

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

SERONO S.A.

ÉVALUATION DE L'ÉQUITÉ FINANCIÈRE DE L'OFFRE
PUBLIQUE D'ACHAT DE MERCK KGAA À L'ATTENTION
DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SERONO S.A.

ZURICH, LE 5 JANVIER 2007

CE DOCUMENT EST UNE TRADUCTION DU TEXTE
ORIGINAL ANGLAIS. SEUL LA VERSION ANGLAISE FAIT
FOI.

BANQUE SAL. OPPENHEIM JR. & CIE. (SUISSE) S.A.
URANIASTRASSE 28
BOÎTE POSTALE
CH-8022 ZURICH

TÉL. +41 44 214 22 14
FAX +41 44 211 10 85

TABLE

Définitions et abréviations	3
1. Introduction	5
1.1. Situation initiale	5
1.2. Mandat de la Banque Sal. Oppenheim jr. & Cie (Suisse) S.A.	6
2. Données de base	8
3. Profil de l'entreprise	10
3.1. Aperçu	10
3.2. Neurologie	11
3.3. Santé génésique	11
3.4. Croissance et métabolisme	12
3.5. Dermatologie	12
3.6. Pipeline des produits	13
3.7. Stratégie d'entreprise	14
4. Évaluation	15
4.1. Données financières	15
4.2. Méthodes d'évaluation	15
4.2.1. <i>Évaluation sur la base des flux de trésorerie actualisés (« DCF »)</i>	16
4.2.2. <i>Évaluation sur la base de sociétés comparables cotées en bourse</i>	17
4.2.3. <i>Évaluation sur la base de transactions comparables</i>	17
4.3. Évaluation de Serono	18
4.3.1. <i>Évaluation sur la base des flux de trésorerie actualisés</i>	19
4.3.2. <i>Évaluation sur la base de sociétés comparables cotées en bourse</i>	20
4.3.3. <i>Analyse de transactions comparables</i>	21
5. Opinion	23
Annexe A. Évaluation DCF – analyse de sensibilité	24
Annexe B. Analyse de sociétés comparables cotées en bourse	25
Annexe C. Analyse de transactions comparables	26
Annexe D. Analyse du prix de l'action et de la prime	27

DEFINITIONS ET ABREVIATIONS

A	Chiffres financiers publiés (« Actual »)
Attestation d'équité	Document constitutif d'une opinion sur l'équité financière de l'offre publique d'achat pour les actionnaires publics
Business Plan	Business plan le plus récent de Serono, 2006 - 2015
CHF	Franc suisse
CMPC	Coût moyen pondéré du capital
Conseil d'administration	Conseil d'administration de Serono S.A.
DCF	Flux de trésorerie actualisés (« Discounted Cash Flows »)
Dette nette	Dette nette du Groupe, conformément à la définition du paragraphe 4.3.
DKK	Couronne danoise
EBIT	Résultat avant intérêts et impôts
EBITDA	Résultat avant intérêts, impôts et dotations aux amortissements
EPS	Bénéfice par action
EUR	Euro
Famille Bertarelli	Ernesto Bertarelli, Donata Bertarelli et Maria-Iris Bertarelli
FDA	Food and Drug Administration des États-Unis d'Amérique
FIV	Fécondation in vitro
GBP	Livre sterling
Groupe	Serono S.A., et toutes ses filiales
HCH	Hormone de croissance humaine
Informations sur les prévisions financières	Certaines informations opérationnelles et financières concernant Serono et internes au Groupe, y compris l'estimation la plus récente pour 2006, le budget 2007 approuvé par le comité de direction de Serono en décembre 2006 et le Business Plan le plus récent pour 2006 - 2015 approuvé par le comité de direction en août 2006
LBVM	Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières
LH	Hormone lutéinisante
m	Millions
mds	Milliards
Merck	Merck KGaA

Nombre dilué d'actions	Nombre d'actions en circulation (c'est-à-dire à l'exception des actions propres) à la date du 30 novembre 2006 sur la base de la conversion de toutes les actions dilutives potentielles (options)
Offre	Offre publique d'achat soumise par Merck KGaA à l'attention des actionnaires de la Société
OMS	Organisation mondiale de la santé
p.a.	Par an
Prix de l'offre	CHF 1 100 en espèces par action au porteur, soit une valeur nominale de CHF 25
R&D	Recherche et développement
RCB	Ratio cours-bénéfice
S.A.	Société Anonyme, catégorie de société à responsabilité limitée (Suisse)
Sal. Oppenheim	Banque Sal. Oppenheim jr. & Cie. (Suisse) S.A.
SEP	Sclérose en plaques
Serono	Serono S.A., et toutes ses filiales
Société	Serono S.A.
SPA	Contrat d'achat d'actions (« Share Purchase Agreement »)
SWX	Marché boursier SWX
USD	Dollar américain
VD	Canton de Vaud

1. INTRODUCTION

1.1. Situation initiale

Serono S.A. (la « Société ») et ses filiales partout dans le monde (collectivement, le « Groupe » ou « Serono ») se concentrent sur la découverte, sur le développement, sur la fabrication et sur la commercialisation de nouveaux produits thérapeutiques appliqués au traitement des maladies humaines. Les produits Serono sont principalement basés sur la recombinaison de la technologie ADN appliquée à quatre principaux secteurs thérapeutiques, dont le plus important est la neurologie (par ex. traitement de la sclérose en plaques (« SEP »)) – les trois autres étant la santé génésique (par ex. traitement des problèmes de fécondité), la dermatologie (par ex. traitement du psoriasis) et la croissance et le métabolisme (par ex. applications concernant les hormones de croissance humaine).

Serono est une société domiciliée à Coinsins (VD), Suisse, et dont le siège est à Genève, Suisse.

Le capital-actions émis de la Société se montait le 30 novembre 2006 à USD 237 m (CHF 383 m), dont 11 013 040 actions nominatives ayant une valeur nominale de CHF 10 chacune et 10 904 029 actions au porteur ayant une valeur nominale de CHF 25 chacune.

Les actions au porteur de la Société sont cotées au Marché boursier SWX et négociées au virt-x de Londres. Le 27 décembre 2006, la capitalisation boursière de Serono était de CHF 16,8 mds.

Le 21 septembre 2006, Merck KGaA (« Merck ») a signé un contrat d'achat d'actions (« SPA ») et le 8 décembre 2006 un avenant au contrat permettant l'acquisition directe ou indirecte de 5 672 772 actions au porteur (dont 635 842 actions non émises) et 11 013 040 actions nominatives appartenant à Ernesto Bertarelli, à Donata Bertarelli et à Maria-Iris Bertarelli (la « Famille Bertarelli »). Le SPA a été conclu le 5 janvier 2007.

Consécutivement à l'exécution du SPA, la société Merck a dépassé le seuil de $33\frac{1}{3}$ pour cent des droits de vote de Serono, conformément à la définition de l'Art. 32, alinéa 1^{er} de la Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (« LBVM ») et, conformément à la réglementation mentionnée, elle est obligée de soumettre une offre publique d'achat pour toutes les actions au porteur de la Société négociées sur les marchés publics (l'« Offre »).

L'annonce préalable a été publiée par voie électronique le 5 janvier 2007 conformément à l'Art. 9 de l'Ordonnance de la Commission des OPA sur les offres publiques d'acquisition. Merck a offert CHF 1 100 en espèces par action au porteur, soit une valeur nominale de CHF 25 par action (le « Prix de l'offre »). Le Prix de l'offre sera ajusté en fonction des effets de dilution résultant des paiements de dividendes, des augmentations de capital avec un prix d'émission inférieur au prix du marché, de l'émission de nouvelles options avec un prix d'émission inférieur au prix du marché et en fonction des remboursements en capital, à condition que l'effet de dilution intervienne avant la conclusion de l'Offre. Le Prix de l'offre ne sera pas ajusté en raison des effets de dilution consécutifs à l'émission d'options, d'actions ou de « American Depositary Shares » en relation avec des plans options pour les salariés et des obligations

convertibles en circulation. Le Prix de l'offre est égal au prix offert pour les actions rachetées directement ou indirectement à la Famille Bertarelli et comprend une prime de 28,5 pour cent par rapport au prix moyen d'ouverture annoncé par la SWX pendant les 30 jours de négociation précédant l'annonce de l'achat d'actions.

Merck, dont le siège est à Darmstadt, Allemagne, est une société mondiale de produits pharmaceutiques et chimiques. La branche Pharmacie propose des médicaments à prescription brevetés pour le traitement de maladies comme les cancers, les désordres métaboliques et les maladies cardiovasculaires ; il propose également des médicaments génériques et des médicaments en vente libre. La branche Chimie de Merck propose des produits chimiques utilisés dans des applications de haute technologie, comme des composants pour afficheurs à cristaux liquides, des matériaux électroluminescents, des pigments à effet pour l'industrie et les produits cosmétiques ainsi que des tests de diagnostic et des réactifs analytiques pour l'industrie, les laboratoires de recherche et les analyses environnementales.

Les actions au porteur de Merck sont cotées à la Bourse des valeurs de Francfort et admises sur les bourses régionales allemandes. Le 27 décembre 2006, sa capitalisation boursière était de EUR 15,1 mds.

À la date de l'annonce préalable de l'Offre, Merck, ses filiales, sociétés affiliées et autres personnes agissant de concert avec elle détenaient 2 308 865 des actions au porteur de la Société.

1.2. Mandat de la Banque Sal. Oppenheim jr. & Cie (Suisse) S.A.

Le conseil d'administration de Serono¹ (le « Conseil d'administration ») a désigné la Banque Sal. Oppenheim jr. & Cie. (Suisse) S.A. (« Sal. Oppenheim ») pour donner une opinion sur l'équité financière du Prix de l'offre pour les actionnaires. Ce document est constitutif de cette opinion (l'« Attestation d'équité »).

L'Attestation d'équité ne concerne que le Conseil d'administration, dans le cadre de son rapport aux actionnaires à propos de l'Offre. L'Attestation d'équité ne peut être publiée qu'en relation avec le rapport correspondant ; elle ne saurait être utilisée dans un autre but.

L'Attestation d'équité ne constitue pas une recommandation à l'attention des actionnaires publics de Serono afin qu'ils proposent leurs actions à Merck dans le cadre de l'Offre ; elle ne fait aucunement référence à la probabilité ou aux bénéfices relatifs d'une transaction alternative.

En outre, l'Attestation d'équité ne comporte aucune évaluation des questions suivantes :

- n Les implications de la transaction proposée et de l'Offre pour les actionnaires ayant choisi de ne pas accepter l'Offre
- n La valeur future des actions qui ne sont pas proposées à Merck

¹ Le nouveau conseil d'administration de Serono, qui a été élu par l'assemblée générale le 5 Janvier 2007, a mandaté la Banque Sal. Oppenheim jr. & Cie. (Suisse) S.A. avant son élection. Cette nomination a été approuvée par l'ancien conseil d'administration, qui a formellement exécuté le contrat de mandat. La nomination a été confirmée par le nouveau conseil d'administration après son élection.

- n Consécutivement à la finalisation de l'Offre, la question de savoir si la cotation des actions sera maintenue, si les actions continueront d'être négociées et, dans ce cas, à quels prix.

2. DONNÉES DE BASE

Dans son évaluation, Sal. Oppenheim a utilisé les informations suivantes :

- n Le projet de prospectus de l'offre de Merck pour toutes les actions au porteur de Serono S.A. détenues par le public, y compris le rapport du Conseil d'administration
- n Les informations accessibles au public concernant Serono et considérées comme pertinentes pour l'évaluation de l'Offre, dont :
 - Les états financiers audités pour 2004 et 2005, de même que le rapport non audité du troisième trimestre 2006 et
 - Les informations extraites du site web du Groupe, de communiqués et d'articles de presse
- n Certaines informations financières intermédiaires au 30 novembre 2006
- n Certaines informations opérationnelles et financières concernant Serono et internes au Groupe, dont l'estimation la plus récente pour 2006, le budget 2007 approuvé par le comité de direction de Serono en décembre 2006 et le plan stratégique le plus récent pour la période 2006 - 2015 (le « Business Plan ») approuvé par le comité de direction de Serono en août 2006 (collectivement « Informations sur les prévisions financières »)
- n Afin de valider la plausibilité des informations sur les prévisions financières, les discussions avec la direction du Groupe concernant les produits existants du Groupe, le pipeline des nouveaux développements de produits, la concurrence, les perspectives d'affaires, les inducteurs de valeur, le plan stratégique ainsi que la situation financière et la situation des bénéficiaires
- n L'historique des prix et des volumes négociés des actions au porteur de Serono S.A.
- n Les informations financières et données relatives au marché (Sources : Bloomberg, Thomson, rapports annuels, etc.) concernant une sélection de sociétés cotées qui sont considérées comme comparables avec Serono
- n Les informations financières et données relatives au marché (Sources : Etats financiers de Bloomberg, Thomson, rapports annuels, mergermarket, etc.) concernant des transactions entre d'autres sociétés considérées comme comparables avec la transaction envisagée dans le cadre de l'Offre
- n Les informations accessibles au public concernant, entre autres, les secteurs pharmaceutique / biotechnologique, les segments d'activité du Groupe, les statistiques et prévisions économiques générales et enfin d'autres informations financières provenant des marchés des capitaux.

Aux fins de son évaluation, Sal. Oppenheim a supposé que les informations financières et autres provenant de Serono et d'autres sources étaient exactes et complètes. Elle s'est reposée sur ces informations, mais se dégage de la responsabilité de leur vérification indépendante.

Sal. Oppenheim s'est en outre reposée sur les assurances fournies par la direction du Groupe qu'elle n'a pas connaissance de faits ou de circonstances qui rendraient ces informations incomplètes, inexactes ou trompeuses.

Dans le cadre de la préparation de l'Attestation d'équité, Sal. Oppenheim n'a procédé à aucune inspection matérielle des locaux et sites du Groupe. Elle n'a également pas entrepris ni fait exécuter une estimation ou évaluation de la valeur des actifs du Groupe ou de ses engagements, ni entrepris une due diligence commerciale, financière, fiscale ou juridique.

L'Attestation d'équité est fondée sur les conditions du marché, de l'entreprise et de l'économie prévalant à l'époque de la rédaction du rapport.

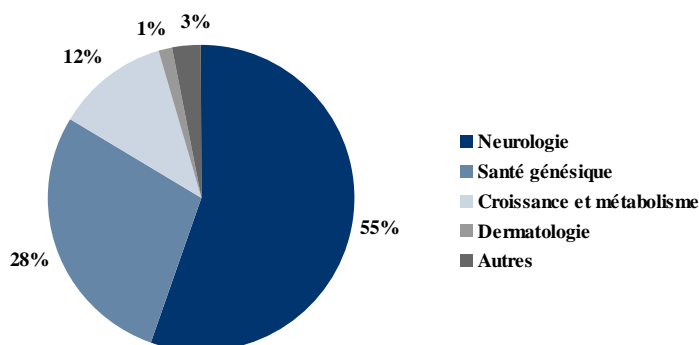
3. PROFIL DE L'ENTREPRISE

3.1. Aperçu

Serono est la première société européenne du secteur de la biotechnologie. Elle se concentre sur la découverte, le développement, la fabrication et la commercialisation de nouveaux produits thérapeutiques appliqués au traitement des maladies humaines. Les produits Serono sont principalement basés sur la recombinaison de la technologie ADN appliquée à quatre principaux secteurs thérapeutiques, dont le plus important est la neurologie (par ex. traitement de la sclérose en plaques (« SEP »)) – les trois autres étant la santé génésique (par ex. traitement des problèmes de fécondité), la croissance et le métabolisme (par ex. applications concernant les hormones de croissance humaine) et la dermatologie (par ex. traitement du psoriasis).

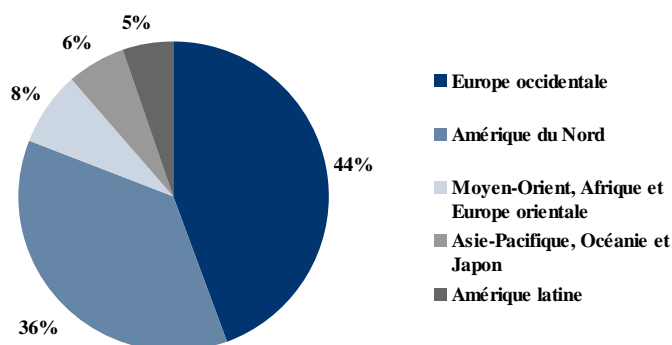
Le Groupe a son siège à Genève, Suisse, et des sites d'exploitation dans plus de 40 pays. Il vend ses produits dans le monde entier.

Vente des produits par secteur thérapeutique - 2005



Source : Serono, Rapport annuel 2005

Vente des produits par zone géographique - 2005



Source : Serono, Rapport annuel 2005

3.2. Neurologie

Rebif®, pour le traitement de la SEP (interféron bêta-1a), est le produit-phare de Serono. Il représentait 54 pour cent des ventes de produits du Groupe en 2005, soit USD 1,27 mds. Serono, déjà leader sur le marché hors États-Unis, vise le leadership mondial. Rebif® est utilisé dans le traitement de formes récurrentes de SEP ; il peut faire l'objet d'une auto-administration sous-cutanée. Introduit sur les marchés européens en 1998, ce produit a été lancé en 2002 aux États-Unis, où il est commercialisé en association avec Pfizer.

Serono commercialise également Novantrone® (chlorhydrate de mitoxantrone) aux États-Unis pour le traitement de formes aggravées de SEP. Pour ce qui concerne les indications de traitements oncologiques, Serono a conclu un accord de distribution avec OSI Pharmaceuticals pour le marché américain.

La SEP est une maladie inflammatoire chronique du système nerveux central. On pense qu'il s'agit d'une maladie auto-immune dans laquelle les lymphocytes T du système immunitaire détruisent la gaine de myéline qui entoure et protège les cellules nerveuses. La destruction de cette gaine signifie que les signaux à destination du cerveau et de la moelle épinière ou en provenant ne sont pas adéquatement acheminés et que des fonctions, comme la sensation ou le mouvement, peuvent être perdues. Les symptômes comportent un défaut de coordination et une parésie spasmodique.

L'Organisation mondiale de la santé (« OMS ») estime que 2,5 m de personnes² dans le monde sont atteintes de la SEP. Le marché du traitement de la SEP est évalué à USD 4,9 mds³ en 2006 avec un taux de croissance de 8,9 pour cent en glissement annuel. Selon la direction du Groupe, la part de marché mondiale de Rebif® était en 2006 d'environ 25 pour cent.

Outre Rebif®, nous citerons parmi les médicaments largement utilisés dans le traitement de la SEP : Copaxone® (Teva / Sanofi-Aventis) et les interférons bêta Avonex® (BiogenIDEC) et Betaseron® (Bayer). En outre, Tysabri® (Elan / BiogenIDEC), nouveau médicament (anticorps monoclonal) appliquant une nouvelle méthode de traitement, a été tout dernièrement introduit sur le marché.

3.3. Santé génésique

Serono occupe une position de leader mondial dans le domaine du traitement des problèmes de fécondité. Son produit-phare, Gonal-F® (follitropine alfa), une hormone de fécondité humaine recombinante, se place en deuxième position des meilleures ventes des produits Serono, soit USD 547 m et 23 pour cent des ventes de produits du Groupe en 2005. Gonal-F® stimule le développement de follicules dans les ovaires. Ceux-ci sont également nécessaires à la production de spermatozoïdes sains chez l'homme. L'une de leurs principales utilisations concerne le traitement des problèmes de fertilité par fécondation in vitro (« FIV »).

² Neurology Atlas, 2004, OMS

³ "CNS Drug Discovery: Multiple sclerosis", Dr. Cheryl Barton, 27 novembre 2006

Gonal-F® est basé sur les hormones de fécondité Ovidrel® (choriogonadotropine alfa) et Luveris® (lutropine alfa). En outre, les produits recombinants de santé génésique du Groupe sont assortis de produits complémentaires comme Cetrotide®, le premier antagoniste de l'hormone de libération de la gonadotrophine homologué au niveau mondial pour la prévention de poussées d'hormone lutéinisante (« HL ») dans la FIV et Crinone® (gel de progestérone), utilisé comme support de la phase lutéale.

L'OMS estime qu'environ un couple sur dix rencontre des difficultés de conception. Ceci signifie qu'à l'échelle mondiale entre 50 et 80 m de personnes en sont affectées. Le marché du traitement de l'infertilité est un marché arrivé à maturité qui représentait USD 1 md en 2005 et qui croît au rythme d'environ 5 pour cent⁴ p.a. Selon la direction du Groupe, Serono est leader sur le marché des agents ovulatoires utilisés dans le traitement de l'infertilité et contrôle environ 55 pour cent du marché des hormones recombinantes de stimulation folliculaire.

Le principal produit concurrent de Gonal-F® de Serono, Puregon® / Follistim d'Akzo Nobel / Organon, est le seul autre recombinant présent sur le marché.

3.4. Croissance et métabolisme

Le Groupe commercialise actuellement deux versions d'hormones de croissance humaine (« HCH ») : Saizen® et Serostim®. Combinées, les ventes de ces produits ont atteint le chiffre de USD 277 m en 2005, soit 12 pour cent des ventes des produits du Groupe.

Saizen® (somatropine) a été breveté dans 80 pays pour le traitement des troubles de croissance. Il est vendu en Europe depuis 2001 et aux Etats-Unis depuis la fin 2004.

Une autre formulation de la somatropine, Serostim®, est une HCH recombinante homologuée aux Etats-Unis pour le traitement de la perte de poids non intentionnelle en relation avec le VIH. Il existe encore un autre produit, Zorbtive® (somatropine) pour les patients souffrant de malabsorption par résection intestinale étendue.

Le marché de l'hormone de croissance a été évalué à USD 2,3 mds en 2005, et présente une croissance d'environ 7 pour cent⁴. Selon la direction du Groupe, la part de marché de Serono représente environ 12 pour cent du marché international des hormones de croissance.

L'HCH recombinante est utilisée dans un certain nombre d'autres préparations : Génotropine® (Pfizer), Norditropine® (Novo Nordisk), Humatrope® (Lilly) et Nutropine® (Roche / Genentech). En outre, Omnitrope® (Novartis), la première version biosimilaire de l'HCH, a été homologuée en Europe et aux États-Unis en 2006.

3.5. Dermatologie

En 2002, Serono a racheté les droits de Genentech sur l'anticorps monoclonal Raptiva® utilisé dans le traitement du psoriasis modéré à sévère sur les territoires hors Etats-Unis et Japon. En septembre 2004, le médicament de Serono a été

⁴ Rapport d'étude sur Serono publié par ING datant du 1^{er} septembre 2006

homologué au niveau européen. Il s'agissait de la première indication biologique donnée en Europe. En 2005, les ventes de la Société se sont montées à USD 33 m dans les territoires couverts par sa marque, soit 1,4 pour cent des ventes totales.

Dans le psoriasis, le système immunitaire est activé, entraînant l'infiltration de globules blancs connus sous le nom de lymphocytes T. En conséquence, les cellules dermatologiques psoriasiques s'empilent et forment d'épaisses lésions rouges écailleuses. Le psoriasis affecte environ dix millions de patients dans le monde, dont on pense qu'à peu près 35 pour cent sont porteurs d'une forme modérée à sévère de la maladie⁴.

Les traitements locaux communément utilisés pour les lésions dermatologiques du psoriasis comprennent des hydratants, des corticostéroïdes, du goudron de houille, de l'anthraline, des analogues de la vitamine D, des rétinoïdes et des traitements à la lampe à ultraviolet. Pour les formes sévères très résistantes de psoriasis, on utilise des agents systémiques, et notamment les immunosuppresseurs Methotrexate®, les Cyclosporines® et Soriatane® de Roche. Enbrel® (Wyeth) et Remicade® (Schering-Plough) sont les principaux concurrents de Raptiva® sur ce segment de marché. Cimzia® (UCB) est un autre produit candidat, qui fait actuellement l'objet d'essais cliniques.

3.6. Pipeline des produits

En 2005, Serono a investi USD 594 m, soit 23 pour cent des revenus du Groupe dans la Recherche et le Développement (« R&D »). Outre les activités intégrées réalisées en interne, le Groupe s'est doté d'un réseau d'alliances avec d'autres sociétés biotechnologiques et des institutions de recherche. En outre, le Groupe développe son propre pipeline de produits en achetant les licences de nouveaux composants.

Serono conduit des activités de R&D dans cinq secteurs thérapeutiques : la santé génésique, la neurologie, le métabolisme, les maladies auto-immunes / inflammatoires et l'oncologie. Le Groupe a actuellement 6 essais en phase III, 4 essais en phase II, et 11 essais en phase I ; 15 autres produits sont à leur stade de développement préclinique. Les projets actuellement en phase III et en phase II devraient dégager des revenus au plus tôt en 2008.

Le produit candidat potentiellement le plus important est la Cladribine orale, un analogue de la purine agissant comme immunosuppresseur. La Cladribine deviendra peut-être le premier traitement oral efficace de la SEP. Sous forme injectable, la Cladribine est commercialisée par Johnson & Johnson sous le nom de marque de Leutstatin® et est destinée au traitement des leucémies. La Cladribine orale, actuellement en cours d'essais de phase III, s'est récemment vu octroyer le statut « Régime accéléré » par la Food and Drug Administration des Etats-Unis d'Amérique (« FDA »). Outre la Cladribine de Serono, plusieurs traitements oraux de la SEP sont dans des phases avancées de développement : Tériflunomide (Sanofi-Aventis), BG-12 (BiogenIDEC / Fumapharm) et FTY-720 (Novartis).

Autres projets en phase III :

- Phenoptin, médicament oral utilisé dans le traitement de la phénylcétonurie faible à modérée, maladie génétique du métabolisme causée par le manque

d'une enzyme. En 2005, Serono a acheté à BioMarin les droits internationaux sur ce médicament, à l'exception des Etats-Unis et du Japon

- n Zanolimumab, médicament utilisé dans le traitement des lymphomes de type non hodgkinien, un type de lymphome à lymphocytes T apparaissant d'abord sur la peau et qui est susceptible de s'étendre à d'autres organes. En 2005, Serono a acheté les droits internationaux sur ce médicament à la société biotechnologique danoise Genmab.

3.7. Stratégie d'entreprise

Serono, qui vise à consolider sa position de leader mondial du secteur de la biotechnologie, s'efforce d'améliorer la qualité de vie des patients par le développement de protéines, d'anticorps monoclonaux et de petites molécules axés sur des secteurs thérapeutiques spécialisés et pour des pathologies graves. Outre ses domaines actuels de spécialisation, le Groupe œuvre également à la découverte de nouveaux produits qui répondent à d'importants besoins thérapeutiques non encore satisfaits dans les secteurs des maladies auto-immunes et de l'oncologie. Serono renforce encore son pipeline au moyen de collaborations en matière de R&D et envisage aussi de nouvelles acquisitions favorables à sa croissance.

Dans la mise en œuvre de sa stratégie, le Groupe est confronté non seulement au risque général d'entreprise et au risque d'exploitation, mais aussi à toute une série de risques spécifiques à son secteur d'activité, et notamment :

- n Si le Groupe ne réussit pas les essais cliniques des produits candidats, il ne peut pas les commercialiser
- n Serono est exposée au risque de réclamations fondées sur la responsabilité du fait des produits, inhérent au développement de médicaments
- n Si le Groupe ne parvient pas à protéger ses droits exclusifs au moyen de brevets, son activité, sa compétitivité et ses perspectives de croissance peuvent en pâtir
- n Il est possible que les activités de développement et de commercialisation du Groupe soient entravées par les brevets de tiers
- n La réussite de la commercialisation dépendra des politiques de prix et de remboursement des autorités de contrôle, des organisations du secteur de la santé et des sociétés d'assurance du secteur privé
- n Le Groupe est fortement dépendant du développement des ventes de ses principaux produits
- n Les employés qui remplissent des fonctions clés pourraient quitter la société, spécialement les personnels de la direction du Groupe, les personnels spécialisés du secteur de la production et les responsables de R&D ou encore les scientifiques hautement qualifiés.

4. ÉVALUATION

4.1 Données financières

Serono présente ses états financiers en USD. L'exercice financier du Groupe débute en janvier et se termine en décembre. Les états financiers intermédiaires et trimestriels du Groupe ne sont pas audités.

Les Informations sur les prévisions financières, qui ont servi de base à cette Attestation d'équité, ont été établies par la direction du Groupe, à des fins purement internes, au cours de la procédure habituelle de budgétisation et de planification. Le Business Plan a été mis à jour et approuvé par le comité de direction de Serono pour la dernière fois en août 2006. Les dernières données concernant les résultats pour 2006 sont basées sur les dernières meilleures estimations de la direction du Groupe datées de novembre 2006. Le budget 2007 a été approuvé par le comité de direction de Serono en décembre 2006. Les Informations sur les prévisions financières n'ont pas été divulguées au public.

Selon la direction du Groupe, l'estimation la plus récente pour 2006, le budget 2007 et le Business Plan jusqu'en 2010 sont basés sur les plans, les initiatives et la situation financière actuels du Groupe, tandis que le Business Plan au-delà de 2010 n'est que le reflet d'un plan à long terme présentant un degré élevé d'incertitude qui augmente avec le temps, en particulier pour ce qui concerne la faisabilité du potentiel présumé de nouveaux produits actuellement en cours de développement ainsi que des ventes des produits existants au-delà de la protection assurée par des brevets. Selon la direction du Groupe, cet accroissement de l'incertitude ne peut être ni mesuré ni évalué raisonnablement, qu'il s'agisse de projets indépendants ou de prévisions financières globales. Il n'est pas davantage possible d'évaluer la probabilité de réalisation du Business Plan au-delà de 2010. C'est la raison pour laquelle le Business Plan au-delà de 2010 n'a pas été pris en considération dans l'évaluation de Serono.

4.2. Méthodes d'évaluation

L'équité financière du Prix de l'offre a été évaluée par Sal. Oppenheim à l'aide des méthodes d'évaluation suivantes :

- n Évaluation sur la base des flux de trésorerie actualisés
- n Évaluation sur la base de sociétés comparables cotées en bourse
- n Évaluation sur la base de transactions comparables.

Les méthodes ci-dessus ont été utilisées afin de déterminer la valeur d'entreprise du Groupe et / ou la valeur de ses capitaux propres (« Equity value »). Dans des situations où la valeur d'entreprise a été déterminée, les dettes productrices d'intérêts ont été déduites, et le cash ajouté au résultat, afin de calculer l'Equity value.

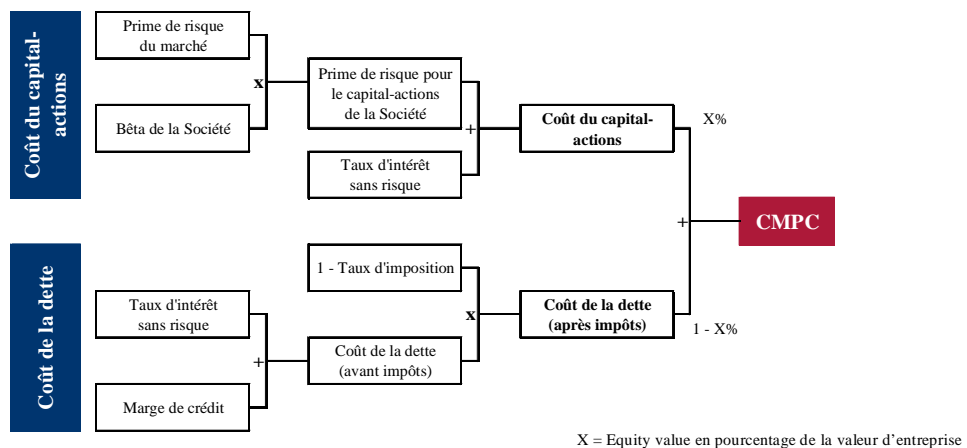
La valeur calculée par action au porteur a été obtenue en divisant l'Equity value par le nombre d'actions en circulation (c'est-à-dire à l'exclusion des actions propres) au 30 novembre 2006, dans l'hypothèse de la conversion de toutes les

actions dilutives potentielles (options sur actions)⁵ (collectivement le « Nombre dilué d'actions »), puis comparée avec le Prix de l'offre.

Outre les méthodes d'évaluation visées ci-dessus, une analyse du développement du prix des actions de la Société a été entreprise.

4.2.1. Évaluation sur la base des flux de trésorerie actualisés (« DCF »)

La méthode d'évaluation sur la base des flux de trésorerie actualisés détermine la valeur d'entreprise d'une société en actualisant les futurs flux de trésorerie avant paiements d'intérêts⁶ avec le Coût moyen pondéré du capital (« CMPC »). Les flux de trésorerie font généralement l'objet de prévisions à moyen terme. Ensuite, une valeur finale est déterminée sur la base d'hypothèses à long terme. Le CMPC est calculé (voir exemple ci-dessous) sur la base du taux de rendement demandé du capital (calculé à l'aide du modèle d'évaluation des actifs financiers), de même que le coût futur anticipé de la dette, la structure cible à long terme du capital et le taux d'imposition à long terme de la Société.



Le taux d'intérêt sans risque est dérivé du rendement disponible sur les obligations d'État à long terme.

Les investisseurs exigent, lorsqu'ils investissent dans des actions, un taux de rendement plus élevé que lorsqu'ils investissent dans des obligations d'État, en raison de la différence des risques. Mesurée sur une période prolongée, la différence entre le rendement disponible sur le marché des actions et le rendement disponible sur le marché des obligations d'État (virtuellement) sans risque est employée afin de déterminer la prime de risque du marché. Pour obtenir des informations complètes concernant le calcul du CMPC, veuillez vous reporter au paragraphe 4.3.1. ci-dessous.

Pour obtenir la valeur finale, nous avons normalisé les flux de trésorerie avant paiements d'intérêts pour la dernière année de la période sur laquelle portaient les prévisions et les avons monétisés sur la base d'une croissance continue supposée

⁵ Pour les options sur actions, un calcul a été effectué afin de déterminer le nombre d'actions qu'il aurait été possible d'acquérir pour une juste valeur en fonction des recettes de l'exercice des options sur actions. Le nombre d'actions calculé d'après la méthode ci-dessus est comparé avec le nombre d'actions qui auraient été émises dans l'hypothèse de l'exercice des options sur actions. La différence est ajoutée au total des actions en circulation.

⁶ « Unlevered operating cashflows minus capital expenditures »

(flux de trésorerie avant paiements d'intérêts / (CMPC moins taux de croissance continue)). La valeur finale ainsi obtenue est alors exprimée en termes de valeur actuelle en actualisant le chiffre à l'aide du CMPC.

4.2.2. Évaluation sur la base de sociétés comparables cotées en bourse

Une évaluation sur la base de sociétés cotées en bourse et supposées comparables à Serono a été entreprise afin de calculer la relation entre la valeur d'entreprise ou la capitalisation boursière actuelle, le cas échéant, de ces sociétés et des résultats financiers passés ou prévus de ces sociétés.

Pour l'évaluation de Serono, les critères suivants ont été appliqués à la sélection des sociétés comparables cotées en bourse :

- n Secteur d'activité : industrie pharmaceutique et de la biotechnologie
- n Offre de produits : médicaments exclusifs ou ayant fait l'objet d'une licence en vue du traitement de maladies humaines. Les fabricants de médicaments génériques ont été exclus
- n Modèle stratégique : cycle de vie identique ou comparable à celui de Serono (c'est-à-dire sociétés rentables)
- n Dimension : capitalisation boursière actuelle supérieure à USD 1 md
- n Région : Europe et Amérique du Nord.

Afin de déterminer les multiples de transaction en cours, la valeur d'entreprise ou la capitalisation boursière de chaque société a été divisée par les résultats évalués (EBITDA, EBIT, bénéfice après impôts) pour 2006, 2007 et 2008, en fonction des prévisions des analystes de marché. Les multiples dérivés de cette analyse ont été appliqués aux prévisions financières correspondantes de Serono.

En outre, nous avons analysé l'historique du prix des actions de Serono au cours des douze mois précédant l'annonce de l'achat d'actions par Merck, et calculé les multiples de transaction correspondants de Serono.

4.2.3. Évaluation sur la base de transactions comparables

Par analogie avec l'analyse conduite sur le modèle de sociétés comparables cotées en bourse, une analyse de transactions comparables évalue la valeur d'entreprise de la cible (dans ce cas Serono) en appliquant les multiples dérivés aux résultats financiers de la cible. Les multiples de la transaction sont établis par la division du prix d'acquisition (valeur d'entreprise) par les résultats les plus récents (EBITDA, EBIT) de la cible applicables au moment de la transaction.

Les multiples de la transaction illustrent les prix qui ont été payés pour des sociétés comparables dans le passé et impliquent de ce fait ce qu'un acheteur potentiel serait prêt à payer pour Serono.

Pour l'évaluation de Serono, les critères appliqués à la sélection de transactions comparables sont les suivants :

- n Secteur d'activité : Industrie pharmaceutique et de la biotechnologie

- n Offre de produits : médicaments exclusifs ou ayant fait l'objet d'une licence en vue du traitement de maladies humaines. Les fabricants de médicaments génériques ont été exclus
- n Modèle stratégique : cycle de vie identique ou comparable à celui de Serono (c'est-à-dire sociétés rentables)
- n Région : Europe et Amérique du Nord
- n Dimension : valeur de la transaction supérieure à USD 200 m
- n Intérêt acquis : majoritaire (c'est-à-dire acquisition d'actions dépassant 50 pour cent ou d'autres formes manifestes de contrôle)
- n Statut : uniquement les transactions conclues
- n Période : depuis janvier 2002.

La pertinence de cette méthode d'évaluation dépend largement des circonstances particulières de chaque transaction :

- n Force stratégique relative des participants à la transaction
- n Prime payée pour le contrôle de la cible
- n Nature du processus d'acquisition (par ex. enchère concurrentielle)
- n Conditions dominantes dans le secteur d'activité de la Société, dans un contexte économique plus large et sur les marchés des capitaux à l'époque de la transaction
- n Situation financière de la cible
- n Exactitude de la communication d'informations sur la transaction par les participants et par la presse financière.

À l'aide des données fournies par l'évaluation sur la base de transactions comparables, nous avons également analysé les primes payées dans le cadre de transactions publiques comparables et avons comparé celles-ci avec la prime proposée à la Famille Bertarelli ainsi qu'à tous les actionnaires de Serono.

4.3 Évaluation de Serono

Chacune des méthodes d'évaluation décrites dans le paragraphe 4.2 ci-dessus a été employée afin de déterminer une valeur théorique d'entreprise ainsi que l'Equity value de Serono.

Là où la valeur d'entreprise a été déterminée en premier lieu, ce chiffre a été ajusté en fonction de la dette nette du Groupe (« Dette nette ») de façon à identifier l'Equity value. La Dette nette a été calculée comme suit :

- n Dette financière à court et à long terme au 30 novembre 2006 ; plus
- n Valeur du marché des obligations convertibles en circulation au 30 novembre 2006 ; moins
- n Espèces et quasi-espèces au 30 novembre 2006 ; moins
- n Actifs financiers liquides à court terme au 30 novembre 2006 ; moins

n Actifs financiers liquides à long terme au 30 novembre 2006.

Les variations du cours de l'action indiquées ci-dessous ont été déterminées en fonction de l'Equity value divisée par le Nombre dilué d'actions.

4.3.1. Évaluation sur la base des flux de trésorerie actualisés

Les flux de trésorerie du Groupe avant paiements d'intérêts pour la période 2007 - 2010 ont été dérivés des Informations sur les prévisions financières de Serono. La marge EBITDA normalisée a été dérivée de l'analyse des sociétés comparables cotées en bourse.

Les hypothèses suivantes ont également été utilisées dans le cadre de l'évaluation des flux de trésorerie actualisés :

Poste	Description / Source	Valeur
Taux d'intérêt sans risque⁷	Taux effectif des obligations à 30 ans de l'État américain	4,8 %
Bêta de la Société	Bêta prévu de Serono par comparaison avec le Swiss Market Index ⁸	1,1
Prime de risque du marché⁹	Dérivée de l'analyse du rendement moyen sur le marché actions suisse et comparé avec celui des obligations suisses depuis 1926 ¹⁰	5,0 %
Structure du capital cible¹¹	Dérivée d'une analyse des sociétés comparables cotées en bourse	0 %
Marge de crédit	Basée sur la notation du Groupe par S&P, soit A-	0,7 %
Taux d'imposition à long terme	Taux d'imposition à long terme de Serono, selon la direction du Groupe	16 %

Si l'on applique les étapes de calcul schématiquement représentées au paragraphe 4.2.1., les hypothèses ci-dessus résultent en un CMPC de 10,3 pour cent.

La valeur finale actualisée (représentant 74 pour cent de la valeur d'entreprise déterminée) a été calculée selon la description figurant au paragraphe 4.2.1. ci-dessus. Le taux de croissance continue des flux de trésorerie du Groupe a été estimé à 2,5 pour cent p.a. par référence au marché cible du Groupe.

⁷ Les états financiers de Serono sont présentés en USD. Une portion significative du chiffre d'affaires annuel du Groupe est réalisé en USD ou dans des monnaies référencées sur l'USD. En outre, une portion significative des dépenses du Groupe est également effectuée en USD. Les actions de la Société sont cotées à la SWX et négociées en francs suisses. L'investisseur est donc exposé aux effets des fluctuations de change entre le franc suisse et l'USD. Un investisseur peut réduire son exposition en procédant à un refinancement en USD. En conséquence, une obligation d'État américaine à long terme a été utilisée pour la détermination du taux d'intérêt sans risque.

⁸ Source : Barra International, Francfort.

⁹ Serono a son siège en Suisse et ses actions sont négociées à la SWX. La prime de risque des valeurs du marché suisse a donc été considérée comme la plus appropriée.

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

¹¹ Dette nette en pourcentage de la valeur d'entreprise.

Une analyse de sensibilité de l'évaluation résultant de l'analyse des flux de trésorerie actualisés a également été entreprise en modifiant le CMPC et le taux de croissance continue pour le calcul de la valeur finale. Les résultats de l'analyse de sensibilité sont présentés dans l'Annexe A.

Sur la base d'un CMPC compris entre 9,8 et 10,8 pour cent et un taux de croissance continue compris entre 2,0 et 3,0 pour cent, et si l'on prend en considération la Dette nette et le Nombre dilué d'actions, l'analyse des flux de trésorerie actualisés a produit une fourchette d'évaluation comprise entre CHF 818 et 986 par action au porteur.

4.3.2. Évaluation sur la base de sociétés comparables cotées en bourse

Pour l'évaluation de Serono, des sociétés comparables cotées en bourse dans les secteurs européen et nord-américain de l'industrie pharmaceutique et de la biotechnologie ont été sélectionnées (se reporter au paragraphe 4.2.2.) et analysées sur la base de la situation du marché au 27 décembre 2006.

La valeur d'entreprise ou capitalisation boursière actuelle de chaque société a été identifiée et les multiples suivants calculés sur la base des résultats financiers prévisionnels :

n Valeur d'entreprise / EBITDA, 2006 - 2008

n Valeur d'entreprise / EBIT, 2006 - 2008

n Ratio cours-bénéfice (« RCB »), 2006 - 2008.

La médiane de ces multiples a alors été appliquée aux chiffres prévisionnels de Serono pour la période 2006 - 2008.

Les états financiers publiés les plus récents ont été employés pour déterminer la Dette nette et le nombre d'actions en circulation pour chaque société comparable. Les prévisions de marché ont été dérivées des évaluations publiées après l'annonce des résultats trimestriels ou semestriels les plus récents.

Les multiples de la transaction en cours identifiés à partir de l'analyse de sociétés comparables cotées en bourse sont présentés dans l'Annexe B.

Les multiples EBITDA médians ont été définis comme suit : 12,3 x, 11,2 x et 10,2 x pour les années 2006, 2007 et 2008, respectivement. Les multiples EBIT médians ont été définis comme suit : 16,0 x, 13,2 x et 11,9 x pour les années 2006, 2007 et 2008, respectivement. Les RCB ont été défini comme suit : 18,8 x, 17,0 x et 15,6 x pour les années 2006, 2007 et 2008, respectivement.

Sur la base de la Dette nette et du Nombre dilué d'actions, l'analyse basée sur des sociétés comparables cotées en bourse, qui applique les multiples médians pour 2006, 2007 et 2008 a produit une fourchette d'évaluation comprise entre CHF 1 062 et 1 174 par action au porteur.

Analyse du prix des actions

Le 8 novembre 2005, Serono a annoncé qu'elle a chargé Goldman Sachs d'étudier diverses alternatives stratégiques pour le Groupe. Cette annonce a déclenché des spéculations de reprise et, consécutivement, une forte augmentation du prix des actions, de CHF 860 à CHF 951, qui a ensuite culminé à CHF 1 088 le 11 janvier 2006. Le 10 avril 2006, Serono a annoncé la fin des

discussions concernant la vente du Groupe et la mise en œuvre d'une nouvelle stratégie d'acquisitions, dans le cadre de laquelle il conviendrait d'instituer un nouveau capital-actions autorisé. En conséquence, le prix de l'action a chuté de CHF 922 à CHF 828. Entre ce moment-là et l'annonce de l'achat d'actions par Merck, le prix des actions a fluctué entre CHF 828 et CHF 915, ce qui impliquait des multiples EBITDA et EBIT pour 2007 de 8,4 x - 9,4 x et de 9,6 x - 10,8 x, respectivement (Dette nette et Nombre dilué d'actions en circulation au 30 novembre 2006) (voir Annexe D). Ces multiples étaient significativement inférieurs aux multiples médians des sociétés comparables cotées en bourse. Les principales raisons avancées par la communauté des analystes sont les suivantes :

- n Forte dépendance au développement des ventes du produit-phare Rebif® qui a contribué à hauteur de 54 pour cent aux ventes de produits du Groupe en 2005
- n Potentiel de croissance limité du portefeuille de produits existant
- n Résultats décevants du portefeuille de produits en termes de développement au cours des dernières années
- n Nombre limité de produits candidats présentant un potentiel de marché significatif à un stade de développement clinique avancé
- n Risques associés à la nouvelle stratégie d'acquisitions.

Compte tenu de ces éléments de préoccupation, la fourchette d'évaluation résultant de la médiane des multiples des sociétés comparables cotées en bourse reflète, selon nous, l'extrémité supérieure d'une base d'évaluation équitable.

4.3.3. Analyse de transactions comparables

Une analyse d'évaluation a également été conduite sur la base de transactions finalisées, dans le cadre desquelles la cible était une société comparable à Serono (se reporter aux critères mentionnés dans le paragraphe 4.2.3.).

La valeur d'entreprise de chaque société cible a été identifiée et les multiples suivants ont été calculés sur la base des résultats financiers précédant immédiatement la transaction conclue, soit :

- n Valeur d'entreprise / EBITDA
- n Valeur d'entreprise / EBIT.

Les multiples de la transaction dérivés de l'analyse de transactions comparables sont présentés dans l'Annexe C.

Le multiple EBITDA médian est 13,2 x, dans une fourchette comprise entre 6,1 x et 27,9 x. Le multiple EBIT médian est 18,1 x, dans une fourchette comprise entre 7,0 x et 24,5 x.

L'amplitude de la fourchette de multiples de transaction dérivés limite la portée de l'analyse des transactions comparables. Il y a plusieurs explications à cette situation :

- n En raison de l'absence de sociétés cibles rentables dans le secteur de l'industrie pharmaceutique et de la biotechnologie, seul un petit échantillon de transactions a pu être analysé

- n Les informations financières disponibles étaient limitées pour plusieurs des transactions identifiées
- n Afin d'obtenir un échantillon de transactions aussi large que possible, nous avons analysé des transactions remontant jusqu'à 2002. La situation du marché pour la période analysée n'est pas comparable à celle d'aujourd'hui
- n Le caractère concurrentiel des conditions de soumission varie en fonction des transactions sélectionnées, entraînant une moindre comparabilité avec l'offre lancée sur Serono par Merck.

En raison de leur portée réduite, les résultats tirés de l'analyse de transactions comparables n'ont pas été pris en considération dans notre conclusion d'évaluation.

Analyse de la prime payée sur le prix de l'action

Le Prix de l'offre de CHF 1 100, égal au prix proposé pour les actions achetées directement ou indirectement à la Famille Bertarelli, comprend une prime de 28,5 pour cent par rapport au cours d'ouverture annoncé par la SWX pendant la période de transaction de 30 jours précédant l'annonce de l'achat d'actions, soit une prime de 31,4 pour cent par rapport au cours moyen d'ouverture annoncé par la SWX pendant la période de trois mois précédant l'annonce de l'achat d'actions (voir Annexe D). Les primes moyennes équivalentes observées à l'occasion d'offres publiques d'achat consignées dans notre échantillon de transactions comparables ont été évaluées à 16,1 pour cent et à 24,2 pour cent, respectivement.

5. OPINION

Sur la base de l'analyse entreprise et en fonction des considérations de l'évaluation figurant ci-dessus, une fourchette d'évaluation de CHF 902 à 1 062 par action au porteur de Serono a été déterminée. Cette fourchette est basée sur le milieu de la fourchette d'évaluation dérivée de l'analyse des flux de trésorerie actualisés, et le bas de la fourchette d'évaluation qui a été déterminée par l'analyse d'entreprises comparables cotées en bourse.

Sur la base de l'analyse des évaluations constitutives de cette Attestation d'équité, nous considérons que le Prix de l'offre est équitable et approprié du point de vue financier.

Cette Attestation d'équité a été émise le 5 janvier 2007.

Banque Sal. Oppenheim jr. & Cie. (Suisse) S.A.



Ronald Birrer
Deputy Head Investment Banking



Markus Aisslinger
Head Equity Capital Markets

ANNEXE A. ÉVALUATION DCF – ANALYSE DE SENSIBILITÉ

		Taux de croissance continue						
		1.75%	2.00%	2.25%	2.50%	2.75%	3.00%	3.25%
CMPC	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

ANNEXE B. ANALYSE DE SOCIÉTÉS COMPARABLES COTÉES EN BOURSE

Sociétés comparables cotées en bourse

Société	Monnaie	Prix de l'action 27/12/2006	Capitalisation boursière en m	Dette nette / (espèces) en m	Valeur d'entreprise en m	Valeur d'entreprise / EBITDA			Valeur d'entreprise / EBIT			Ratio cours-bénéfice		
						Déc. 06	Déc. 07	Déc. 08	Déc. 06	Déc. 07	Déc. 08	Déc. 06	Déc. 07	Déc. 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
Médiane						12,3x	11,2x	10,2x	16,0x	13,2x	11,9x	18,8x	17,0x	15,6x

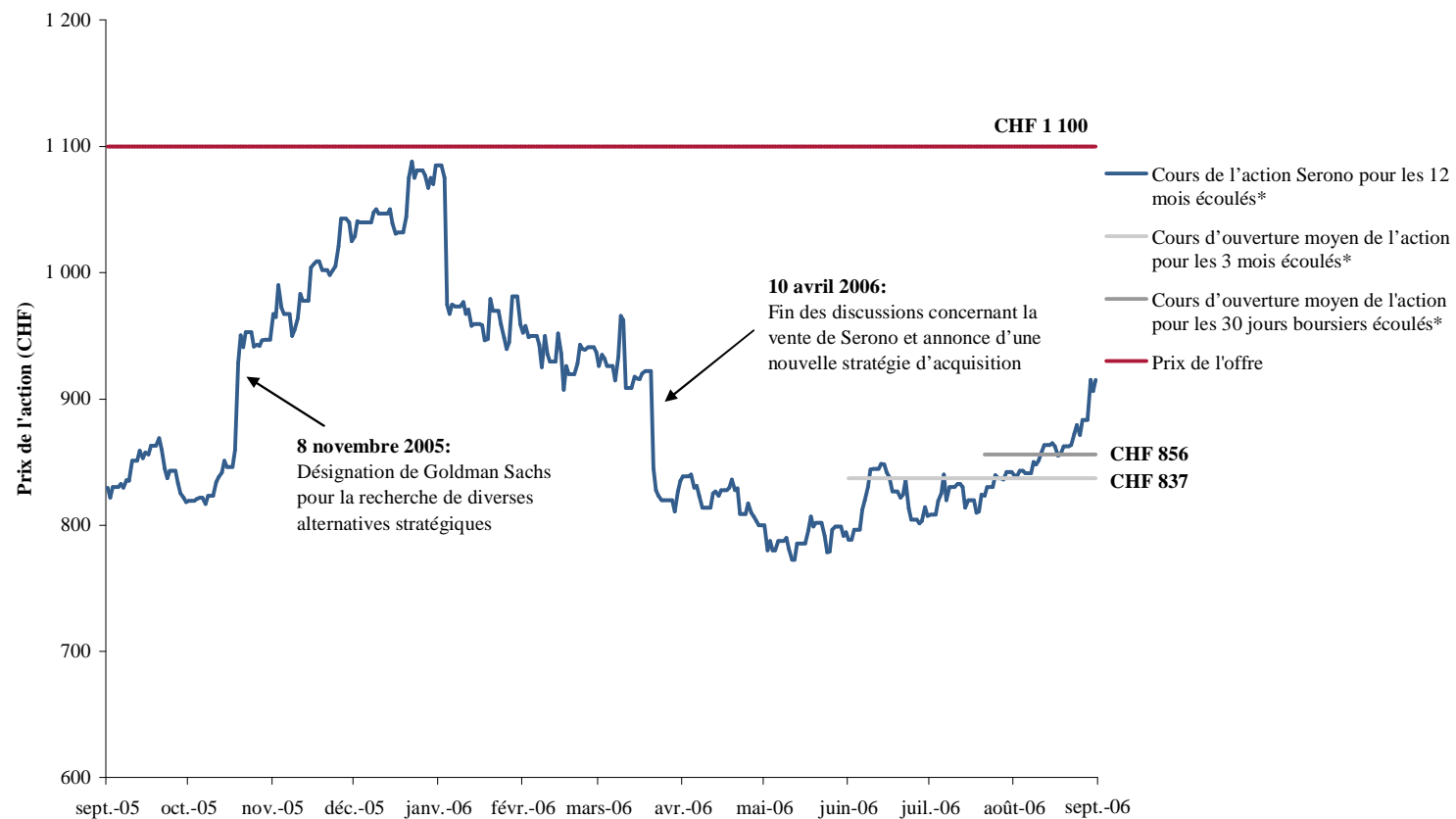
Note : Analyse fondée sur les derniers résultats financiers disponibles; exercice financier de la société ajusté en décembre, le cas échéant.

ANNEXE C. ANALYSE DE TRANSACTIONS COMPARABLES

Transactions comparables

Date de l'annonce	Cible	Acquéreur	Monnaie	Intérêt		Valeur d'entreprise implicite en m	Valeur d'entreprise en multiple de	
				Acquis %	Résultat %		EBITDA	EBIT
Nov. 06	Kos Pharmaceuticals	Abbott Laboratories	USD	100%	100%	3'187	14.6x	17.6x
Sept. 06	Altana Pharma	Nycomed Pharma	EUR	100%	100%	4'215	6.1x	7.0x
Mars 06	Schering	Bayer	EUR	94%	94%	16'793	13.2x	18.1x
Oct. 05	Chiron	Novartis	USD	58%	100%	9'541	27.9x	n/m
Août 05	Viatis	Meda	EUR	100%	100%	750	15.3x	n/a
Mars 05	Fournier Pharma	Solvay	EUR	100%	100%	1'615	n/a	11.7x
Mars 05	Nycomed Holding	Nordic Capital / Blackstone	EUR	51%	100%	1'865	11.7x	n/m
Oct. 04	Warner Chilcott	Waren Acquisition	GBP	100%	100%	1'672	21.7x	24.5x
Janv. 04	Aventis	Sanofi-Synthelabo	EUR	100%	100%	58'032	11.0x	15.8x
Déc. 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
Oct. 02	Nycomed Holding	AlpInvest / Blackstone / CSFB	EUR	100%	100%	1'158	11.5x	n/m
Juil. 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
Médiane							13.2x	18.1x

ANNEXE D. ANALYSE DU PRIX DE L'ACTION ET DE LA PRIME



* Avant la date d'annonce du 21 septembre 2006