko-prämie⁹	Abgeleitet aus einer Analyse der durchschnittlichen Rendite auf dem Schweizer Aktienmarkt verglichen mit derjenigen für Schweizer Obligationen seit 1926 ¹⁰	5,0 %
Zielkapital-struktur¹¹	Abgeleitet aus einer Analyse der vergleichbaren börsennotierten Unternehmen	0 %
Kreditmarge	Basierend auf der S&P-Kreditbewertung des Konzerns von A-	0,7 %
Langfristiger Steuersatz	Langfristiger Steuersatz von Serono gemäß dem Management des Konzerns	16 %

Durch Anwendung der schematisch in Abschnitt 4.2.1. dargestellten Berechnungsschritte ergeben die vorstehenden Annahmen einen WACC von 10,3 %.

⁷ Der Jahresabschluss von Serono wird in USD vorgelegt. Ein bedeutender Teil des Jahresumsatzes des Konzerns wird in USD oder in an den USD gekoppelten Währungen erzielt. Zusätzlich hierzu erfolgt ein bedeutender Teil der Ausgaben des Konzerns ebenfalls in USD. Die Aktien der Gesellschaft sind an der Schweizer Börse SWX notiert und werden in Schweizer Franken gehandelt. Ein Anleger unterliegt daher den Auswirkungen der Wechselkursschwankungen zwischen dem Schweizer Franken und dem USD. Ein Anleger könnte dieses Risiko durch Refinanzierung in USD verringern. Daher wurde eine langfristige US-amerikanische Staatsanleihe zur Bestimmung des risikolosen Zinssatzes zu Grunde gelegt

⁸ Quelle: Barra International, Frankfurt

⁹ Seronos Hauptsitz befindet sich in der Schweiz und ihre Aktien werden an der Schweizer Börse SWX gehandelt. Die Risikoprämie für Aktienwerte auf dem Schweizer Markt wurde daher für am geeignetsten erachtet

¹⁰ Vgl. Pictet & Cie.: The performance of shares and bonds in Switzerland 1926-2005, Januar 2006

¹¹ Nettoverschuldung als Prozentsatz des Unternehmenswertes

Der abdiskontierte Endwert (welcher 74 % des ermittelten Unternehmenswertes entspricht) wurde, wie in vorstehendem Abschnitt 4.2.1. beschrieben, berechnet. Die ewige Wachstumsrate des Konzern-Cashflows wurde auf 2,5 % p.a., Bezug nehmend auf die relevante Branche, geschätzt.

Eine Sensitivitätsanalyse der sich aus der DCF-Analyse ergebenden Bewertung wurde ebenfalls durch Veränderung des WACC und der ewigen Wachstumsrate für die Berechnung des Endwerts durchgeführt. Die Ergebnisse der Sensitivitätsanalyse sind in Anhang A dargestellt.

Basierend auf einem WACC von 9,8 bis 10,8 % und einer ewigen Wachstumsrate von 2,0 bis 3,0 % sowie unter Berücksichtigung der Nettoverschuldung und der Verwässerten Anzahl Aktien, ergab die DCF-Analyse eine Bewertungsspanne von CHF 818 bis 986 pro Inhaberaktie.

4.3.2. Analyse anhand vergleichbarer börsennotierter Unternehmen

Für die Bewertung von Serono wurden vergleichbare börsennotierte Unternehmen, die sich in den Bereichen Pharmazie und Biotechnologie in Europa und Nordamerika betätigen, ausgewählt (siehe Abschnitt 4.2.2.) und auf der Grundlage der zum 27. Dezember 2006 geltenden Marktbedingungen analysiert.

Der Unternehmenswert oder die derzeitige Marktkapitalisierung des jeweiligen Unternehmens wurden bestimmt und die folgenden Multiplikatoren aus den Finanzplandaten berechnet:

n Unternehmenswert / EBITDA, 2006 - 2008

n Unternehmenswert / EBIT, 2006 - 2008

n Kurs-Gewinn-Verhältnis ("KGV"), 2006 - 2008.

Der Median dieser Multiplikatoren wurde dann auf die entsprechenden Prognosewerte für die Jahre 2006 - 2008 von Serono angewandt.

Der zuletzt veröffentlichte Abschluss wurde herangezogen, um die Nettoverschuldung und die Anzahl der umlaufenden Aktien jedes vergleichbaren Unternehmens zu ermitteln. Marktprognosen wurden aus den nach der Bekanntmachung der aktuellsten vierteljährlichen oder halbjährlichen Ergebnisse veröffentlichten Schätzungen abgeleitet.

Die aus der Analyse der vergleichbaren börsennotierten Unternehmen ermittelten aktuellen Handelsmultiplikatoren sind in Anhang B dargelegt.

Die Mediane der EBITDA-Multiplikatoren waren 12,3x, 11,2x und 10,2x für die Jahre 2006, 2007 und 2008. Die Mediane der EBIT-Multiplikatoren waren 16,0x, 13,2x und 11,9x für die Jahre 2006, 2007 und 2008. Die Mediane der KGV waren 18,8x, 17,0x und 15,6x für die Jahre 2006, 2007 und 2008.

Basierend auf der Nettoverschuldung und der Verwässerten Anzahl Aktien ergab sich aus der auf vergleichbaren börsennotierten Unternehmen basierenden Analyse durch Anwendung der Mediane der Multiplikatoren für 2006, 2007 und 2008 eine Bewertungsspanne von CHF 1.062 bis 1.174 pro Inhaberaktie.

Aktienkursanalyse

Am 8. November 2005 hat Serono die Beauftragung von Goldman Sachs bekannt gegeben, verschiedene strategische Alternativen für den Konzern zu prüfen. Diese Bekanntmachung löste Übernahmespekulationen und entsprechend einen starken Anstieg des Aktienkurses von CHF 860 auf CHF 951 aus, der nachfolgend am 11. Januar 2006 einen Spitzenwert von CHF 1.088 erreichte. Am 10. April 2006 gab Serono die Beendigung der Gespräche bezüglich des Verkaufs des Konzerns und eine neue Übernahmestrategie bekannt, für die neues genehmigtes Aktienkapital geschaffen werden sollte. Infolgedessen fiel der Aktienkurs von CHF 922 auf CHF 828. Zwischen diesem Zeitpunkt und der Bekanntmachung des Aktienkaufs durch Merck bewegte sich der Aktienkurs zwischen CHF 828 und CHF 915, was einem EBITDA- bzw. EBIT-Multiplikator für 2007 von 8,4x - 9,4x bzw. 9,6x - 10,8x (Nettoverschuldung und Verwässerte Anzahl Aktien zum 30. November 2006) entsprach (siehe Anhang D). Diese implizierten Multiplikatoren lagen bedeutend unter den entsprechenden Medians der Multiplikatoren der vergleichbaren börsennotierten Unternehmen. Die von den Finanzanalysten angeführten Hauptgründe waren folgende:

- n Hohe Abhängigkeit der Umsatzentwicklung des Hauptprodukts Rebif®, das 2005 mit 54 % zum Produktumsatz des Konzerns beitrug
- n Begrenzttes Wachstumspotenzial des bestehenden Produkt-Portfolios
- n Enttäuschende Produktentwicklungsergebnisse in den letzten Jahren
- n Lediglich eine begrenzte Anzahl von Produktkandidaten mit bedeutendem Marktpotenzial in fortgeschrittener klinischer Entwicklung
- n Mit der neuen Übernahmestrategie verbundene Risiken.

Unter Berücksichtigung dieser Bedenken spiegelt die sich aus dem Median der Multiplikatoren aus der Analyse vergleichbarer börsennotierter Unternehmen ergebende Bewertungsspanne unseres Erachtens das obere Ende einer angemessenen und fairen Bewertung wider.

4.3.3. Analyse anhand vergleichbarer Transaktionen

Es wurde ebenfalls eine auf abgeschlossenen Transaktionen basierte Bewertungsanalyse durchgeführt, bei denen das Zielunternehmen ein mit Serono vergleichbares Unternehmen war (siehe die in Abschnitt 4.2.3. angeführten Kriterien).

Hierbei wurden der Unternehmenswert der jeweiligen Zielgesellschaft ermittelt und die folgenden Multiplikatoren aus den aktuellsten historischen Finanzergebnissen vor der abgeschlossenen Transaktion berechnet:

- n Unternehmenswert / EBITDA
- n Unternehmenswert / EBIT.

Die aus der Analyse der vergleichbaren Transaktionen abgeleiteten Transaktions-Multiplikatoren sind in Anhang C dargelegt.

Der mediane EBITDA-Multiplikator war 13,2x, bei einer Spanne von 6,1x bis 27,9x. Der mediane EBIT-Multiplikator war 18,1x, bei einer Spanne von 7,0x bis 24,5x.

Diese große Spanne der abgeleiteten Transaktions-Multiplikatoren relativiert die Bedeutung der Analyse anhand vergleichbarer Transaktionen. Es gibt einige Erklärungen für diese Situation:

- n Auf Grund des Mangels an rentablen Zielunternehmen in den Sektoren Pharmazie und Biotechnologie konnte lediglich eine kleine Anzahl von Transaktionen analysiert werden
- n Für verschiedene der angeführten Transaktionen standen nur begrenzte Finanzzahlen zur Verfügung
- n Um eine größtmögliche Anzahl von Transaktionen zu erhalten, haben wir Transaktionen bis ins Jahr 2002 analysiert. Während dieses Analysezeitraums waren die Marktbedingungen nicht mit den heutigen vergleichbar
- n Das Wettbewerbsumfeld für Preisgebote bei den ausgewählten Transaktionen unterschied sich von Fall zu Fall, was die Vergleichbarkeit mit der Übernahme von Serono durch Merck verringert.

Auf Grund der eingeschränkten Bedeutung wurden die Ergebnisse aus der Analyse der vergleichbaren Transaktionen bei unserem Bewertungsergebnis nicht berücksichtigt.

Analyse der Aktienprämie

Der Angebotspreis von CHF 1.100, der dem für die direkt oder indirekt von der Familie Bertarelli erworbenen Aktien angebotenen Preis entspricht, enthält eine Prämie von 28,5 %, verglichen mit dem durch die Schweizer Börse SWX während der 30 Handelstage vor der Bekanntmachung des Aktienkaufs veröffentlichten durchschnittlichen Eröffnungskurs bzw. eine Prämie von 31,4 %, verglichen mit dem durch die Schweizer Börse SWX über die drei Monate vor der Bekanntmachung des Aktienkaufs veröffentlichten durchschnittlichen Eröffnungskurs (siehe Anhang D). Die entsprechenden Mediane der beobachteten Prämien bei öffentlichen Übernahmen aus unserer Auswahl vergleichbarer Transaktionen beliefen sich auf 16,1 % bzw. 24,2 %.

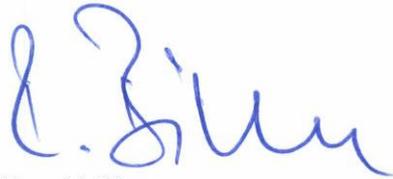
5. ERGEBNIS DER FAIRNESS OPINION

Basierend auf den vorstehend beschriebenen durchgeführten Analysen und Bewertungsüberlegungen wurde eine Bewertungsspanne von CHF 902 bis 1.062 pro Inhaberaktie von Serono ermittelt. Diese Spanne basiert auf dem Mittelwert der aus der DCF-Analyse abgeleiteten Bewertungsspanne und dem unteren Ende der Bewertungsspanne aus der Analyse der vergleichbaren börsennotierten Unternehmen.

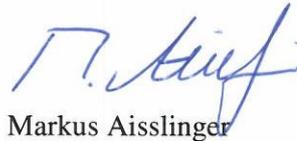
Basierend auf der Bewertungsanalyse und den Überlegungen in dieser Fairness Opinion halten wir den Angebotspreis aus finanzieller Sicht für angemessen und fair.

Die Fairness Opinion wurde am 5. Januar 2007 erstellt.

Bank Sal. Oppenheim jr. & Cie. (Schweiz) AG



Ronald Birrer
Stellvertretender Leiter Investment Banking



Markus Aisslinger
Leiter Aktienkapitalmärkte

ANHANG A. DCF-BEWERTUNG – SENSITIVITÄTSANALYSE

		Ewige Wachstumsrate						
		1,75%	2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%	3,25%
WACC	8,8%	987	1.011	1.037	1.065	1.095	1.127	1.163
	9,3%	933	953	975	999	1.024	1.051	1.081
	9,8%	885	903	921	942	963	986	1.011
	10,3%	843	858	874	892	910	930	951
	10,8%	805	818	833	848	864	881	899
	11,3%	771	783	796	809	823	838	854
	11,8%	741	751	763	774	787	800	814

ANHANG B. ANALYSE VERGLEICHBARER BÖRSENNOTIERTER UNTERNEHMEN

Vergleichbare börsennotierte Unternehmen

Unternehmen	Währung (LW)	Aktien- preis 27/12/2006	Marktkap. in LW Mio.	Nettoverschuldung / (Liquide Mittel) in LW Mio.	Unternehmens- wert in LW Mio.	Unternehmenswert / EBITDA			Unternehmenswert / EBIT			KGV		
						Dez-06	Dez-07	Dez-08	Dez-06	Dez-07	Dez-08	Dez-06	Dez-07	Dez-08
Abbott Laboratories	USD	49,0	75.208,3	9.048,0	84.256,4	13,3x	11,8x	10,9x	17,4x	15,4x	13,8x	19,4x	17,3x	15,4x
Actelion	CHF	270,8	6.159,7	(472,6)	5.687,1	21,5x	17,8x	15,7x	23,0x	19,7x	17,9x	29,5x	25,8x	24,0x
Altana	EUR	47,1	6.419,8	141,9	6.563,7	7,1x	6,7x	6,4x	8,8x	8,2x	7,8x	13,4x	12,5x	11,8x
Amgen	USD	68,5	79.859,9	992,0	80.851,9	11,9x	11,0x	10,2x	13,9x	13,2x	12,5x	17,2x	16,4x	15,6x
AstraZeneca	USD	53,8	83.413,4	(3.215,0)	80.298,4	8,5x	8,3x	7,8x	9,9x	9,7x	9,0x	14,0x	13,6x	12,7x
Barr Pharmaceuticals	USD	50,9	5.414,1	0,0	5.414,1	8,0x	6,3x	5,8x	9,3x	7,3x	6,6x	15,3x	13,1x	11,6x
Biogen Idec	USD	49,2	16.573,2	(615,9)	15.957,2	11,9x	11,7x	11,0x	14,9x	12,2x	11,2x	21,2x	18,4x	16,1x
Bristol-Myers	USD	26,3	51.705,3	3.763,0	55.468,3	14,1x	11,5x	9,7x	19,4x	14,6x	12,6x	25,3x	21,7x	18,2x
Cephalon	USD	69,5	4.235,9	1.027,9	5.263,8	10,2x	11,0x	8,0x	10,4x	10,6x	7,1x	13,2x	14,8x	11,5x
Eli Lilly	USD	52,0	58.842,6	1.269,0	60.111,6	12,3x	11,2x	10,2x	16,0x	14,3x	12,9x	17,4x	16,5x	14,9x
Forest Laboratories	USD	50,9	16.133,9	(984,8)	15.149,2	13,7x	12,3x	11,3x	14,5x	12,8x	11,7x	19,6x	17,4x	15,6x
Genentech	USD	80,0	84.320,1	61,0	84.381,1	25,4x	19,3x	15,3x	24,1x	19,3x	16,0x	36,3x	29,3x	23,7x
Genzyme	USD	61,7	16.228,7	(131,7)	16.097,0	17,0x	14,5x	12,4x	25,5x	21,6x	18,2x	40,6x	27,6x	23,1x
Gilead Sciences	USD	66,0	30.362,4	(1.413,4)	28.949,0	16,2x	15,6x	15,2x	16,5x	15,9x	15,5x	23,9x	22,9x	22,0x
GlaxoSmithKline	GBP	13,5	75.750,4	4.731,0	80.723,4	9,1x	8,8x	8,4x	10,2x	9,9x	9,4x	14,1x	13,5x	12,8x
H Lundbeck	DKK	153,8	32.183,2	(762,0)	31.421,2	13,9x	9,4x	8,2x	18,0x	11,4x	9,8x	29,9x	17,0x	14,3x
ImClone Systems	USD	26,5	2.241,3	(391,5)	1.849,8	6,0x	9,1x	8,9x	6,5x	10,2x	10,0x	8,3x	15,6x	15,9x
Johnson & Johnson	USD	66,0	191.386,4	(8.753,0)	182.633,4	11,4x	10,5x	9,7x	13,4x	12,2x	11,4x	17,3x	16,1x	15,1x
Merck & Co.	USD	43,4	94.156,4	(3.100,7)	93.492,7	10,1x	10,1x	10,4x	19,6x	21,0x	21,2x	17,2x	16,7x	16,1x
Merck KGaA	EUR	79,2	15.119,6	716,6	15.894,6	10,3x	9,5x	8,1x	12,7x	12,2x	10,1x	15,1x	17,5x	15,1x
Novartis	USD	57,9	136.021,7	691,0	136.875,7	13,5x	12,2x	11,3x	16,2x	14,7x	13,3x	18,8x	16,7x	15,2x
Novo Nordisk	DKK	471,0	152.469,7	(3.195,0)	149.274,7	13,3x	11,8x	10,5x	16,3x	14,3x	12,7x	24,3x	21,1x	18,4x
Pfizer	USD	26,2	188.553,1	(612,0)	187.941,1	8,4x	8,3x	8,0x	10,3x	10,2x	10,0x	12,7x	12,4x	12,3x
Roche	CHF	219,9	193.821,5	(7.542,0)	193.115,5	13,6x	11,7x	10,2x	16,6x	14,1x	11,9x	24,4x	20,8x	18,0x
Sanofi-Aventis	EUR	70,2	94.483,5	8.786,0	103.391,5	9,7x	9,3x	8,8x	11,1x	10,7x	10,3x	14,3x	14,1x	13,1x
Schering-Plough	USD	23,9	35.433,5	(1.462,0)	33.971,5	17,0x	13,6x	12,2x	21,8x	18,1x	14,1x	28,0x	22,0x	18,3x
Shire	USD	20,7	10.389,3	(955,2)	9.556,1	21,9x	15,2x	11,8x	28,5x	17,7x	12,9x	39,7x	27,3x	20,0x
UCB	EUR	52,1	7.418,9	421,0	7.839,9	14,1x	12,4x	11,3x	17,9x	15,7x	14,5x	24,0x	22,4x	21,0x
Wyeth	USD	51,3	69.085,7	2.247,0	71.332,7	11,6x	10,6x	9,5x	13,2x	11,6x	10,4x	15,9x	14,4x	13,1x
Median						12,3x	11,2x	10,2x	16,0x	13,2x	11,9x	18,8x	17,0x	15,6x

Hinweise: Analyse basierend auf den aktuellsten Finanzzahlen; Berichtsperiode auf Kalenderjahr angepasst, sofern notwendig

ANHANG C. ANALYSE VERGLEICHBARER TRANSAKTIONEN

Ausgewählte vergleichbare Transaktionen

Ankündigungsdatum	Zielunternehmen	Käufer	Währung	Anteil		Implizierter Unternehmenswert	Unternehmenswert /	
				Gekauft %	Resultat %		EBITDA	EBIT
Nov-06	Kos Pharmaceuticals	Abbott Laboratories	USD	100%	100%	3.187	14,6x	17,6x
Sep-06	Altana Pharma	Nycomed Pharma	EUR	100%	100%	4.215	6,1x	7,0x
Mrz-06	Schering	Bayer	EUR	94%	94%	16.793	13,2x	18,1x
Okt-05	Chiron	Novartis	USD	58%	100%	9.541	27,9x	n/m
Aug-05	Viartis	Meda	EUR	100%	100%	750	15,3x	n/a
Mrz-05	Fournier Pharma	Solvay	EUR	100%	100%	1.615	n/a	11,7x
Mrz-05	Nycomed Holding	Nordic Capital / Blackstone	EUR	51%	100%	1.865	11,7x	n/m
Okt-04	Warner Chilcott	Waren Acquisition	GBP	100%	100%	1.672	21,7x	24,5x
Jan-04	Aventis	Sanofi-Synthelabo	EUR	100%	100%	58.032	11,0x	15,8x
Dez-03	Aventis Behring	CSL	EUR	100%	100%	761	8,0x	20,6x
Mai-03	Powderject Pharmaceuticals	Chiron	GBP	100%	100%	528	15,7x	21,7x
Okt-02	Nycomed Holding	AlpInvest / Blackstone / CSFB	EUR	100%	100%	1.158	11,5x	n/m
Jul-02	Pharmacia	Pfizer	USD	100%	100%	59.131	17,5x	21,3x
Mai-02	Rhein Biotech	Berna Biotech	EUR	92%	100%	191	12,6x	n/m
Median							13,2x	18,1x

ANHANG D. AKTIENKURS- UND PRÄMIENANALYSE



* Vor der Ankündigung am 21. September 2006