

Unilabs SA, Genève
Fairness Opinion

« Fairness Opinion » à l'attention du Conseil d'administration de

Unilabs SA, Genève

relative à l'évaluation de l'équité financière de l'offre publique d'achat de Capiro Laboratories AB, Suède concernant toutes les actions et options de Unilabs SA se trouvant en mains du public.

Genève, le 2 octobre 2007

Table des matières

1. Introduction

- 1.1. Situation initiale
- 1.2. Etendue du mandat confié par le Conseil d'administration d'Unilabs
- 1.3. Bases d'appréciation

2. Activité d'Unilabs

- 2.1. Présentation de la société
- 2.2. Données financières

3. Evaluation d'Unilabs

- 3.1. Méthodes d'évaluation
- 3.2. Méthode du DCF ajusté pour le risque
- 3.3. Taux d'actualisation

4. Considérations sur la valeur de Unilabs

- 4.1. Généralités
- 4.2. Méthode DCF ajusté pour le risque

5. Comparaison avec des entreprises similaires

6. Evolution du cours de bourse d'Unilabs

6.1 Cours et volume de l'action Unilabs

6.2 Cours et volume de l'option Unilabs

7. Comparatif des résultats de l'évaluation de la société

8. Conclusion

9. Annexes:

- 9.1. Beta et analyse de la structure de financement
- 9.2. Calcul de sensibilité

Liste des abréviations

Beta	Risque relatif aux fonds propres
Capio	Capio Laboratories AB
CAPM	Capital Asset Price Model (modèle d'évaluation des actifs financiers)
CHF	Franc suisse
DCF	Discounted Cash Flow (flux de trésorerie actualisés)
EBIT	Earnings before interest and taxes (résultat opérationnel avant intérêts et impôts)
EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization (résultat opérationnel avant intérêts, impôts et amortissements d'actifs corporels et incorporels)
EUR	Euro
EV	Enterprise value (valeur d'entreprise opérationnelle)
LBVM	Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières
Mazars	MAZARS CORESA
SWX	Swiss Exchange (Bourse Suisse)
Unilabs	Unilabs SA, Genève et filiales
WACC	Weighted Average Cost of Capital (coût moyen pondéré du capital)
2007	Exercice clos le 31 mai 2007

1. Introduction

1.1. Situation initiale

Unilabs SA (« Unilabs » ou la « société » ou le « groupe ») est une société cotée à la bourse suisse SWX dont le siège se situe à Genève, Suisse.

Unilabs exploite des laboratoires d'analyses médicales et, dans le cadre de cette activité, fournit également des prestations de service et de conseil. Unilabs détient des participations dans des sociétés européennes actives dans le domaine des analyses médicales. Elle a par ailleurs développé un logiciel informatique de gestion de laboratoires d'analyses médicales et débuté sa commercialisation.

Le groupe Capiro, actif dans le domaine de la gestion de cliniques, a conclu un accord en date du 7 août 2007 avec les actionnaires majoritaires d'Unilabs pour le rachat de la totalité de leurs parts (actions nominatives, au porteur et options). Le rachat se monte à un total de CHF 282 millions, représentant un prix d'achat de CHF 35,75 par action nominative et de CHF 71,50 par action au porteur. Par cette opération, Capiro a acquis 50,08% des droits de vote d'Unilabs et 38,10% de son capital sous réserve de l'aval des autorités compétentes, qui a, entre temps, été accordé.

De ce fait, Capiro dépasse le seuil légal défini à l'article 32 al. 1 de la Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (LBVM) et se voit dans l'obligation de soumettre une offre publique à tous les actionnaires d'Unilabs. Capiro prévoit de lancer, début octobre 2007, une offre publique d'achat (OPA) sur le solde des actions et options. Selon l'annonce publiée le 9 août 2007 dans les journaux, l'offre de Capiro aux actionnaires publiques s'élève à CHF 28,75 par action nominative, CHF 57,50 par action au porteur et à CHF 1,75 par option.

1.2. Etendue du mandat confié par le Conseil d'administration d'Unilabs

Mazars Coresa (« Mazars ») a été chargée par le Conseil d'administration d'Unilabs par l'intermédiaire du Comité indépendant, composé de MM. Jean Buhler et Alex Hoffmann, d'établir un rapport - « Fairness opinion » - relatif à l'équité financière de l'offre publique d'achat proposée par Capiro.

Ce rapport a pour objectif de donner au Conseil d'administration et aux actionnaires d'Unilabs l'assurance que le prix d'achat offert par Capiro mentionné ci-dessus est financièrement équitable. Dans le cadre d'une « Fairness opinion », les synergies possibles découlant de la transaction ne sont pas analysées.

Ce rapport de « Fairness opinion » est établi à l'attention du 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.

Ce rapport est destiné au Conseil d'administration d'Unilabs ou à un de ses comités et il ne constitue pas une recommandation d'accepter ou de refuser l'offre d'achat de Capiro. Aussi, il ne contient pas d'appréciation sur les conséquences qui peuvent découler d'une acceptation ou d'un refus de l'offre.

Le rapport s'appuie sur des informations que nous avons supposées exactes et complètes et auxquelles nous nous sommes fiés sans les faire confirmer ou vérifier par un tiers. Nous avons considéré que les informations et les données fournies qui ont été mises à notre disposition ont été établies correctement.

1.3 Bases d'appréciation

Nous nous sommes appuyés sur les éléments figurant ci-dessous dans le cadre de nos réflexions d'évaluation et d'analyse ainsi que pour les évaluations qui en découlent :

- informations publiques sur Unilabs et ses filiales qui ont été jugées adéquates dans le cadre de nos travaux d'évaluation et d'appréciation du prix de l'offre. En font notamment partie, les rapports de révision et d'activité relatifs aux exercices comptables 2005 à 2007, de même que les rapports semestriels, communiqués de presse, rapports d'analystes, etc. ;
- les états financiers audités au 31 mai 2007;
- les budgets, consolidé et par entité, pour l'exercice comptable 2008 ainsi que le « Business Plan » pour les exercices 2009 à 2011 contenant les hypothèses plausibles de croissance et approuvés par les organes dirigeants;
- entretiens avec les membres de la Direction d'Unilabs en regard de la situation financière, des hypothèses retenues en matière de planification budgétaire, des effets de l'intégration des nouvelles acquisitions ainsi que des perspectives de croissance ;
- les analyses financières de Bank Vontobel AG et de Neue Zürcher Bank ;
- les détails des acquisitions de laboratoires réalisées par Unilabs au cours de ces deux dernières années ;
- le projet de prospectus d'offre publique d'achat de Capio ;
- recommandations de la commission des OPA concernant l'offre d'achat de Capio aux actionnaires d'Unilabs ;
- l'historique des cours boursiers et des volumes de transactions des actions et des options d'Unilabs ;
- les données financières et boursières d'une sélection de sociétés cotées qui évoluent sur le même marché (Peer Group).

Les informations et les réflexions contenues dans ce rapport ont été faites sur la base des informations disponibles à la date d'évaluation et sont ainsi sujettes à des modifications ultérieures.

Dans le cadre d'une « Fairness opinion », il n'est procédé ni à une révision au sens de la loi, ni à une Due Diligence. De ce fait, les informations fournies par Unilabs ainsi que les informations publiques ont été considérées comme complètes et exactes. Mazars Coresa se base sur ces informations, mais se dégage de la responsabilité de leur vérification indépendante.

2. Activité d'Unilabs

2.1. Présentation de la société

Unilabs fait partie des leaders européens en matière d'analyses médicales réalisées par des laboratoires spécialisés. La société a pour vocation d'offrir une gamme complète de tests destinés à différents acteurs du marché, tels que les médecins, les cliniques privées ou les hôpitaux publics. La gamme de tests proposée s'élève à plus d'un millier de types d'analyses médicales.

La structure du groupe Unilabs s'est agrandie, depuis sa création en 1987, au fil des années par acquisitions, aussi bien en Suisse qu'en Europe. La société est née de la conjonction de trois laboratoires sis à Genève, Berne et Saint-Gall. Actuellement, le groupe est présent dans six pays dont les principaux hormis la Suisse sont la France, l'Espagne et plus récemment le Portugal. Unilabs est également active en Europe de l'Est avec notamment un laboratoire à Moscou. Le groupe compte environ 1800 collaborateurs répartis dans plus de 50 laboratoires dont une vingtaine en Suisse.

Si le cœur de métier de la société demeure l'exploitation de laboratoires d'analyses médicales, la société a développé en parallèle un outil informatisé d'aide à la production (traitement des prélèvements, gestion des échantillons). A ce jour, les ventes de ce logiciel demeurent marginales et ne représentent que 1% du chiffre d'affaires total.

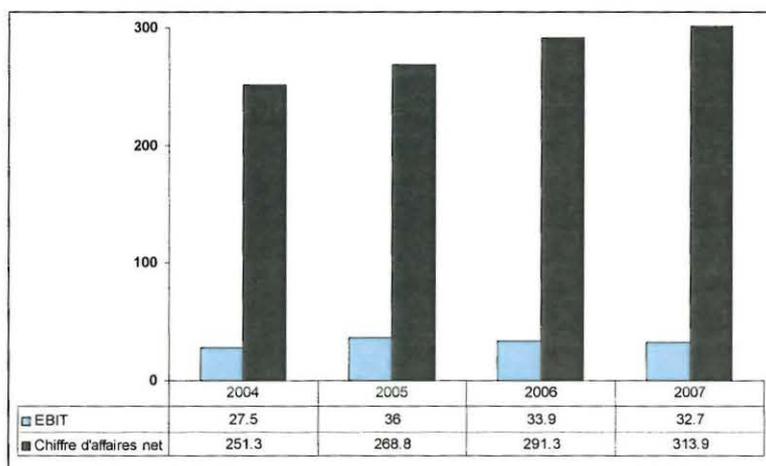
2.2. Données financières

Le groupe Unilabs a franchi le cap des CHF 300 millions de chiffre d'affaires au cours de l'exercice se terminant le 31 mai 2007 pour atteindre un montant de CHF 313 millions, affichant une progression de 7.8%. Le résultat d'exploitation (EBITDA) se monte à CHF 51,6 millions en 2007 contre CHF 45,4 millions en 2006, en augmentation de 13,7 % par rapport à l'exercice précédent.

<i>Evolution</i>	<i>31.05.2004</i>	<i>Variation</i>	<i>31.05. 2005</i>	<i>Variation</i>	<i>31.05.2006</i>	<i>Variation</i>	<i>31.05.2007</i>
	<i>(CHF mio)</i>	<i>en %</i>	<i>(CHF mio)</i>	<i>en %</i>	<i>(CHF mio)</i>	<i>en %</i>	<i>(CHF mio)</i>
Chiffre d'affaires consolidé	251.3	7 %	268.8	8.4 %	291.3	7.8 %	313.9
EBITDA	44.6	3.6 %	46.2	(1.7 %)	45.4	13.7 %	51.6
EBITA	36.4	3.6 %	37.7	2.9 %	36.6	4.1 %	38.1
EBIT	27.5	30.9 %	36.0	(5.8 %)	33.9	(3.5 %)	32.7
Bénéfice net part du groupe	11.8	55.9 %	18.4	(46.2 %)	9.9	(8.1 %)	9.1

Le tableau n°1 montre l'évolution de l'EBIT en comparaison de l'évolution du chiffre d'affaires du groupe Unilabs.

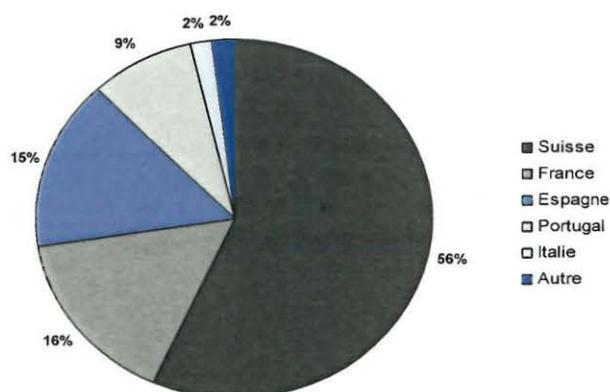
Tableau n° 1



Le groupe Unilabs génère 60% de son chiffre d'affaires sur le marché suisse, ce qui le situe en première position. Avec les laboratoires implantés en France et en Espagne, les ventes des trois principaux pays s'élèvent à près de 90% du chiffre d'affaires total. La segmentation des ventes par pays est indiquée sur le tableau n°2.

Tableau n° 2

Répartition des ventes par pays - 2006/2007



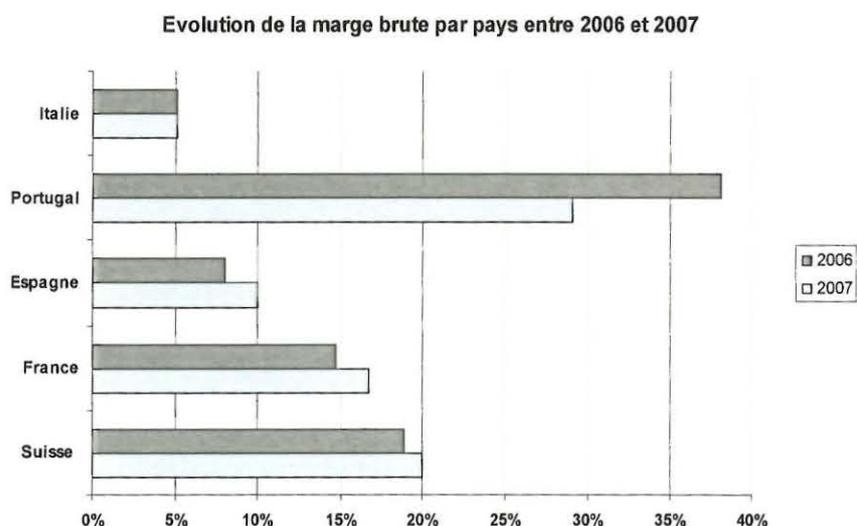
Source : Unilabs, tableau d'analyse du chiffre d'affaires consolidé, 2006-2007

Au cours des exercices comptables 2006 et 2007, la croissance organique du groupe Unilabs a été annihilée par une baisse tarifaire en Suisse de 10% au 1^{er} janvier 2006; la progression du chiffre d'affaires est essentiellement liée à l'acquisition de nouveaux laboratoires.

Les progressions les plus significatives sont dues aux nouveaux investissements effectués en Espagne (croissance organique de 20%) et au Portugal (chiffre d'affaires de CHF 20 millions en 2007). Le volume des laboratoires français progresse de CHF 47,4 millions en 2004 à CHF 49,5 millions pour 2007, représentant une croissance de 4,4%.

La marge brute globale (EBITDA) est restée stable au cours des derniers exercices et s'élève à 16,4% du chiffre d'affaires consolidé en 2007. Le tableau n°3 récapitule les marges brutes réalisées par pays au cours des exercices comptables 2006 et 2007.

Tableau n° 3



Nous relevons que les principaux marchés d'Unilabs ont connu une amélioration des marges brutes hormis le Portugal dont la marge demeure cependant élevée et sensiblement supérieure à celle des autres pays (30,2%).

3. Evaluation d'Unilabs

3.1. Méthodes d'évaluation

La détermination de la valeur des fonds propres d'Unilabs, respectivement l'appréciation de l'équité financière de l'offre de Capio, reposent sur les méthodes suivantes :

- méthode du Discounted Cash Flow (« DCF ») ajusté pour le risque;
- approche de marché basée sur la comparaison avec des entreprises cotées comparables.

La valeur des fonds propres déterminée selon la méthode du DCF constitue la principale méthode sur laquelle repose nos conclusions. Des données déterminées au moyen de l'approche de marché ont également été utilisées afin de vérifier la plausibilité des résultats de la méthode DCF.

3.2. Méthode du DCF ajusté pour le risque

Selon l'approche théorique pour l'évaluation d'investissements, la valeur d'une entreprise correspond aux flux nets de trésorerie prévisionnels destinés aux investisseurs, actualisés à un taux qui tient compte des risques et de la valeur de l'argent dans le temps.

Dans la pratique, cette valeur est estimée sur la base des cash-flows libres futurs, lesquels sont actualisés à un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital. Les cash-flows libres correspondent aux cash-flows bruts opérationnels après déduction des investissements relatifs aux actifs immobilisés et au fonds de roulement. Le coût moyen pondéré du capital est estimé sur la base du coût des fonds propres et des dettes ; l'estimation du coût des fonds propres reposant sur le modèle de marché du Capital Asset Pricing Model (« CAPM »).

Cette méthode permet de tenir compte des risques spécifiques à chaque entreprise et des incertitudes liées à la réalisation des chiffres d'affaires projetés. L'ajustement des cash flows futurs en fonction de leur probabilité de réalisation reflète la prise en considération de ces incertitudes.

Afin d'obtenir la valeur d'entreprise, nous additionnons les cash-flows libres escomptés et la valeur résiduelle. Cette dernière sous-entend une hypothèse de continuité de l'exploitation. En déduisant les fonds étrangers rémunérés ainsi que les parts des minoritaires, nous obtenons la valeur de marché des fonds propres dans une perspective de marché des capitaux.

3.3. Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation qui s'applique pour la capitalisation des cash-flows libres correspond au coût moyen pondéré du capital (« WACC »). Ce dernier se compose du coût des fonds propres et de celui de la dette, après impôts.

Le coût des fonds propres regroupe deux composantes : le taux d'intérêt hors risque et la prime de risque pour fonds propres, qui est estimée selon le modèle d'évaluation des actifs financiers (« CAPM »), selon lequel la prime de risque spécifique à une entreprise résulte de la prime de risque du marché multipliée par le « levered » beta. Le « levered » beta est une mesure du risque d'une entreprise par rapport au marché et dépend notamment de sa structure de financement.

Le coût de la dette se compose d'un taux d'intérêt hors risque et d'une prime de risque supplémentaire afin de tenir compte du fait qu'une entreprise ne peut emprunter des fonds au taux d'intérêt hors risque. En effet, les bailleurs de fonds demandent un supplément d'intérêt pour couvrir le risque inhérent à l'entreprise.

Le coût moyen pondéré du capital (WACC) pour Unilabs a été estimé à 7.04%, soit 9.16% de coût des fonds propres et 6.36% relatif au coût de la dette après impôts.

Les différents paramètres utilisés pour le calcul du WACC sont brièvement présentés ci-dessous :

a) Taux d'intérêt hors risque

Le taux d'intérêt hors risque correspond au rendement des obligations d'Etat avec une échéance à 30 ans. Les taux par pays et les risques monétaires ont été pondérés en fonction de la répartition du chiffre d'affaires 2007. Sur cette base, le taux hors risque pour Unilabs est estimé à 3.76%.

b) Prime de risque du marché

La prime de risque du marché se base sur l'écart entre le rendement des actions et des obligations suisses depuis 1926¹. Cette prime s'élève à 3.87%.

c) « Levered » Beta

Le « levered » Beta est dérivé du « unlevered » Beta et est ajusté en fonction de la structure de financement spécifique à la société analysée; il a été estimé sur la base de celui des entreprises cotées dans le domaine des analyses médicales. Le « levered » Beta retenu de 0,68 correspond au Beta moyen d'un groupe de six sociétés comparables tel qu'il ressort de l'annexe 9.1.

d) Prime pour petite capitalisation

La prime pour petite capitalisation correspond à la différence entre le rendement attendu par les investisseurs à long terme pour des petites capitalisations et le rendement empirique de ces entreprises selon le « CAPM ». La prime retenue dans notre évaluation ressort de l'étude établie par Ibbotson Associates².

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

² Source : Comparaisons d'Ibbotson Associates, 2005 Yearbook

e) Structure de financement

Sur la base de la structure de financement des entreprises cotées comparables et de l'industrie, ainsi que des discussions avec la Direction, une structure du capital à long terme avec un ratio de financement (net) de 45 % a été estimée.

Nous relevons que le ratio de financement varie sensiblement d'une entité à l'autre du Peer Group (moins de 1% pour Covance à 79% pour Eurofins Scientific) et que le ratio moyen de financement d'Unilabs et des deux entités qui lui sont les plus comparables – Quest Diagnostics et Laboratory Corp of America – s'élève à 44%.

Des informations complémentaires concernant la structure de financement des entreprises cotées comparables sont fournies en annexe.

f) Taux d'imposition

Selon les informations reçues de la Direction d'Unilabs, le taux d'imposition moyen du groupe se situe à 30%.

4. Considérations sur la valeur de Unilabs

4.1. Généralités

Croissance interne

Dans son Business Plan, Unilabs fait la distinction entre la croissance interne et la croissance externe (par acquisitions). La valorisation d'Unilabs par la méthode DCF tient compte des deux types de croissance alors que l'évaluation au moyen des données relatives à des sociétés cotées similaires n'intègre directement aucune croissance externe. La comparaison avec des sociétés ayant une croissance externe comparable permet indirectement de tenir compte de la croissance externe.

Prise en considération des acquisitions dans la méthode DCF

Au cours des deux derniers exercices comptables, Unilabs a procédé à des acquisitions de laboratoires de taille significative. Le chiffre d'affaires annuel de ces derniers a été intégré dans le Business Plan.

Unilabs est positionnée de telle sorte qu'elle pourra à l'avenir également profiter des possibilités de croissance externe dans ses marchés. C'est pourquoi, le Business Plan inclut des hypothèses d'investissement, de croissance et de profitabilité relatives aux exercices comptables 2009 à 2011 compte tenu d'un coefficient de probabilité de réalisation.

Compte tenu de la stratégie d'acquisitions dans le passé, les objectifs de croissance externe d'Unilabs sont réalistes. Dans le cadre de la valorisation par la méthode DCF, Mazars s'est assurée que le prix d'achat des acquisitions futures corresponde aux multiplicateurs constatés dans les dernières années.

4.2. Méthode DCF ajusté pour le risque

Pour l'évaluation d'Unilabs selon la méthode du DCF, les cash-flows libres futurs ont été estimés sur la base du budget 2008, du Business Plan 2009 à 2011 et de nos discussions avec la Direction. Malgré des baisses tarifaires attendues dans certains pays, la Direction table sur une croissance organique annuelle moyenne (2008 à 2011) du chiffre d'affaires de 1,35%, respectivement de 3,8% de l'EBITA.

Dans le calcul de la valeur résiduelle (à partir de 2011), nous capitalisons à l'infini le cash-flow libre durable au taux du coût pondéré moyen du capital. Dans le cadre de notre évaluation, la valeur résiduelle a été établie selon les hypothèses suivantes :

- taux de croissance de 1,5% en raison de l'augmentation de 10% du taux de la croissance organique moyenne 2008-2011, liée à la prise en considération de baisses tarifaires dans certains pays à court et moyen terme;
- marge d'EBITDA de 16,5% du chiffre d'affaires (moyenne des 3 dernières années 2005 à 2007).

Nos conclusions sur la valeur s'appuient sur l'évaluation individuelle de la société en excluant les synergies pouvant découler de la transaction entre Capio et Unilabs.

Les liquidités ont été rajoutées, les dettes portant intérêt et les parts des minoritaires déduites de la valeur actuelle des cash flows futurs ajustés en fonction du risque afin de déterminer la valeur des fonds propres.

Nous avons également procédé à des analyses de sensibilité en faisant varier différents paramètres (coût du capital, EBITDA et taux de croissance). Nous obtenons ainsi une fourchette de valeurs dans laquelle une valeur plausible de l'action devrait se trouver.

Notre évaluation, établie selon la méthode du DCF ajusté pour le risque donne une fourchette de valeurs de CHF 22 à CHF 25 par action nominative, CHF 44 à CHF 50 par action au porteur et CHF 0,40 à CHF 1.00 par option.

5. Comparaison avec des entreprises similaires

Cette approche repose sur une comparaison avec les entreprises cotées similaires, actives dans le même secteur d'activité qu'Unilabs. Dans le cadre de cette méthode, la valeur de marché des entreprises cotées comparables, estimée sur la base des cours de bourse actuels, est mise en relation avec les chiffres-clés de chaque entreprise cotée.

De cette façon, un groupe (« Peer group »), constitué de six sociétés, à savoir les principaux leaders mondiaux du marché, a servi en tant que Benchmark pour cette analyse comparative. Il s'agit d'entreprises américaines hormis une entreprise européenne et une société australienne.

Le tableau ci-dessous est tiré d'une analyse effectuée par une banque zurichoise et met en évidence deux ratios courants d'évaluation des actions - EV/EBITDA, EV/chiffre d'affaires – pour les années 2007 à 2009.

Selon le tableau n°4 ci-dessous, nous constatons que le ratio de 11,1 (EV/EBITDA) obtenu en utilisant le prix de l'offre faite aux actionnaires minoritaires est légèrement inférieur à la moyenne observée pour le groupe de 12,4, notamment en raison de l'hétérogénéité des sociétés du Peer Group (ratio EV/EBITDA variant de 9,5 à 16,4 pour l'exercice 2007) et de l'évaluation générale du marché suisse des actions par rapport aux marchés américains et européens. Nous relevons cependant que le ratio EV/EBITDA 2009 (estimé) relatif à Unilabs de 8,5 est légèrement supérieur à celui du Peer Group de 8,3 pour la même période. Par ailleurs, les ratios EV/EBITDA 2007-2009 d'Unilabs sont supérieurs aux deux sociétés Quest Diagnostics et Laboratory Corp of America, qui sont les entités du Peer Group les plus comparables à la société.

Dans le cadre de l'évaluation d'une action, les investisseurs donnent, en général, sensiblement plus d'importance au ratio de rentabilité de l'entreprise qu'à celui du chiffre d'affaires.

Tableau n°4 : Ratios d'évaluation d'entreprises comparables cotées en bourse¹ :

Société	Monnaie	Capitalisation boursière	EV/EBITDA			EV/Chiffre d'affaires
			2007	2008 (estimé)	2009 (estimé)	2007
		USD				
Quest Diagnostics	USD	10'795	10.9	9.0	4.5	2.1
Laboratory Corp of America	USD	9'221	9.5	8.5	n.a.	2.5
Covance	USD	4'358	13.8	11.1	9.1	2.7
Sonic Healthcare	AUD	4'041	11.9	10.5	9.9	2.6
Eurofins Scientific	EUR	1'348	16.4	12.2	9.7	2.4
Bio Reference Lab.	USD	356	12.0	9.5	n.a.	1.6
Moyenne		5'020	12.4	10.1	8.3	2.3
Unilabs (calculé en fonction du prix de l'offre aux actionnaires minoritaires)			11.1	8.9	8.5	1.8

¹ Source : Neue Zürcher Bank estimates, 08.08.2007

6 Evolution du cours de bourse d'Unilabs

6.1 Cours et volume de l'action Unilabs

Le cours moyen de clôture de l'action Unilabs des 30 derniers jours de cotation sur le marché SWX précédant la date de l'annonce de l'OPA s'élève à CHF 45,40 et celui des 60 derniers jours à CHF 44,40. L'offre d'achat de Capiro à CHF 57,50 se situe ainsi à 27% au-dessus du cours des 30 derniers jours, respectivement 29% de celui des 60 derniers jours. Le graphique ci-dessous présente l'évolution du cours et les volumes d'échange journalier pendant l'année précédant l'annonce de l'offre publique.

Cours et volume de l'action Unilabs



L'annonce de l'offre publique d'achat de Capiro a eu pour effet une hausse significative de 20,5% du cours de l'action. En moyenne, sur les 30 derniers jours, 21'124 actions et sur les 60 derniers jours, 19'926 actions ont été échangées par jour.

6.2 Cours et volume de l'option Unilabs

Le prix de l'option est calculé sur la base de la différence entre le cours boursier et le prix d'exercice divisée par 10, qui représente le nombre d'options nécessaires pour la conversion en une action.

L'option Unilabs s'est appréciée de 25%, passant de CHF 1,00 au 7 août 2006 à CHF 1,25 au 6 août 2007; cette augmentation est en ligne avec celle de l'action. L'étroitesse du marché des options d'Unilabs ne permet pas de conclure sur les variations y relatives.

Le prix de l'option au 7 août 2007 de CHF 1,75 correspond au dixième de la différence entre le prix offert par Capio de CHF 57,50 et le prix d'exercice de l'option de CHF 40.00.

Cours et volume de l'option Unilabs, comparé à l'action Unilabs



7. Comparatif des résultats de l'évaluation de la société

Dans la pratique, la fourchette de valeur des fonds propres déterminée selon la méthode des Discounted Cash Flows constitue la principale méthode sur laquelle repose l'appréciation de l'équité de l'offre publique d'achat aux actionnaires. Des données déterminées au moyen de l'approche de marché sont utilisées afin de vérifier la plausibilité des résultats de la méthode DCF. L'évaluation selon la méthode DCF s'avère être, dans le cadre de cette transaction, la plus appropriée, notamment en raison de l'hétérogénéité des sociétés du Peer Group et des spécificités du groupe Unilabs.

Selon nos analyses, l'intervalle de valeur varie entre CHF 22 et CHF 25 par action nominative, CHF 44 à CHF 50 par action au porteur et CHF 0.40 à CHF 1.00 par option d'Unilabs. Il en résulte que l'offre d'achat de Capiro présente une prime variant de 15% à 30% en comparaison avec la fourchette de valeurs que nous avons calculée.

Le prix offert de CHF 57,50 par action nominative se situe à 27% au-dessus du cours boursier moyen des 30 jours de courtage précédant l'annonce de l'offre d'achat, respectivement 29% de celui des 60 derniers jours.

8. Conclusion

Sur la base de nos analyses et des considérations de valeur présentées dans le présent rapport de « Fairness opinion », nous estimons que l'offre d'achat de Capiro de CHF 28.75 pour les actions nominatives, CHF 57.50 pour les actions au porteur et CHF 1,75 pour les options qui se trouvent en mains du public est équitable et appropriée du point de vue financier.

Cette « Fairness opinion » est basée sur des travaux d'analyse effectués au cours de notre mission qui s'est achevée le vendredi 21 septembre 2007.

Genève, le 2 octobre 2007

MAZARS CORESA



Jacques Fournier
Réviseur responsable



Marie-Blanche Zahno

9.1. Beta et analyse de la structure de financement

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

9.2. Calcul de sensibilité

Variation de valeur d'une action en tenant compte des changements du coût du capital (WACC) et de la croissance durable du DCF

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