

ANNEXE 2
RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT



PCB

Rapport de l'expert indépendant

14 mars 2019

Table des matières

Introduction	3
Indépendance	5
Etendue de nos travaux	7
Aperçu de PCB	10
Méthodes d'évaluation et considérations additionnelles	15
Evaluation de PCB	20
Conclusion	52
Analyse de l'évaluation réalisée par l'Offrant	55
Annexes	62



Section I

Introduction



Introduction

Cette version est une traduction de la version originale du rapport rédigé en anglais

- OCP SA, une société anonyme de droit français, dont le siège social est situé à 2 rue Galien, 93400 Saint Ouen (France) et enregistrée sous le numéro RCS Bobigny 345.277.917 (ci-après « OCP » ou l'« Offrant »), a informé le conseil d'administration de PCB SA, une société anonyme constituée de droit belge, dont le siège social est situé à Rond-Point Schuman 6/5, 1040 Bruxelles (Belgique) et enregistrée à la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro 0403.085.181 (ci-après « PCB » ou la « Société »), quant à son intention de lancer une offre publique de reprise du solde des actions flottantes de PCB (ci-après la « Transaction »)
- OCP détient (directement et indirectement) 16.205.371 actions de PCB, représentant 95,64% des actions émises. Les 739.552 actions restantes, représentant 4,36% des actions émises par PCB, sont cotées sur Euronext Brussels
- Le prix (« Prix de l'Offre ») offert par OCP s'élève à €8,4 par action
- Degroof Petercam Corporate Finance NV/SA, dont le siège social est situé à Rue Guimard 18, 1040 Bruxelles (Belgique) et enregistrée à la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro 0864.424.606 (ci-après « DPCF »), comprend que la Transaction entre dans le champ d'application des articles 4 et 6 de l'Arrêté Royal du 27 avril 2017 (tel que amendé) concernant les « offres publiques de reprise/openbare uitkoopbiedingen » (l'« Arrêté Royal »)
- Dans le cadre de cette Transaction, OCP a nommé DPCF comme expert indépendant en vue de réaliser un rapport conforme à l'article 6 de l'Arrêté Royal (ci-après le « Rapport »)
- DPCF bénéficie d'une longue expérience dans la réalisation de missions d'expert financier et a réalisé, en cette capacité, de nombreuses missions d'évaluation de sociétés et d'expertise indépendante, comme illustré en Annexe 5
- Le Rapport inclut :
 - Une déclaration d'indépendance ;
 - Une description de l'étendue des travaux réalisés ;
 - Une vue d'ensemble des ressources allouées pour la préparation de ce Rapport ainsi que la rémunération de DPCF ;
 - Une description de la Société et de la Transaction ;
 - Une évaluation de la Société, incluant une description des méthodes d'évaluation appliquées ;
 - Une analyse de l'évaluation réalisée par l'Offrant ; et
 - Les conclusions de DPCF
- Ce Rapport sera intégré au prospectus qui sera soumis à la FSMA par OCP, conformément aux articles 3 et 4 de l'Arrêté Royal



Section II

Indépendance



Indépendance de Degroof Petercam Corporate Finance

- DPCF et la Banque Degroof Petercam déclarent et garantissent être en mesure d'agir de manière indépendante par rapport à l'Offrant, à la Société et aux sociétés qui leur sont liées, ce conformément à l'article 5 de l'Arrêté Royal. En particulier, DPCF déclare qu'elle ne se trouve dans aucune des situations décrites à l'article 5 de l'Arrêté Royal
- La Banque Degroof Petercam, fondée en 1871, est une banque globale et intégrée, qui exerce des activités en matière de gestion de fortune et de gestion d'actifs, et de banque d'affaires via, entre autre, sa filiale DPCF détenue à 100%. Ainsi, elle intervient dans un grand nombre de transactions financières pour le compte de ses clients ou pour son propre compte
- Ni DPCF, ni la Banque Degroof Petercam n'ont reçu de mandat, que ce soit en matière de conseil ou d'autres prestations de services, de la part d'aucune partie relative à la Transaction, sauf pour ce qui concerne cette mission d'évaluation. En particulier, DPCF n'a pas été impliquée dans la fixation des termes de la Transaction
- Par ailleurs, ni DPCF, ni la Banque Degroof Petercam n'a d'intérêt financier dans la Transaction autre que la rémunération fixe des services que DPCF percevra pour la remise de ce Rapport
- De plus, aucun lien juridique ou capitalistique n'existe entre l'Offrant, la Société et les sociétés qui leur sont liées et une entité de la Banque Degroof Petercam, et aucun membre de la Banque Degroof Petercam n'est administrateur de l'Offrant, de la Société ou des sociétés qui leur sont liées
- Dans les deux années qui précèdent l'Annonce de la Transaction, ni DPCF ni la Banque Degroof Petercam n'ont réalisé d'autres missions pour le compte de l'Offrant, la Société ou des sociétés qui leur sont liées
- DPCF confirme avoir les compétences et l'expérience requises afin d'agir en tant qu'expert indépendant, et que sa structure et son organisation sont adaptées à l'exécution d'un tel rôle conformément à l'article 5 §4 de l'Arrêté Royal
- Il n'existe pas, ni dans le chef de DPCF, ni dans le chef de la Banque Degroof Petercam, de créance sur ou de dette envers l'Offrant, la Société ou les sociétés qui leur sont liées qui soit de nature à créer une dépendance économique

Section III

Etendue de nos travaux



Étendue de nos travaux (1/2)

- L'objectif de ce Rapport est de se conformer aux articles 4 et 6 de l'Arrêté Royal
- Pour la rédaction de ce rapport, DPCF est partie du principe, sans vérification indépendante, que les informations financières historiques, comptables, légales et fiscales relatives à la Société ou l'Offrant, selon le cas, fournies à DPCF par ou au nom de la Société ou de l'Offrant, selon le cas, à la demande de DPCF, sont à tout égard, exactes, précises et complètes. En conséquence, la responsabilité de DPCF ne pourra pas être engagée du fait du caractère erroné, imprécis ou incomplet des informations susmentionnées
- Par ailleurs, DPCF a sélectionné des informations provenant de sources externes indépendantes que DPCF estime de qualité et pertinentes pour l'évaluation des titres qui font l'objet de la Transaction (ex. études de marché, informations concernant des entreprises comparables, ratios d'évaluation d'entreprises comparables et ratios d'évaluation de transactions d'entreprises comparables). DPCF est partie du principe que les informations concernant les études de marché, les entreprises comparables, les ratios d'évaluation d'entreprises comparables et les ratios d'évaluation de transactions d'entreprises comparables, fournies par ces sources externes, sont à tout égard, exactes, précises et complètes. La responsabilité de DPCF ne pourra pas être engagée du fait du caractère erroné, imprécis ou incomplet des informations susmentionnées
- La rédaction de ce Rapport a été achevée en date du 14 mars 2019 et est basée sur les informations de marché disponibles au 30 août 2018 et aux informations fournies par la Société à la date du Rapport. Des événements ultérieurs peuvent avoir eu un impact sur la valeur estimée de la Société. DPCF n'est en aucun cas tenue d'amender ce Rapport ou de le confirmer au-delà de la date susmentionnée. Entre la date de l'évaluation (30 août 2018) et l'approbation du prospectus, DPCF n'a pas eu connaissance d'événements ou de nouvelles informations qui se sont présentés et qui auraient eu un impact significatif sur l'évaluation
- Par ailleurs, ce rapport ne peut être utilisé à d'autres fins, ou reproduit, distribué ou cité à tout moment et de n'importe quelle manière sans consentement préalable écrit, hormis dans le prospectus relatif à cette Transaction (ou comme pièce jointe de celui-ci)



Étendue de nos travaux (2/2)

- DPCF a alloué une équipe de 3 personnes pour préparer ce Rapport, composée de Alexis Meeüs, Managing Partner, CEO DPCF; Edgar Hujoel, Senior Vice President; Pietro Urso, Associate. Au besoin, l'équipe a pu s'appuyer sur des ressources additionnelles disponibles au sein de DPCF
- Selon un nouvel Arrêté Royal datant du 23 septembre 2018 par lequel l'Arrêté Royal du 27 avril 2017 concernant les offres publiques de reprise a été amendé, les offerants doivent désigner un expert indépendant sur base d'une nouvelle procédure de sélection. Dans ce cadre, OCP a suspendu notre mission afin de se conformer à cette obligation, et a confirmé notre mission sur base de cette nouvelle procédure
- Durant nos travaux réalisés entre le 21 mars 2018 et l'approbation du prospectus, nous avons réalisé les tâches suivantes:
 - ✓ Analysé en détail la Transaction et ses conditions ;
 - ✓ Analysé les documents disponibles publiquement (ex. rapports annuels, procès-verbaux des assemblées générales (extraordinaires), rapports des experts indépendants, etc.) qui concernent la performance financière historique de la Société au 31 mars 2018 ainsi que l'apport en nature de McKesson Belgium Holdings SPRL ("McKBH") d'OCP à PCB ;
 - ✓ Tenu des échanges téléphoniques et organisé des réunions avec la Société, l'Offrant et son conseiller. En particulier, nous avons interagit avec les personnes suivantes de l'Offrant et de la Société :
 - Thomas Dorschner – Head of Group M&A, McKesson Europe ;
 - Igor Kraus – M&A Manager, McKesson Europe ; et
 - Arnaud Berken – Directeur financier, PCB
 - ✓ Réalisé une analyse indépendante de l'évaluation de PCB
- DPCF confirme que les hypothèses et les méthodes utilisées dans le Rapport sont raisonnables et pertinentes
- Il n'y a aucun analyste financier qui suit la Société, et donc, il n'y a pas de rapports d'analyste disponibles
- L'Annexe 1 liste les documents que nous avons reçus de la part de l'Offrant et de son conseiller
- Conformément à la lettre de mission signée le 20 mars 2018 entre DPCF et OCP, DPCF perçoit une rémunération fixe de 200.000€ (hors TVA) pour la réalisation de ce Rapport

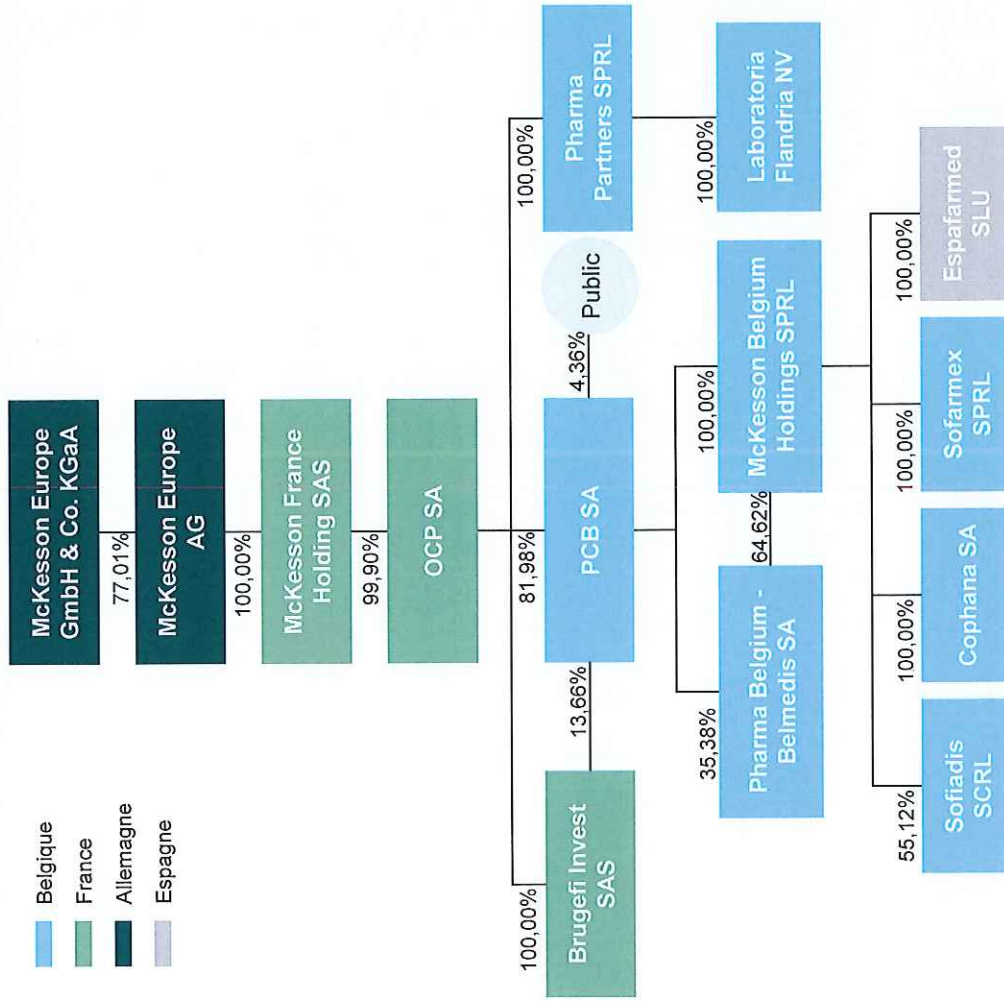
Section IV

Aperçu de PCB



Aperçu de PCB (1/4)

Structure organisationnelle



Source : Société

PCB

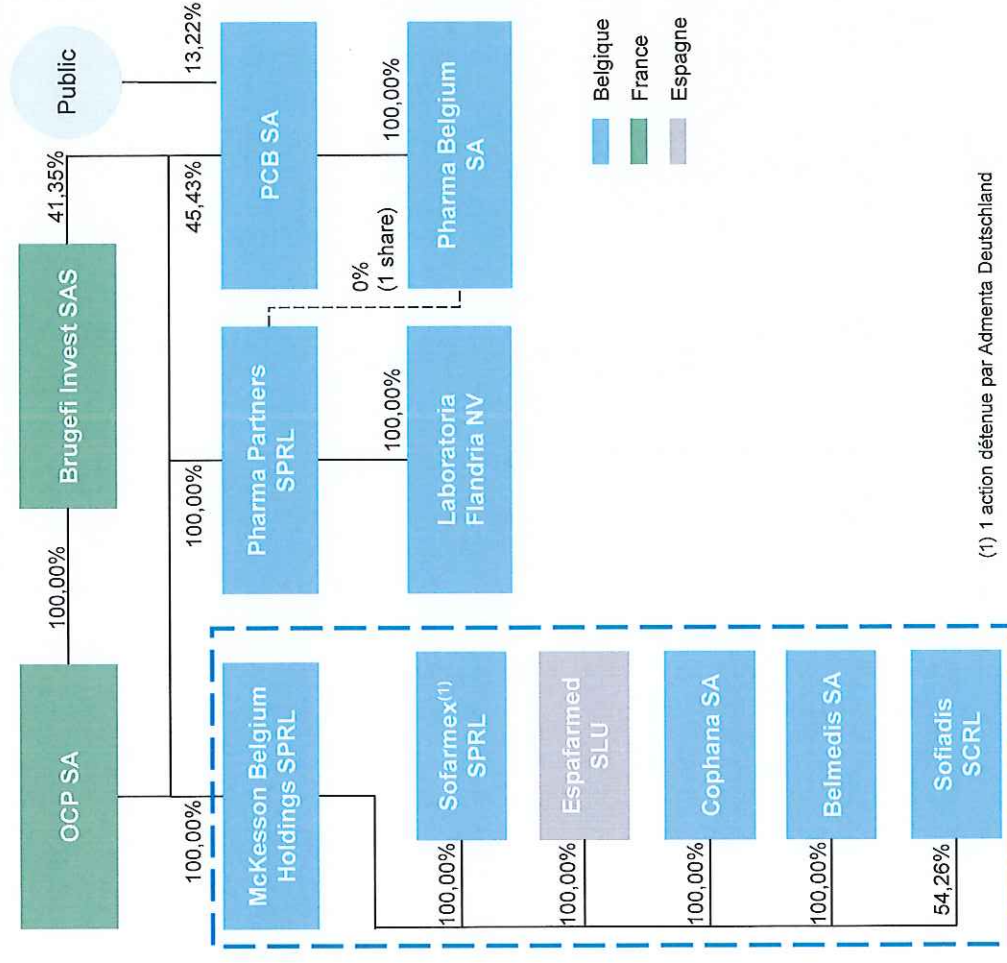
- PCB est une société cotée belge, basée à Bruxelles et est active dans la vente en gros de produits pharmaceutiques auprès de pharmacies, laboratoires et hôpitaux en Belgique, via ses filiales Pharma Belgium – Belmedis SA et McKBH
- PCB est contrôlée par McKesson Europe AG via OCP et Bruegi Invest SAS

Trois événements majeurs ont eu lieu en 2017 :

1. Le 2 mai 2017, McKBH a finalisé l'acquisition de cinq entreprises : Sofarmex SPRL, Espafarmed SLU, Cophana SA, Belmedis SA et Sofiadis SCRL
2. Le 20 octobre 2017, OCP annonce (« l'Annonce » ou « date d'Annonce ») son intention de lancer une offre publique de rachat des 4,36% d'actions publiques restantes, qui sera réalisée après l'apport en nature de McKBH par OCP à PCB
3. Le 20 décembre 2017, l'apport en nature de McKBH à PCB par OCP est approuvé par l'assemblée générale extraordinaire

Aperçu de PCB (2/4)

Structure organisationnelle - pré-apport en nature



Source : Société

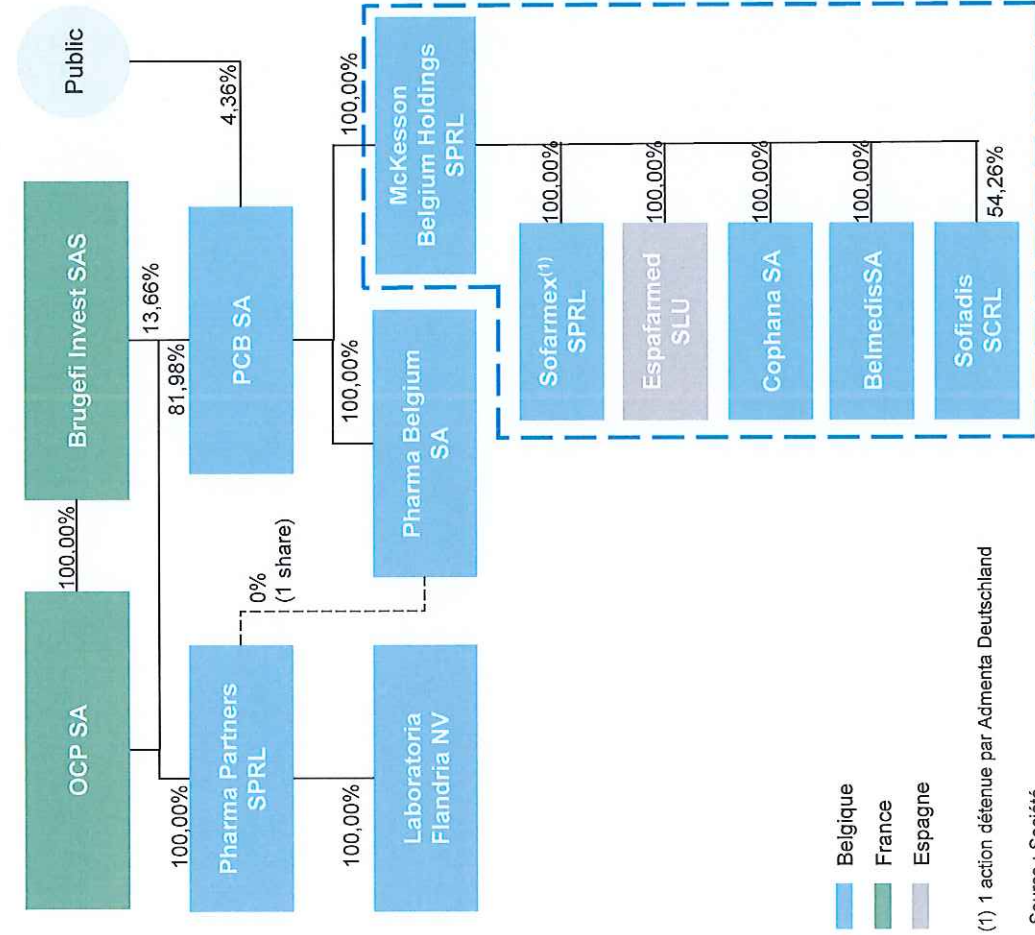
1. McKBH rachète 5 entreprises

- **McKBH** a été spécifiquement créée pour l'acquisition de cinq sociétés. L'acquisition de ces sociétés a été finalisée le 2 mai 2017
- **Sofarmex SPRL** (100,0%) : entité qui exporte principalement des produits pharmaceutiques dans l'Union Européenne. L'acquisition de Sofarmex SPRL a été réalisée par le biais d'une cession d'actifs et non d'actions
- **Espafarmed SLU** (100,0%) : agent commercial espagnol fournissant des produits espagnols
- **Cophana SA** (100,0%) : entreprise de logistique (pré-grossiste) offrant des services d'entreposage, de préparation de commandes et de livraison aux pharmaciens et aux distributeurs, ainsi que des services de facturation et de recouvrement de créances pour les laboratoires
- **Belmedis SA** (100,0%) : grossiste de produits pharmaceutiques pour les pharmacies, laboratoires et hôpitaux en Belgique. Belmedis est le deuxième plus grand grossiste en Belgique, après Febelco
- **Sofiadis SCRL** (54,3%) : groupement d'achats pour pharmaciens belges (c. 530 pharmaciens indépendants détenant une part de 45,7%). Sofiadis fournit les produits à ses membres et McKBH. McKBH organise ensuite la livraison et la logistique



Aperçu de PCB (3/4)

Structure organisationnelle - post-apport en nature



2. Annonce de squeeze-out

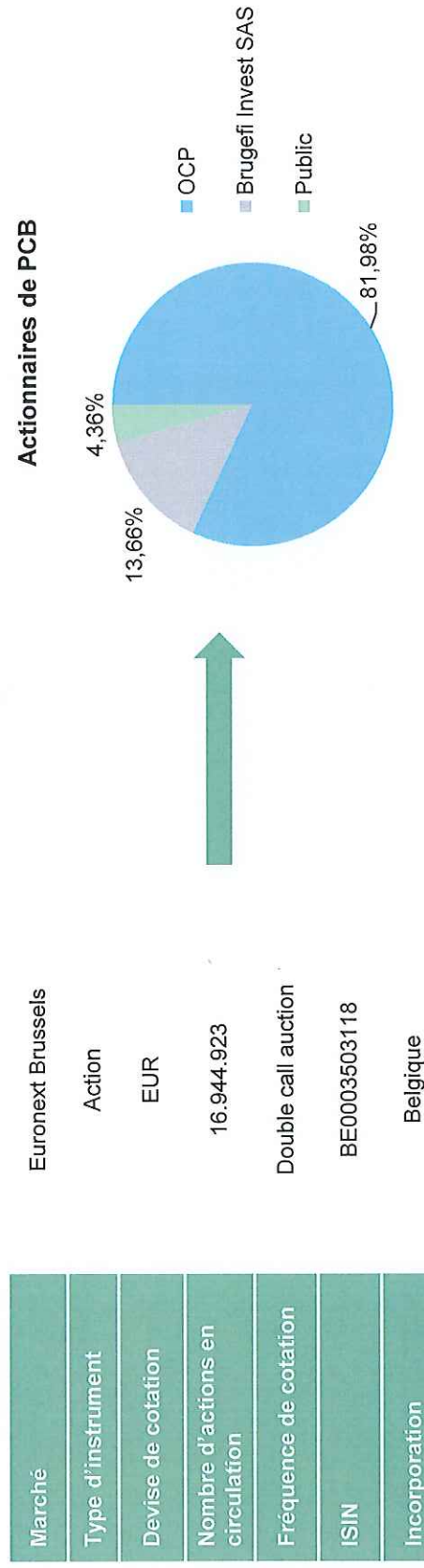
- Le 20 octobre 2017, OCP annonce son intention de lancer une offre publique de reprise des actions encore flottantes avec une fourchette de prix située entre 7€ et 9€ par action

3. Apport en nature de McKBH par OCP à PCB

- Le 20 décembre 2017, l'assemblée générale extraordinaire de PCB a approuvé l'apport en nature de 100% de McKBH par OCP à PCB
- L'apport en nature s'élève à 66,6M€, augmentant le capital de PCB via l'émission de 11.348.403 nouvelles actions ordinaires à un prix de 5,87€ par action. Ces nouvelles actions ont été attribuées à OCP en compensation de son apport en nature
- L'apport en nature résulte en une dilution du public, passant de 13,2% des parts de PCB à 4,4%

Aperçu de PCB (4/4)

Aperçu des actions PCB



Structure de gouvernance

Membres du conseil d'administration

- Brugefi Invest S.A.S., représentée par Philippe Lacroix, administrateur non exécutif ;
- OCP S.A., représentée par Hubert Olivier, administrateur non exécutif ;
- Alain Charlier, administrateur non exécutif ;
- Martine Blockx administrateur indépendant ;
- Delvero SPRL, représentée par Véronique Delens, administrateur indépendant ; et
- LP Management Services BVBA, représentée par Laurent Pieraerts, administrateur indépendant

Management

- Philippe Lacroix, directeur exécutif ; et
- Arnaud Berken, directeur financier

Sources : Euronext, Société

Section V

Méthodes d'évaluation et considérations additionnelles



Méthodes d'évaluation et considérations additionnelles (1/3) – Approche (1/2)

PERIMETRE DE L'ÉVALUATION

- L'objectif de ce Rapport est de valoriser PCB sur une base autonome et de continuité au 30 août 2018, en incluant les synergies potentielles attendues suite à la fusion des activités de PCB et de MckBH
- A la lumière de ce qui précède, nous avons reçu de PCB un Plan d'Affaires à long terme pour la période allant de FY19E à FY28E, comprenant des projections de la performance financière de PCB sur une base autonome ainsi que des projections des synergies attendues (le « Plan d'Affaires »)
- Nous avons fondé notre analyse d'évaluation sur ce Plan d'Affaires

METHODE D'ÉVALUATION PRINCIPALE

Analyse de la valeur des flux de trésorerie actualisés ou *discounted cash flow* (« DCF »)

- Nous avons choisi l'analyse DCF comme principale méthode d'évaluation de PCB, compte tenu des perspectives d'avenir de la Société et de l'absence d'autres méthodes d'évaluation appropriées pour PCB
- Nous avons valorisé et remis en question les hypothèses qui sous-tendent à la fois les projections autonomes et les projections de synergies présentées dans le Plan d'Affaires

METHODES D'ÉVALUATION SECONDAIRES

- L'analyse des sociétés comparables (« ASC ») et l'analyse des transactions comparables (« ATC ») n'ont pas été retenues comme principales méthodes d'évaluation compte tenu de :
 1. L'absence de sociétés cotées directement comparables ;
 2. La disponibilité limitée de l'information propre aux transactions de sociétés comparables ; et
 3. Le fait que les résultats d'exploitation historiques et projetés utilisés pour l'évaluation ne tiennent pas pleinement compte de l'impact des synergies potentielles qui devraient se concrétiser sur une période de cinq ans
- Par conséquent, ces méthodes sont utilisées comme points de référence



Méthodes d'évaluation et considérations additionnelles (2/3) – Approche (2/2)

AUTRES METHODES D'ÉVALUATION

- En plus des méthodes d'évaluation principales et secondaires, nous avons utilisé d'autres méthodes d'évaluation pour valoriser PCB, à savoir :
 - ✓ L'analyse du cours de l'action de PCB ; et
 - ✓ L'analyse des primes d'offres publiques de rachat
- Tout comme pour les approches de l'ASC et de l'ATC, les deux autres méthodes d'évaluation servent de points de référence pour notre méthode d'évaluation principale le DCF, principalement en raison de la liquidité limitée de l'action PCB

METHODE D'ÉVALUATION EXCLUE

Méthode de la valeur liquidative (« VL »)

- Nous n'avons pas retenu la méthode de la VL pour les raisons suivantes :
 - ✓ La méthode de la VL repose sur une approche rétrospective et est plus adaptée aux sociétés disposant essentiellement d'actifs corporels (e.g. sociétés holding et sociétés immobilières) ;
 - ✓ Cette méthode n'est pas fondée sur l'hypothèse de continuité et est donc plutôt utilisée en cas de liquidation ; et
 - ✓ Cette méthode ne capture pas les effets des synergies attendues

Méthodes d'évaluation & considérations additionnelles (3/3)

PRINCIPALE		SECONDAIRES		AUTRES CONSIDERATIONS D'ÉVALUATION	
DCF	ASC	ATC	ANALYSE DU COURS DE L'ACTION	ANALYSE DES PRIMES D'OFFRES PUBLIQUES DE RACHAT	
Calcul de la valeur actuelle des flux de trésorerie libres futurs sans effet de levier et de la valeur terminale, actualisés au taux de rendement attendu	Analyse basée sur la valeur de marché d'entreprises cotées « comparables » exerçant des activités similaires	- Analyse basée sur l'évaluation de transactions comparables - Cette méthode donne une estimation de l'évaluation dans un contexte de transaction	- Analyse du cours de l'action de la Société avant la date d'annonce par rapport à un indice de référence sur une période de 5 ans - Analyse des volumes et de la liquidité du titre - Analyse de la prime offerte	- Analyse des offres publiques de rachat volontaires ou obligatoires sur des sociétés cotées sur Euronext Brussels (hors certificats immobiliers) - Seules les offres publiques de rachat réussies et soumises par des actionnaires majoritaires sont prises en considération	
- Analyse des flux de trésorerie sur base d'un Plan d'Affaires - Cette méthode nécessite plusieurs hypothèses concernant les paramètres d'évaluation (e.g. CMPC, croissance perpétuelle, etc.)	- L'analyse des multiples est basée sur les résultats opérationnels de la Société - L'évaluation obtenue représente ce que le marché est prêt à payer pour une participation liquide	- Multiple issu de transactions comparables (pouvant refléter les changements de contrôle et les synergies potentielles) - Les multiples observés sont appliqués aux résultats opérationnels historiques de la Société		Il peut exister des différences entre différents secteurs	
- Cette méthode capture les prévisions de croissance de la Société mais il est difficile d'estimer les flux de trésorerie à moyen et long terme - Fort dépendante des hypothèses des paramètres d'évaluation (ex. croissance des ventes, évolution des coûts, etc.)	- L'évaluation est relative - N'inclut pas de primes liées au contrôle ou aux synergies potentielles - Repose sur l'hypothèse que les sociétés retenues partagent des caractéristiques financières, opérationnelles et un profil de risque similaires	- La disponibilité limitée de l'information rend une comparaison objective difficile - Difficile d'évaluer les aspects propres à une transaction, comme les synergies ou les coûts de restructuration inclus dans le prix payé			
Focus de l'évaluation de DPCF					

De la valeur d'entreprise à la valeur de l'action

Méthodes d'évaluation

1. Méthode d'évaluation principale : analyse DCF
2. Méthodes d'évaluation secondaires : l'ASC et l'ATC
3. Autres considérations d'évaluation : performance du cours de l'action et analyse des primes des offres publiques de rachat

Valeur d'entreprise

(en M€)	Mars 2018
Dettes financières	23,2
Trésorerie et équivalents	(2,0)
Dettes financières nettes	21,2

Ajustement de la dette financière nette

Créances liées au cash pooling	(37,0)
Intérêts minoritaires	2,4
Pertes fiscales reportables	(1,1)
Provisions pour (pré)pension et pour litiges, nettes de taxes	1,1
Ajustement du BFR	19,8
Ajustements totaux	(14,9)

Dettes financières nettes ajustées	6,3
---	------------

Valeur des fonds propres

Divisée par
le nombre d'actions de PCB diluées : 16.944.923

Valeur des fonds propres par action ou valeur des actions

Source : Rapport annuel PCB 2018

- Sur la base des méthodes d'évaluation susmentionnées, nous obtenons une estimation de la valeur d'entreprise (« VE ») de PCB
- En corrigeant la VE de l'endettement financier net ajusté au 31 mars 2018, on obtient la valeur des fonds propres
 - Les ajustements de la dette financière nette (« DFN ») incluent :
 - 37M€ de créances à long terme liées au cash pooling avec des entités apparentées du Groupe McKesson Europe (élément assimilable à de la trésorerie) ;
 - Intérêts minoritaires de 2,4M€ relatifs à la participation ne donnant pas le contrôle dans Sofiadis SCRL (élément assimilable à une dette) ;
 - Pertes fiscales reportables de 1,1M€ (éléments assimilables à de la trésorerie) ;
 - 1,1M€ de provisions de (pré)pension, nettes des impôts différés y afférents (éléments assimilables à une dette) ;
 - Ajustement du besoin en fonds de roulement (« BFR ») de 19,8M€ (voir p. 59 et 65)
 - En divisant la valeur des capitaux propres par le nombre d'actions diluées, on obtient la valeur des capitaux propres par action ou la valeur des actions



Section VI

Evaluation de PCB

6.1 Plan d'Affaires	21
6.2 Flux de trésorerie actualisés	31
6.3 Analyse des sociétés comparables	36
6.4 Analyse des transactions comparables	43
6.5 Considérations additionnelles d'évaluation	47



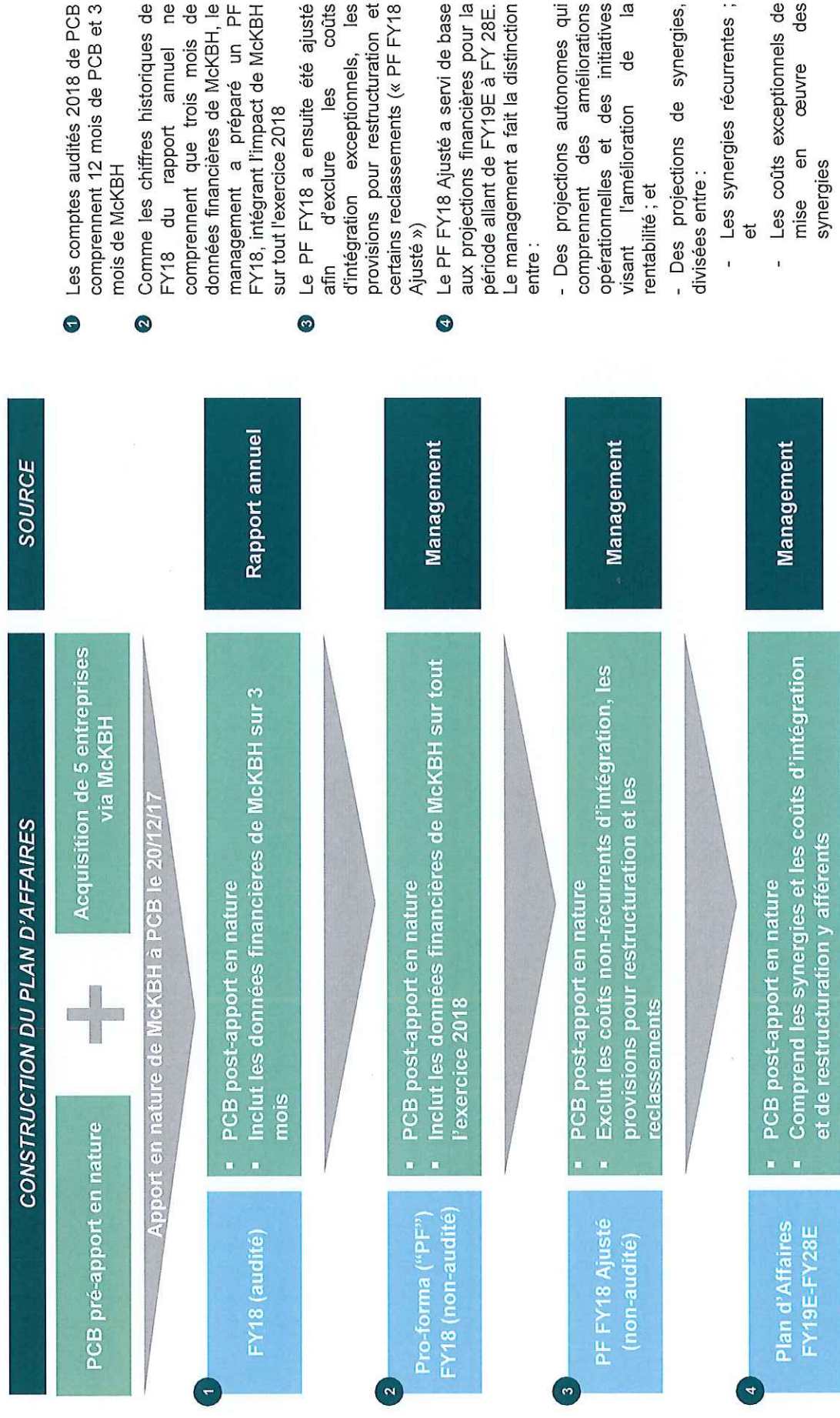
Section VI

Evaluation de PCB

6.1 Plan d'Affaires	21
6.2 Flux de trésorerie actualisés	31
6.3 Analyse des sociétés comparables	36
6.4 Analyse des transactions comparables	43
6.5 Considérations additionnelles d'évaluation	47



Plan d'Affaires (1/9) – Base de préparation



Source : Management



Plan d'Affaires (2/9) – Projections avant synergies (1/4)

Plan d'affaires (en M€)	A		B									
	Mar/18	Mar/18	Mar/19	Mar/20	Mar/21	Mar/22	Mar/23	Mar/24	Mar/25	Mar/26	Mar/27	Mar/28
	PF	PF ajusté	Estimé	Estimé	Estimé	Estimé	Estimé	Estimé	Estimé	Estimé	Estimé	Année terminale
Chiffre d'affaires	1.131,5	1.131,5	1.158,0	1.176,8	1.183,9	1.194,1	1.205,9	1.218,0	1.230,1	1.242,4	1.254,9	1.267,4
% croissance			2,3%	1,6%	0,6%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Coût des ventes et prestations	(1.060,2)	(1.062,4)	(1.085,6)	(1.102,9)	(1.108,6)	(1.117,5)	(1.127,6)	(1.138,9)	(1.150,3)	(1.161,8)	(1.173,4)	(1.185,1)
Marge brute	3	1.71,3	72,4	73,9	75,3	76,6	78,3	79,1	79,9	80,7	81,5	82,3
% chiffre d'affaires	6,3%	6,1%	6,3%	6,3%	6,4%	6,4%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Rémunérations et charges sociales	1	147,1	(40,8)	(41,0)	(42,0)	(42,6)	(42,8)	(43,2)	(43,7)	(44,1)	(44,5)	(45,0)
% chiffre d'affaires	4,2%	3,9%	3,5%	3,5%	3,5%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Autres dépenses opérationnelles	3	130,0	(25,2)	(25,8)	(25,8)	(25,9)	(25,7)	(26,0)	(26,3)	(26,5)	(26,8)	(27,0)
% chiffre d'affaires	2,7%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Autres revenus opérationnels	4	2,8	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9
EBITDA sans synergies	(3,6)	8,2	9,1	9,9	10,3	11,0	12,5	12,7	12,8	12,9	13,0	13,2
												13,3

A. PF FY18 Ajusté

- Comme expliqué précédemment, les chiffres PF FY18 fournissent une vue combinée de McKBH et PCB, comme si l'apport en nature était effectif depuis le 1 avril 2017
- Ceux-ci ont été ajustés par le management afin de tenir compte des éléments suivants :
 - Éléments exceptionnels :
 - Personnel : provisions de restructuration pour 8,7M€ ; et
 - Coûts d'intégration liés à l'apport en nature pour 3,1M€
 - Les reclassifications suivantes ont été effectuées, afin d'avoir un point de départ logique pour les projections des années futures :
 - Reclassification de 2,2M€ de la marge brute vers les autres revenus opérationnels (liée à des revenus de publicité et de ventes de données) ; et
 - Reclassification de 2,3M€ de reprise de provision pour créances douteuses, des autres revenus opérationnels vers les autres dépenses opérationnelles

B. Hypothèses

- En prenant le PF FY18 Ajusté comme point de départ, le management a projeté les chiffres financiers sur une période de 10 ans. Les 5 premières années sont basées sur les hypothèses mentionnées ci-dessous, tandis que les 5 dernières années sont basées sur une hypothèse de croissance long terme de 1,0% (cohérente avec l'hypothèse de croissance à long terme du management dans la valeur terminale) :

ÉLÉMENT FINANCIER

HYPOTHÈSES

- La croissance du chiffre d'affaires attendue sur la période FY19E - FY23E s'explique principalement par :
 - Une croissance des parts de marché de PCB, alors que le management fait l'hypothèse d'une croissance du marché de 0% ;
 - Une croissance de l'activité Lloydspharma (enseigne de pharmacies de McKesson Europe (qui n'est pas détenue par PCB), représentant c. 9% du chiffre d'affaires de PCB) supérieure à celle du marché ;
 - L'expansion de ses activités dans le segment des hôpitaux et soins à domicile, deux marchés affichant une plus forte croissance que le segment de détail ; et
 - Le développement de l'e-commerce permettant aux pharmaciens indépendants d'utiliser celui-ci pour booster leurs ventes
- A partir de FY24E, le management estime que le chiffre d'affaires devrait croître à un taux annuel de 1,0%

Croissance du chiffre d'affaires

Source : Management



Plan d'Affaires (3/9) – Projections avant synergies (2/4)

B															
Plan d'affaires (en M€)		Mar/18	Mar/18	Mar/19	Mar/20	Mar/21	Mar/22	Mar/23	Mar/24	Mar/25	Mar/26	Mar/27	Mar/28	Année terminale	
	PF	PF ajusté	Estimé	Estimé	Estimé	Estimé	Estimé	Estimé	Estimé	Estimé	Estimé	Estimé	Estimé	Estimé	
Chiffre d'affaires	1.131,5	1.131,5	1.158,0	1.176,8	1.183,9	1.194,1	1.205,9	1.218,0	1.230,1	1.242,4	1.254,9	1.267,4	1.280,1	1.280,1	
% croissance			2,3%	1,6%	0,6%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Coût des ventes et prestations	(1.060,2)	(1.062,4)	(1.085,6)	(1.102,9)	(1.108,6)	(1.117,5)	(1.127,6)	(1.138,9)	(1.150,3)	(1.161,8)	(1.173,4)	(1.185,1)	(1.197,0)	(1.197,0)	
Marge brute	71,3	69,1	72,4	73,9	75,3	76,6	78,3	79,1	79,9	80,7	81,5	82,3	83,1	83,1	
% <i>chiffre d'affaires</i>	6,3%	6,1%	6,3%	6,3%	6,4%	6,4%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	
Rémunérations et charges sociales	(47,7)	(39,0)	(40,8)	(41,0)	(42,0)	(42,6)	(42,8)	(43,2)	(43,7)	(44,1)	(44,5)	(45,0)	(45,4)	(45,4)	
% <i>chiffre d'affaires</i>	4,2%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
Autres dépenses opérationnelles	(30,0)	(24,7)	(25,2)	(25,8)	(25,8)	(25,9)	(25,7)	(26,0)	(26,3)	(26,5)	(26,8)	(27,0)	(27,3)	(27,3)	
% <i>chiffre d'affaires</i>	2,7%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	
Autres revenus opérationnels	2,8	2,8	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	
EBITDA sans synergies	(3,6)	8,2	9,1	9,9	10,3	11,0	12,5	12,7	12,8	12,9	13,0	13,2	13,3	13,3	

ÉLÉMENT FINANCIER

6

Marge brute

- La marge brute devrait passer de 6,1% en FY18 à 6,5% en FY23E grâce à plusieurs initiatives, dont notamment :
 1. L'optimisation des réductions (représentant le plus gros impact) ;
 2. Le développement d'une offre de produits sous marques propres, générant de plus grosses marges ; et
 3. Le développement de l'activité pré-grossiste de Cophana
- A partir de FY24E, le management estime que la marge brute restera à 6,5% du chiffre d'affaires

7

Frais de personnel

- Les coûts du personnel devraient croître de 4,4% en FY19E, dû à l'harmonisation des barèmes salariaux dans le secteur. En FY20E, ces coûts devraient croître de 0,5% et entre 0,6% et 2,5% annuellement sur la période FY21E-FY23E, tenant compte de :
 1. Mesures d'efficacité, améliorant la productivité, en conséquence d'investissements dans de nouveaux/meilleurs équipements, des investissements IT, etc. ; et de
 2. L'amélioration de l'efficacité des livraisons (à partir de FY21E)
- A partir de FY24E, le management estime que les coûts du personnel devraient croître à un taux annuel de 1,0%

Source : Management



Plan d'Affaires (4/9) – Projections avant synergies (3/4)

Plan d'affaires (en M€)	A		B									
	Mar18 PF	Mar18 PF ajusté	Mar19 Estimé	Mar20 Estimé	Mar21 Estimé	Mar22 Estimé	Mar23 Estimé	Mar24 Estimé	Mar25 Estimé	Mar26 Estimé	Mar27 Estimé	Mar28 Année terminale Estimé
Marge brute	71,3	69,1	72,4	73,9	75,3	76,6	78,3	79,1	79,9	80,7	81,5	82,3
% chiffre d'affaires	6,3%	6,1%	6,3%	6,3%	6,4%	6,4%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Rémunérations et charges sociales	(41,7)	(39,0)	(40,8)	(41,0)	(42,0)	(42,6)	(42,8)	(43,2)	(43,7)	(44,1)	(44,5)	(45,0)
% chiffre d'affaires	4,2%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Autres dépenses opérationnelles	(30,0)	(24,7)	(25,2)	(25,8)	(25,8)	(25,9)	(25,7)	(26,0)	(26,3)	(26,5)	(26,8)	(27,0)
% chiffre d'affaires	2,7%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Frais de bâtiment	(4,0)	(4,0)	(4,1)	(4,3)	(4,5)	(4,8)	(5,0)	(5,1)	(5,1)	(5,2)	(5,2)	(5,3)
% chiffre d'affaires	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Frais informatiques et télécommunications	(1,6)	(1,6)	(1,6)	(1,7)	(1,8)	(1,8)	(1,8)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(2,0)
% chiffre d'affaires	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Transport	(12,0)	(12,0)	(13,1)	(13,3)	(13,3)	(13,1)	(12,9)	(13,0)	(13,2)	(13,3)	(13,4)	(13,7)
% chiffre d'affaires	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Honoraires	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)
% chiffre d'affaires	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Location Flandria (1)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	-	-	-	-	-	-	-	-
% chiffre d'affaires	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Autre autre dépenses (2)	(10,7)	(5,4)	(4,7)	(5,0)	(5,1)	(5,1)	(4,9)	(4,9)	(5,0)	(5,0)	(5,1)	(5,2)
% chiffre d'affaires	0,9%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Autres revenus opérationnels	2,8	2,8	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9
EBITDA sans synergies	(3,8)	8,2	9,1	9,9	10,3	11,0	12,5	12,7	12,8	12,9	13,0	13,2
% chiffre d'affaires	(0,3%)	0,7%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
% croissance			11,3%	8,1%	4,4%	6,8%	14,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%

ÉLÉMENT FINANCIER

8

HYPOTHÈSES

- Les autres dépenses opérationnelles devraient croître à un taux de 2,2% en FY19E, de 2,5% en FY20E, et entre (0,4)% et 0,1% annuellement sur la période FY21E-FY23E, tenant compte de :
 - Mesures d'efficacité, améliorant la productivité, en conséquence d'investissements dans de nouveaux/meilleurs équipements, des investissements IT, etc. ; et de
 - L'amélioration de l'efficacité des livraisons (à partir de FY21E), générant des économies de coûts de transport
- A partir de FY24E, le management estime que les autres dépenses opérationnelles devraient croître à un taux annuel de 1,0%

Autres dépenses opérationnelles

(1) Location du "fonds de commerce" de Laboratoria Flandria NV, qui inclut les clients de Flandria ainsi que sa marque. Il a été convenu que le coût de la location annuelle ne serait pas inférieur à 0,6M€ ou supérieur à 0,8M€, et serait ensuite revu chaque année puis révisé en fonction de l'évolution de l'EBIT de PCB généré à travers la base de clients de Flandria. Dans le Plan d'Affaires, il est supposé que PCB paiera une location annuelle de 0,6M€ à la société mère de Flandria, Pharma Partners SPRL (aucune augmentation prévue). En FY21E il est supposé que PCB achètera la marque et le portefeuille de clients de Laboratoria Flandria pour un montant de 4,2M€ (inclus dans les investissements, voir p. 29)

(2) Liées à des dépenses de voyages, communications, conférences, d'audit, de conseils, de maintenances et réparations (pour des équipements logistiques), juridiques, etc.

Source : Management



Plan d'Affaires (5/9) – Projections avant synergies (4/4)

Plan d'affaires (en M€)	A		B												Année terminale	
	Mar18	Mar18 PF ajusté	Mar19	Mar20	Mar21	Mar22	Mar23	Mar24	Mar25	Mar26	Mar27	Mar28	Estimé	Estimé	Estimé	Estimé
Chiffre d'affaires	1.131,5	1.131,5	1.158,0	1.176,8	1.183,9	1.194,1	1.205,9	1.218,0	1.230,1	1.242,4	1.254,9	1.267,4	1.280,1	1.280,1	1.280,1	1.280,1
% croissance			2,3%	1,6%	0,6%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Coût des ventes et prestations	(1.060,2)	(1.062,4)	(1.085,6)	(1.102,9)	(1.108,6)	(1.117,5)	(1.127,6)	(1.138,9)	(1.150,3)	(1.161,8)	(1.173,4)	(1.185,1)	(1.197,0)	(1.197,0)	(1.197,0)	(1.197,0)
Marge brute	71,3	69,1	72,4	73,9	75,3	76,6	78,3	79,1	79,9	80,7	81,5	82,3	83,1	83,1	83,1	83,1
% chiffre d'affaires	6,3%	6,1%	6,3%	6,3%	6,4%	6,4%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Rémunérations et charges sociales	(47,7)	(39,0)	(40,8)	(41,0)	(42,0)	(42,6)	(42,8)	(43,2)	(43,7)	(44,1)	(44,5)	(45,0)	(45,4)	(45,4)	(45,4)	(45,4)
% chiffre d'affaires	4,2%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Autres dépenses opérationnelles	(30,0)	(24,7)	(25,2)	(25,8)	(25,8)	(25,9)	(25,7)	(26,0)	(26,3)	(26,5)	(26,8)	(27,0)	(27,3)	(27,3)	(27,3)	(27,3)
% chiffre d'affaires	2,7%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Autres revenus opérationnels	2,8	2,8	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9	2,9
EBITDA sans synergies	(3,6)	8,2	9,1	9,9	10,3	11,0	12,5	12,7	12,8	12,9	13,0	13,2	13,3	13,3	13,3	13,3
% chiffre d'affaires	(0,3%)	0,7%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
% croissance			11,3%	8,1%	4,4%	6,6%	14,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Amortissements et dépréciations		(4,8)	(2,9)	(2,8)	(2,7)	(2,7)	(2,7)	(3,1)	(3,0)	(2,8)	(2,6)	(2,4)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)
EBIT sans synergies		3,4	6,3	7,1	7,6	8,3	9,9	9,5	9,8	10,1	10,4	10,7	11,8	11,8	11,8	11,8
% chiffre d'affaires		0,3%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%

⑨ La marge EBITDA avant toute synergie générée par la fusion des activités de MckBH et PCB devrait passer de 0,7% du chiffre d'affaires en FY18 à 1,0% en FY28E, représentant 8,2M€ et 13,2M€ respectivement

⑩ La marge EBITDA avant toute synergie devrait passer de 0,3% du chiffre d'affaires en FY18 à 0,8% en FY28E, représentant 3,4M€ et 10,7M€ respectivement

Source : Management



Plan d'Affaires (6/9) – Projections des synergies (1/2)

► Comme indiqué précédemment, le management s'attend à ce que la fusion des activités de McKBH et PCB générera les types de synergies suivantes : - Des synergies récurrentes, obtenues grâce à l'optimisation des fonctions d'achat et une rationalisation de son réseau - Des coûts d'implémentation et de restructuration exceptionnels, liés à l'intégration de McKBH	SOURCE DE SYNERGIES		INITIATIVES		IMPACT EBITDA																															
Synergies récurrentes	1	Approvisionnement	- Harmonisation et optimisation des termes et conditions des contrats avec les fournisseurs de l'activité grossiste et d'exportation - Décote de 30% pour tenir compte du risque de réalisation de l'ensemble des synergies estimées		- Impact sur l'EBITDA attendu de 0,6M€ annuellement entre FY19E et FY23E - Pour la période FY24E-FY28E, le management suppose que les synergies d'approvisionnement augmenteront à un taux de 1,0% annuellement																															
	2	Rationalisation du réseau / Réduction des CD	- Synergies (coûts du personnel, IT et autres dépenses) obtenues grâce à la rationalisation des sites et la fermeture de 3 centres de distribution ("CD"), ce qui devrait impacter c. 78 employés - Première fermeture d'un CD planifiée en FY19E - Décote de 30% pour tenir compte du risque de réalisation de l'ensemble des synergies estimées		- Les synergies de coûts attendues sur la période FY19E-FY23E sont détaillées comme suit : <table><tr><th>(en M€)</th><th>FY19E</th><th>FY20E</th><th>FY21E</th><th>FY22E</th><th>FY23E</th></tr><tr><td>Personnel</td><td>0,8</td><td>1,7</td><td>2,5</td><td>2,7</td><td>2,7</td></tr><tr><td>IT</td><td>0,0</td><td>0,0</td><td>0,2</td><td>0,4</td><td>0,4</td></tr><tr><td>Autres dépenses</td><td>0,0</td><td>0,2</td><td>0,7</td><td>0,9</td><td>1,0</td></tr><tr><td>Total</td><td>0,8</td><td>1,8</td><td>3,4</td><td>4,0</td><td>4,1</td></tr></table> - Pour la période FY24E-FY28E, le management suppose que ces synergies de coûts augmenteront à un taux de 1,0% annuellement	(en M€)	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	Personnel	0,8	1,7	2,5	2,7	2,7	IT	0,0	0,0	0,2	0,4	0,4	Autres dépenses	0,0	0,2	0,7	0,9	1,0	Total	0,8	1,8	3,4	4,0	4,1	
(en M€)	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E																															
Personnel	0,8	1,7	2,5	2,7	2,7																															
IT	0,0	0,0	0,2	0,4	0,4																															
Autres dépenses	0,0	0,2	0,7	0,9	1,0																															
Total	0,8	1,8	3,4	4,0	4,1																															
Coûts exceptionnels d'implémentation	3	Restructuration & intégration de McKBH	Les coûts exceptionnels sont liés à l'intégration en cours de McKBH et consistent en des coûts de : - Personnel : employés dédiés au projet d'intégration ainsi que des coûts de transformation ; - IT ; - Autres dépenses : conseils & juridiques (factures de McKesson Europe (support) et coûts de rebranding après transformation du réseau), coûts de transfert de produits, de rénovation de bâtiment, frais de location supplémentaires, etc. ; et - Restructuration		Les coûts exceptionnels de restructuration et d'intégration sont détaillés comme suit : <table><tr><th>(en M€)</th><th>FY19E</th><th>FY20E</th><th>FY21E</th><th>FY22E</th></tr><tr><td>Personnel</td><td>(0,4)</td><td>(0,9)</td><td>(0,8)</td><td>(0,2)</td></tr><tr><td>IT</td><td>(0,6)</td><td>(0,9)</td><td>0,0</td><td>0,0</td></tr><tr><td>Autres dépenses</td><td>0,0</td><td>(3,7)</td><td>(0,7)</td><td>(0,2)</td></tr><tr><td>Restructuration⁽¹⁾</td><td>(1,2)</td><td>(6,9)</td><td>(0,5)</td><td>0,0</td></tr><tr><td>Total</td><td>(2,2)</td><td>(12,4)</td><td>(2,0)</td><td>(0,4)</td></tr></table>	(en M€)	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	Personnel	(0,4)	(0,9)	(0,8)	(0,2)	IT	(0,6)	(0,9)	0,0	0,0	Autres dépenses	0,0	(3,7)	(0,7)	(0,2)	Restructuration ⁽¹⁾	(1,2)	(6,9)	(0,5)	0,0	Total	(2,2)	(12,4)	(2,0)	(0,4)	
(en M€)	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E																																
Personnel	(0,4)	(0,9)	(0,8)	(0,2)																																
IT	(0,6)	(0,9)	0,0	0,0																																
Autres dépenses	0,0	(3,7)	(0,7)	(0,2)																																
Restructuration ⁽¹⁾	(1,2)	(6,9)	(0,5)	0,0																																
Total	(2,2)	(12,4)	(2,0)	(0,4)																																
					(1) Indemnités de licenciement																															

Source : Management



Plan d'Affaires (7/9) – Projections des synergies (2/2)

Plan d'affaires (en M€)	Mar18 PF	Mar18 PF ajusté	Mar19 Estimé	Mar20 Estimé	Mar21 Estimé	Mar22 Estimé	Mar23 Estimé	Mar24 Estimé	Mar25 Estimé	Mar26 Estimé	Mar27 Estimé	Mar28 Estimé	Année terminale Estimé
Impact des synergies sur l'EBITDA													
Synergies récurrentes			(0,8)	(9,9)	2,1	4,2	4,7	4,8	4,8	4,9	4,9	5,0	5,0
Synergies d'approvisionnement			1,4	2,4	4,1	4,6	4,7	4,8	4,8	4,9	4,9	5,0	5,0
Synergies de rationalisation des sites			0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
Synergies de rationalisation des sites			0,8	1,8	3,4	4,0	4,1	4,1	4,2	4,2	4,3	4,3	4,3
EBITDA ajusté avant coûts non-récurrents ①		8,2	10,5	12,3	14,4	15,6	17,3	17,4	17,6	17,8	18,0	18,1	18,3
% chiffre d'affaires		0,7%	0,9%	1,0%	1,2%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Amortissements et dépréciations liés aux invest. pour synergies			(0,4)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	-
EBIT ajusté avant coûts non-récurrents		3,4	7,3	8,5	10,6	11,8	13,5	13,2	13,6	13,9	14,3	14,6	16,8
% chiffre d'affaires		0,3%	0,6%	0,7%	0,9%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,3%
Coûts exceptionnels de restructuration et d'intégration			(2,2)	(12,4)	(2,0)	(0,4)	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA ajusté ②		8,2	8,3	(0,0)	12,4	15,1	17,3	17,4	17,6	17,8	18,0	18,1	18,3
% chiffre d'affaires		0,7%	0,7%	0,0%	1,0%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
EBIT ajusté ③		3,4	5,1	(3,9)	8,6	11,4	13,5	13,2	13,6	13,9	14,3	14,6	16,8
% chiffre d'affaires		0,3%	0,4%	(0,3%)	0,7%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,3%
EBIT normalisé ④		5,4	7,3	8,5	10,6	11,8	13,5	13,2	13,6	13,9	14,3	14,6	16,8
% chiffre d'affaires		0,5%	0,6%	0,7%	0,9%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,3%

- ① L'EBITDA ajusté avant coûts non-récurrents et incluant les synergies récurrentes devrait croître de 10,5M€ en FY19E à 18,1M€ en FY28E, représentant 0,9% et 1,4% du chiffre d'affaires respectivement
- ② L'EBITDA ajusté incluant les synergies récurrentes et les coûts de restructuration et d'intégration non-récurrents devrait croître de 8,3M€ en FY19E à 18,1M€ en FY28E, représentant 0,7% et 1,4% du chiffre d'affaires respectivement
- ③ L'EBIT ajusté incluant les synergies récurrentes et les coûts de restructuration et d'intégration non-récurrents devrait croître de 5,1M€ en FY19E à 14,6M€ en FY28E, représentant 0,4% et 1,2% du chiffre d'affaires respectivement
- ④ Dans le but d'appliquer les méthodes de l'ASC et de l'ATC mentionnées ci-dessus, nous avons normalisé l'EBIT en tenant compte de l'amortissement de 2,0M€ en FY18 lié à l'allocation du prix d'achat de McKBH. L'EBIT normalisé s'élève à 5,4M€ en FY18

Source : Management



Plan d'Affaires (8/9) - Investissements

Plan d'affaires (en M€)	Mar/18 PF	Mar/18 PF ajusté	Mar/19 Estimé	Mar/20 Estimé	Mar/21 Estimé	Mar/22 Estimé	Mar/23 Estimé	Mar/24 Estimé	Mar/25 Estimé	Mar/26 Estimé	Mar/27 Estimé	Mar/28 Estimé	Année terminale Estimé
Investissements avant implémentation des synergies A			(2,5)	(1,2)	(5,7)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)
Investissements pour implémentation des synergies B			(4,1)	(6,6)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Investissements totaux			(6,6)	(7,8)	(5,7)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)
% chiffre d'affaires			0,6%	0,7%	0,5%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%

- Les investissements peuvent être divisés comme suit :

A Des investissements avant implémentation des synergies, liés à :

- Des investissements durables, consistant en :
 - Des investissements IT : système de développement classique (nouvelles fonctionnalités ou investissements liés à des obligations légales) ;
 - Des investissements de maintenance : maintenance d'équipements dans les entrepôts ou autres maintenances ;
 - Des investissements en équipements : investissement dans des nouveaux équipements ou des équipements additionnels pour l'activité grossiste ;
 - Des investissements pour l'activité Homecare & Sofiadis : équipement pour la location aux pharmacies (ex. traitements respiratoires) & TV pour la publicité en pharmacie ; et
 - Des investissements pour Cophana : investissements classiques pour l'activité pré-grossiste
- 1,5M€ d'investissements exceptionnels en FY19E, liés au :
 - Développement d'une plateforme d'e-commerce ; et
 - Une amélioration des équipements d'un entrepôt
- L'acquisition de Laboratoria Flandria (voir note de bas de page p. 25) pour 4,2M€ en FY21E

B Des investissements exceptionnels pour l'implémentation des synergies, liés à l'intégration de McKBH et des investissements supplémentaires en IT, et en immobilier pour des activités nouvellement acquises

- Investissements nécessaires à la réalisation des bénéfices supposés dans le Plan d'Affaires



Plan d'Affaires (9/9) - Consolidé

Plan d'affaires (en M€)	Mar18	Mar19	Mar20	Mar21	Mar22	Mar23	Mar24	Mar25	Mar26	Mar27	Mar28	Année terminale
	PF	Estimé	Estimé	Estimé	Estimé	Estimé	Estimé	Estimé	Estimé	Estimé	Estimé	3
Chiffre d'affaires	1.131,5	1.158,0	1.176,8	1.183,9	1.194,1	1.205,9	1.219,0	1.230,1	1.242,4	1.254,9	1.267,4	1.280,1
% croissance		2,3%	1,6%	0,6%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Coût des ventes et prestations	(1.060,2)	(1.085,6)	(1.102,9)	(1.108,6)	(1.117,5)	(1.127,6)	(1.138,9)	(1.150,3)	(1.161,8)	(1.173,4)	(1.185,1)	(1.197,0)
Marge brute	71,3	72,4	73,9	75,3	76,6	78,3	79,1	79,9	80,7	81,5	82,3	83,1
% chiffre d'affaires	6,3%	6,3%	6,3%	6,4%	6,4%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Rémunérations et charges sociales	(47,7)	(40,8)	(41,0)	(42,0)	(42,6)	(42,8)	(43,2)	(43,7)	(44,1)	(44,5)	(45,0)	(45,4)
% chiffre d'affaires	4,2%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Autres dépenses opérationnelles	(30,0)	(25,2)	(25,8)	(25,8)	(25,9)	(25,7)	(26,0)	(26,3)	(26,5)	(26,8)	(27,0)	(27,3)
% chiffre d'affaires	2,7%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Autres revenus opérationnels	2,8	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9	2,9
EBITDA sans synergies	(3,6)	9,1	9,9	10,3	11,0	12,5	12,7	12,8	12,9	13,0	13,2	13,3
% chiffre d'affaires	(0,3%)	0,8%	0,8%	0,9%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
% croissance		11,3%	8,1%	4,4%	6,6%	14,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Amortissements et dépréciations	1	(4,8)	(2,9)	(2,7)	(2,7)	(2,7)	(3,1)	(3,0)	(2,8)	(2,6)	(2,4)	(1,5)
EBIT sans synergies		3,4	6,3	7,1	7,6	8,3	9,5	9,8	10,1	10,4	10,7	11,8
% chiffre d'affaires	0,3%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%
Impact des synergies sur l'EBITDA		(0,8)	(9,9)	2,1	4,2	4,7	4,8	4,8	4,9	4,9	5,0	5,0
Synergies récurrentes		1,4	2,4	4,1	4,6	4,7	4,8	4,8	4,9	4,9	5,0	5,0
EBITDA ajusté avant coûts non-récurrents		8,2	10,5	12,3	14,4	15,6	17,3	17,4	17,6	17,8	18,0	18,1
% chiffre d'affaires		0,7%	0,9%	1,0%	1,2%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Amortissements et dépréciations liés aux invest. pour synergies	2	(0,4)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)
EBIT ajusté avant coûts non-récurrents		3,4	7,3	8,5	10,6	11,8	13,5	13,2	13,6	13,9	14,3	14,6
% chiffre d'affaires		0,3%	0,6%	0,7%	0,9%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,3%
Coûts exceptionnels de restructuration et d'intégration		(2,2)	(12,4)	(2,0)	(0,4)	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA ajusté		8,3	(0,0)	12,4	15,1	17,3	17,4	17,6	17,8	18,0	18,1	18,3
% chiffre d'affaires		0,7%	0,0%	1,0%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
EBIT ajusté		5,1	(3,9)	8,6	11,4	13,5	13,2	13,6	13,9	14,3	14,6	16,8
% chiffre d'affaires		0,4%	(0,3%)	0,7%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,3%
EBIT normalisé		5,4	7,3	8,5	10,6	11,8	13,2	13,6	13,9	14,3	14,6	16,8
% chiffre d'affaires		0,5%	0,6%	0,7%	0,9%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,3%
Investissements avant implémentation des synergies		(2,5)	(1,2)	(5,7)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)
Investissements pour implémentation des synergies		(4,1)	(6,6)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Investissements totaux		(6,6)	(7,8)	(5,7)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)
% chiffre d'affaires		0,6%	0,7%	0,5%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%

- 1 Dépréciations et amortissements liés aux actifs fixes de PCB (s'élevant à 19,4M€ au 31 mars 2018) ainsi que les investissements réalisés sur la période du Plan d'Affaires, excluant les investissements pour l'implémentation des synergies
- 2 Dépréciation et amortissements liés aux investissements réalisés en FY19E et FY20E pour l'implémentation des synergies
- 3 Pour l'année terminale, le management a fait l'hypothèse d'une croissance annuelle de 1,0%, un taux cohérent avec son taux de croissance perpétuelle

Source : Management



Section VI

Evaluation de PCB

6.1 Plan d'Affaires	21
6.2 Flux de trésorerie actualisés	31
6.3 Analyse des sociétés comparables	36
6.4 Analyse des transactions comparables	43
6.5 Considérations additionnelles d'évaluation	47



Méthode DCF (1/2)

Procédure

Définition DCF

- La méthode DCF est une méthode d'évaluation intrinsèque, qui repose sur :
 - Les projections des Cash Flows Libres de l'Entreprise (« CFLE ») sur une période de 5 à 10 ans, calculées à partir des prévisions financières du Plan d'Affaires ; et
 - Un taux d'actualisation représentant le rendement attendu de l'actif : le coût moyen pondéré du capital (« CMPC »)

$$VE = \sum_{t=1}^N \frac{CFLE_t}{(1 + CMPC)^t} + \frac{Valeur\ terminale}{(1 + CMPC)^N}$$

Où :

- t = l'année spécifique
- N = le nombre d'années de projection du Plan d'Affaires

CFLE

- Le CFLE a été calculé comme suit :
 - EBITDA ajusté : basé sur le Plan d'Affaires préparé par le management
 - Impôts : basés sur le taux d'imposition belge de 29,58% en FY19E et de 25,00% à partir de FY20E
 - Investissements : basés sur les estimations du management telles que présentées dans la section du Plan d'Affaires
 - Le (la variation du) BFR a été estimé(e) par le management sur base de son analyse du nombre de jours en inventaire (« DSI »), du délai moyen de paiement des clients (« DSO ») et du délai moyen de règlement des fournisseurs (« DPO ») observés au cours des neuf derniers mois de FY18 et des variations prévues du niveau de ces ratios. Les changements prévus sont les suivants :
 - Amélioration du DSI grâce à la fermeture d'entrepôts en FY19E et FY20E ;
 - Amélioration du DSO grâce à l'alignement des conditions de paiement sur les conditions de McKBH qui sont meilleures ; et
 - Détérioration du DPO en raison de la décision de payer les fournisseurs plus rapidement afin d'obtenir plus de rabais

CMPC

- Le CMPC a été estimé sur la base des informations du management, de notre sélection de sociétés cotées comparables, des informations de marché et des estimations de DPCF
- Voir p. 34



Méthode DCF (2/2)

Procédure

Valeur terminale

- La valeur terminale a été estimée selon la formule de Gordon-Shapiro suivante, en supposant une croissance perpétuelle de 1,50%, conformément à notre calcul du CMPC :

$$\frac{CFLE\ terminal}{CMPC - croissance\ perpétuelle}$$

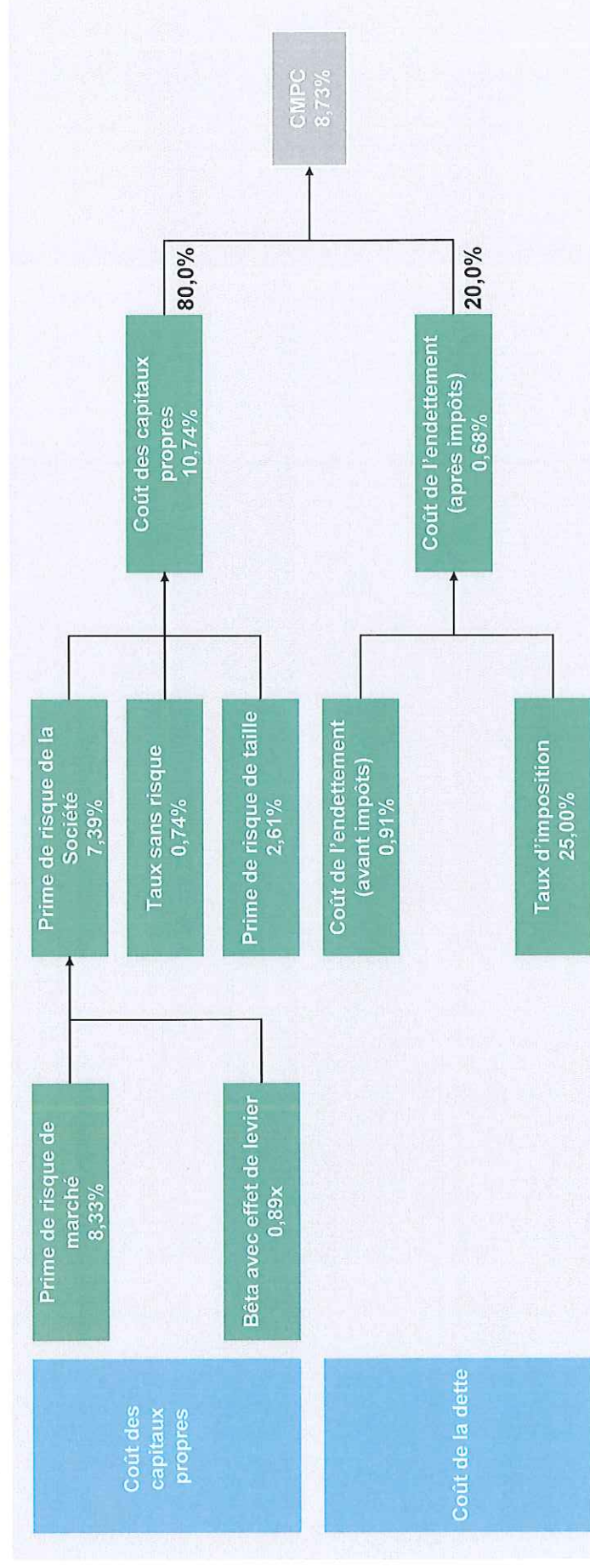
Valeur actuelle et analyse de sensibilité

- Nous avons supposé que les flux de trésorerie sont répartis uniformément sur l'année et avons en conséquence utilisé la convention de mi-année
- La méthode DCF est sensible aux hypothèses retenues. En conséquence, nous avons appliqué une analyse de sensibilité à deux paramètres importants : la valeur initiale du CMPC (+/- 0,25%) et de la croissance perpétuelle (+/- 0,25%), et en avons déduit une fourchette de valeurs



CMPC

- DPCF a actualisé les CFLE de PCB en utilisant un CMPC de 8,73% calculé comme suit au 30 août 2018 :
 - Le coût moyen pondéré des capitaux propres est basé sur la formule du modèle d'évaluation des actifs financiers (« MEDAF ») :
 - Taux sans risque de 0,74%, sur base des obligations de l'État français avec une maturité de 10 ans
 - Bêta sans effet de levier de 0,75x, sur base des bêtas de sociétés cotées comparables (même échantillon que celui utilisé pour l'ASC ci-après)
 - Prime de risque de marché de 8,33% estimée par DPCF
 - Prime de taille d'entreprise de 2,61% basée sur la recherche de Duff & Phelps
 - Le coût de la dette est basé sur le rendement à 5 ans de sociétés non-financières européennes notées BBB-
 - Structure du capital de 20 % (dette financière / valeur d'entreprise) basée sur les estimations du management et conforme à la médiane des comparables cotés (même échantillon que celui utilisé dans l'ASC ci-après)



Sources : Bloomberg, Factset, Duff & Phelps, estimations Degroof Petercam



DCF

DCF (en M€)	Mar/19 Estimé	Mar/20 Estimé	Mar/21 Estimé	Mar/22 Estimé	Mar/23 Estimé	Mar/24 Estimé	Mar/25 Estimé	Mar/26 Estimé	Mar/27 Estimé	Mar/28 Estimé	Valeur terminale Estimé
EBITDA ajusté	8,3 (3,3)	(0,0) (3,9)	12,4 (3,8)	15,1 (3,8)	17,3 (3,7)	17,4 (4,2)	17,6 (4,0)	17,8 (3,9)	18,0 (3,7)	18,1 (3,5)	18,4 (1,5)
Amortissements et dépréciations											
EBIT ajusté	5,1 (1,5)	(3,9) -	8,6 (1,2)	11,4 (2,8)	13,5 (3,4)	13,2 (3,3)	13,6 (3,4)	13,9 (3,5)	14,3 (3,6)	14,6 (3,7)	16,9 (4,2)
Taxes											
Amortissements et dépréciations	3,3	3,9	3,8	3,8	3,7	4,2	4,0	3,9	3,7	3,5	1,5
Variation en besoin de fonds de roulement	(4,1)	1,3	1,9	(0,5)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,7)	(0,7)	(0,7)
Investissements	(6,6)	(7,8)	(5,7)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)
Cash Flow Libre Entreprise	(3,9)	(6,5)	7,5	10,4	11,9	12,0	12,1	12,2	12,2	12,3	12,0
Années à actualiser	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	
Facteur d'actualisation	0,96	0,88	0,81	0,75	0,69	0,63	0,58	0,53	0,49	0,45	
Valeur actuelle du CRLE	(3,8)	(5,7)	6,0	7,7	8,1	7,6	7,0	6,5	6,0	5,6	

	Valeur des fonds propres - analyse de sensibilité						Valeur de l'action - analyse de sensibilité					
	Taux de croissance perpétuelle						Taux de croissance perpétuelle					
	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%		1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%	
CMPC	129,5	132,9	136,6	140,6	144,9	7,7%	7,6	7,8	8,1	8,3	8,5	
	118,5	121,3	124,3	127,5	131,0	8,2%	7,0	7,2	7,3	7,5	7,7	
	108,8	111,2	113,7	116,3	119,2	8,7%	6,4	6,6	6,7	6,9	7,0	
	100,4	102,3	104,4	106,7	109,1	9,2%	5,9	6,0	6,2	6,3	6,4	
	92,9	94,6	96,4	98,2	100,3	9,7%	5,5	5,6	5,7	5,8	5,9	

- La méthode de l'actualisation des cash flow libres de l'entreprise permet d'obtenir une VE estimée entre 108,6M€ et 133,8M€ avec un point médian de 120,0M€⁽¹⁾
- Après correction de la VE de l'endettement financier net ajusté, nous obtenons une valeur estimée des fonds propres de PCB comprise entre 102,3M€ et 127,5M€ avec un point médian de 113,7M€
- Après division de la valeur des capitaux propres par le nombre d'actions diluées, on obtient une valeur des capitaux propres par action estimée entre 6,0€ et 7,5€ avec un point médian de 6,7€

Sources : Bloomberg, Factset (30/08/2018), Duff & Phelps, DPCF estimates

(1) La date d'évaluation est le 30 août 2018. Si la valeur de la Société avait été calculée au 21 février 2019, le WACC aurait atteint 8,9%. L'impact combiné du changement de WACC et de date d'actualisation n'affecterait pas nos conclusions (p. 54).



Section VI

Evaluation de PCB

6.1 Plan d'Affaires	21
6.2 Flux de trésorerie actualisés	31
6.3 Analyse des sociétés comparables	36
6.4 Analyse des transactions comparables	43
6.5 Considérations additionnelles d'évaluation	47



ASC (1/6) - Approche

Procédure de sélection

- Nous avons sélectionné un échantillon de 8 sociétés comparables cotées en nous concentrant sur des sociétés comparables (mondiales) qui sont :
 - Suivi par au moins 4 analystes financiers (sauf Profarma Distribuidora et Selcuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.S. pour lesquelles nous n'avons trouvé qu'un et deux analystes respectivement) ; et qui
 - Se concentrent principalement sur l'activité de la vente en gros de produits pharmaceutiques (plutôt que sur la pharmacie de détail)
- Nous avons exclu un certain nombre de sociétés dont la composition des activités est différente et/ou qui présentaient des valeurs extrêmes de certains indicateurs de performance ou pour lesquelles nous ne disposions pas ou peu d'informations ou de prévisions
- Bien que les sociétés sélectionnées présentent certaines similitudes avec PCB, il convient de souligner que ces sociétés ne sont pas totalement comparables à PCB, notamment en raison de différences géographiques, de taille, de maturité, de marge opérationnelle, de structure financière et/ou d'activités commerciales
- Sur la base du cours de bourse de ces sociétés au 30 août 2018, nous avons calculé leur capitalisation boursière et, par la suite, leur VE en y ajoutant leur dette financière nette disponible à la date la plus récente, que nous avons ajustée en tenant compte :
 - Des intérêts minoritaires ;
 - Des actions privilégiées ;
 - Des provisions pour pensions et soins de santé ;
 - D'autres éléments assimilables à de la dette ;
 - Des participations dans des entreprises associées et autres actifs non-opérationnels ; et
 - D'événements ultérieurs annoncés (rachat d'actions propres, paiement de dividendes, etc.)
- Nous avons estimé les multiples boursiers sur base des estimations de l'EBITDA et de l'EBIT de FY18E, FY19E et FY20E fournies par les analystes financiers



ASC (2/6) - Entreprises comparables cotées (1/2)

Entreprise	Pays	Description des activités	Employés	Ventes 2017A (M€)	EBITDA 2017A (M€)	Cap. boursière (M€)	DFN ⁽¹⁾ ajust.
 AmerisourceBergen		AmerisourceBergen Corporation fournit des produits pharmaceutiques et des solutions améliorant l'accès aux soins de santé. Le segment de la distribution pharmaceutique distribue une offre complète de produits pharmaceutiques de marque et génériques, de produits de soins de santé en vente libre et de nombreux autres produits de soins aux hôpitaux, pharmacies de détail et autres clients	20.000	134.543	1.945	16.715	1.938
		Australian Pharmaceutical Industries Ltd. est active dans le commerce de gros, la livraison de produits, les services de vente au détail, les programmes de marketing et les services de conseil aux entreprises. Le segment principal concerne la distribution de produits pharmaceutiques, médicaux, de santé et de beauté aux pharmacies	5.105	2.544	75	575	53
		Cardinal Health, Inc. est une société de services de soins de santé fournissant des produits pharmaceutiques et médicaux. Elle distribue des produits pharmaceutiques, des produits médicaux en vente libre et des produits de consommation de marque et génériques aux États-Unis. Elle fournit également des services aux entreprises de soins de santé liés au développement, la commercialisation et la distribution de produits pharmaceutiques spécialisés	50.200	114.450	2.615	13.895	4.996
		McKesson Corp. fournit des solutions de gestion de la chaîne d'approvisionnement, et est également active dans le secteur de la pharmacie de détail. Le segment de la distribution fournit dans le monde entier des médicaments pharmaceutiques de marque, génériques et en vente libre, ainsi que d'autres produits liés aux soins de santé	78.000	176.654	3.630	22.274	4.668

(1) DFN : Dette financière nette ajustée

Sources : Factset 30/08/2018, sites des sociétés



ASC (3/6) - Entreprises comparables cotées (2/2)

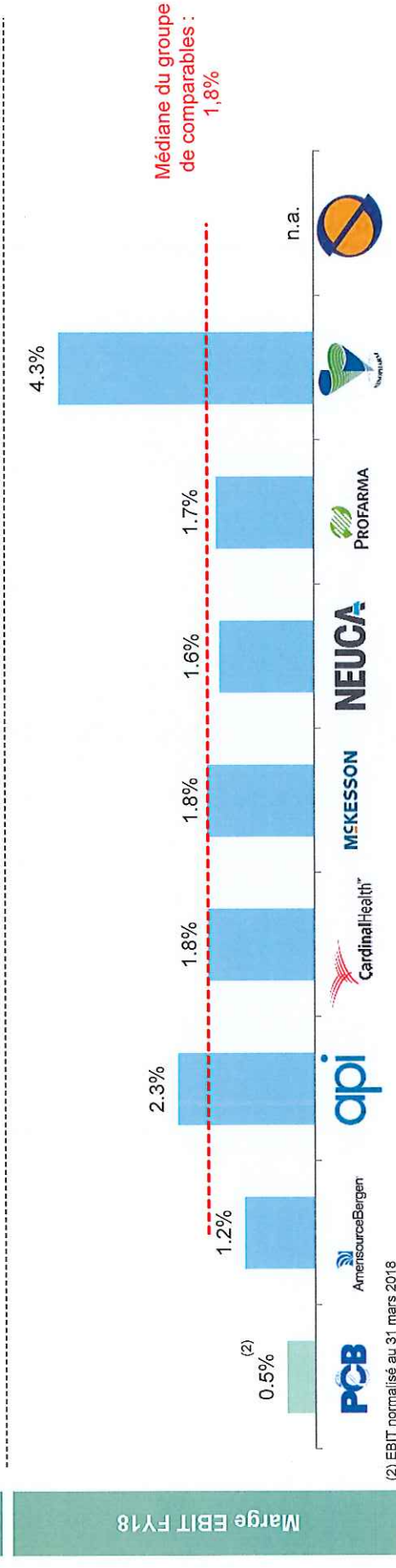
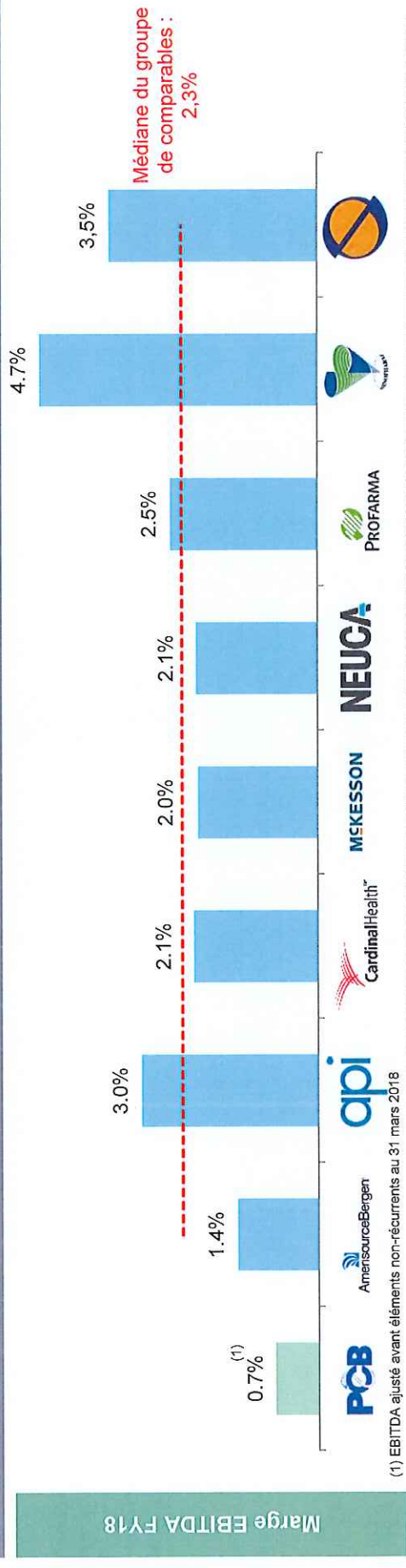
Entreprise	Pays	Description des activités	Employés	Ventes 2017A (M€)	EBITDA 2017A (M€)	Cap. boursière (M€)	DFN ajust.
		Neuca SA distribue et vend des produits pharmaceutiques. Le segment de la vente en gros fournit des produits médicaux aux pharmacies et représente son principal domaine d'activité. Le segment des marques propres comprend la production et l'enregistrement de produits pharmaceutiques	4.056	1.743	37	277	60
		Profarma Distribuidora de Produtos Farmaceuticos SA est active dans la vente en gros pour les pharmacies et fournit des médicaments ainsi que des produits de soins de santé et de beauté. Le segment de la vente en gros représente son activité principale	7.700	n.a.	n.a.	117	57
		Sinopharm Group Co., Ltd. est active dans la vente en gros de produits pharmaceutiques et de soins de santé en Chine. Le segment de la distribution de produits pharmaceutiques, qui représente son activité principale, fournit des services de distribution, de logistique et d'autres services à valeur ajoutée aux fabricants nationaux et internationaux de produits pharmaceutiques et de soins de santé ainsi qu'à d'autres types fournisseurs	61.694	37.656	1.755	11.572	5.970
		Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi AS est active dans la distribution et le stockage de produits pharmaceutiques. Elle fournit des services d'approvisionnement et d'entreposage de médicaments, de cosmétiques et de produits de soins personnels aux pharmacies et aux hôpitaux	11.856	1.358	42	249	274

Source : Factset 30/08/2018, sites des sociétés



ASC (4/6) – Benchmarking opérationnel

Benchmarking opérationnel de PCB avec ses comparables



► Notre décision de ne pas utiliser la méthode de l'ASC comme méthode d'évaluation principale est, entre autres, justifiée par la rentabilité inférieure de PCB par rapport à ses comparables

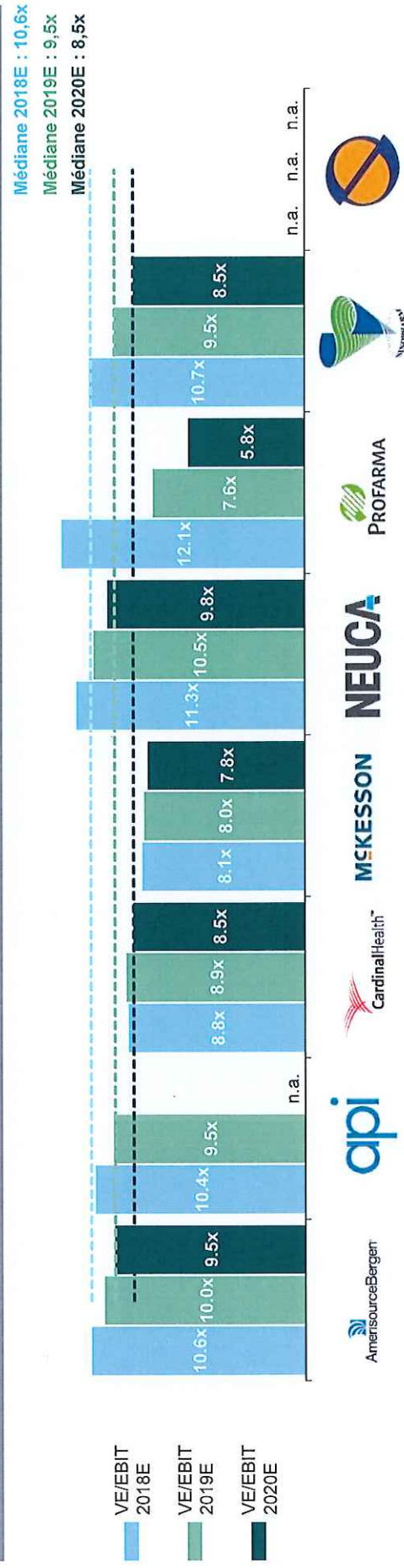
Sources : Factset 30/08/2018, sites des sociétés

ASC (5/6) – VE/EBIT(DA) multiples

VE/EBITDA multiples



VE/EBIT multiples



Sources : Factset 30/08/2018, sites des sociétés

ASC (6/6) - Conclusion

(En M€)	2018E			2019E			2020E		
	P25	Médiane	P75	P25	Médiane	P75	P25	Médiane	P75
Données financières clés de PCB									
EBITDA ajusté avant éléments non-récurrents	8,2	8,2	8,2	10,5	10,5	10,5	12,3	12,3	12,3
EBIT normalisé	5,4	5,4	5,4	7,3	7,3	7,3	8,5	8,5	8,5
Multiples									
VE/EBITDA	9,0x	8,5x	7,9x	8,3x	7,6x	7,2x	7,6x	7,5x	7,2x
VE/EBIT	11,0x	10,6x	9,6x	9,8x	9,5x	8,4x	9,3x	8,5x	8,0x
Valeur d'entreprise - VE/EBITDA	73,7	69,6	65,1	87,1	79,7	76,3	94,1	92,1	88,8
Valeur d'entreprise - VE/EBIT	59,8	57,7	52,0	71,0	68,8	61,4	78,4	72,2	67,7
Dette financière nette ajustée	(6,3)	(6,3)	(6,3)	(6,3)	(6,3)	(6,3)	(6,3)	(6,3)	(6,3)
Valeur des fonds propres - VE/EBITDA	67,4	63,3	58,8	80,8	73,4	70,0	87,8	85,8	82,5
Valeur des fonds propres - VE/EBIT	53,5	51,4	45,7	64,7	62,5	55,1	72,1	65,9	61,4
Nombre d'actions diluées (M)	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9
Valeur des fonds propres par action (€) - VE/EBITDA	4,0	3,7	3,5	4,8	4,3	4,1	5,2	5,1	4,9
Valeur des fonds propres par action (€) - VE/EBIT	3,2	3,0	2,7	3,8	3,7	3,2	4,3	3,9	3,6
Valeur des fonds propres par action (€) - VE/EBITDA - après décote de taille	3,4	3,2	2,9	4,1	3,7	3,5	4,4	4,3	4,1
Valeur des fonds propres par action (€) - VE/EBIT - après décote de taille	2,7	2,6	2,3	3,2	3,1	2,8	3,6	3,3	3,1

- Afin de tenir compte de la différence de taille entre PCB et certains des comparables sélectionnés, nous avons appliqué une décote de taille de 15%. Cette décote est dérivée de :
 - La décote implicite observée sur la valeur des fonds propres obtenue par la méthode DCF en incluant et en excluant la prime de risque de taille dans le CMPC, en considérant seulement la moitié de la décote implicite, étant donné que seulement la moitié de l'échantillon de sociétés comparables a une taille significativement supérieure à PCB ; et
 - La décote observée dans l'ASC entre les sociétés comparables à forte et moyenne capitalisation
- Nous avons retenu l'exercice FY20E afin de capturer (une grande) partie des synergies attendues. Nous n'avons toutefois pas retenu l'exercice FY21E car nous n'avons pas trouvé suffisamment de prévisions d'analystes financiers pour les sociétés comparables sélectionnées. Comme présenté à la page 19, nous obtenons la valeur des fonds propres par action en ajustant la VE avec l'endettement financier net ajusté et le nombre d'actions diluées :
 - La méthode des multiples VE/EBITDA pour l'exercice FY20E donne une valeur estimée des fonds propres par action comprise entre 4,1€ et 4,4€ avec un point médian de 4,3€
 - La méthode des multiples VE/EBIT pour l'exercice FY20E donne une valeur estimée des fonds propres par action comprise entre 3,1€ et 3,6€ avec un point médian de 3,3€
- Comme nous l'avons déjà dit, nous ne retenons pas la méthode de l'ASC comme méthode principale en raison de l'absence de sociétés cotées directement comparables à PCB en termes d'activités, de présence géographique, de taille, de performance financière et de maturité, ainsi que du fait que les données financières de l'exercice FY20E ne capturent pas l'ensemble des synergies potentielles, et nous utilisons donc les multiples VE/EBIT (DA) pour notre analyse DCF uniquement comme point de référence

Sources : Factset 30/08/2018, sites des sociétés

Section VI

Evaluation de PCB

6.1 Plan d'Affaires	21
6.2 Flux de trésorerie actualisés	31
6.3 Analyse des sociétés comparables	36
6.4 Analyse des transactions comparables	43
6.5 Considérations additionnelles d'évaluation	47



ATC (1/3) - Approche

Procédure de sélection

- Nous avons analysé un large échantillon de transactions dans le secteur de la vente en gros et la distribution de produits pharmaceutiques et sélectionné celles impliquant des sociétés cibles qui se concentrent essentiellement sur la vente en gros de produits pharmaceutiques
- Nous avons identifié 10 transactions depuis 2013 pour lesquelles suffisamment d'informations financières étaient disponibles pour déterminer les multiples d'évaluation (sur la base des derniers chiffres financiers historiques au moment de la transaction). L'échantillon est plutôt limité car les informations sur ce type de transactions sont généralement plus difficiles à obtenir car elles ne sont souvent pas rendues publiques
- En outre, il convient de souligner que la plupart des multiples de transaction ne sont pas directement applicables à PCB car ils pourraient être influencés par une série de facteurs tels que :
 - Une prime de contrôle potentielle, si la transaction implique une participation de contrôle ;
 - La performance financière, le profil de risque et la croissance de la cible ;
 - Les caractéristiques commerciales de la cible, telles que son activité commerciale, sa gamme de produits et services, sa présence géographique, etc ;
 - Les synergies potentielles (partiellement) incluses dans le prix payé par l'acquéreur ; et
 - Le calendrier de l'opération
- Par conséquent, les multiples de transactions figurant dans le présent Rapport sont utilisés comme point de référence plutôt que comme méthode d'évaluation principale
- Les VE sont calculées pour 100,0% de la société acquise. Lorsque l'information financière est fournie dans une devise autre que l'euro, elle a été convertie en euros au taux de change en vigueur à la date d'Annonce
- Dans le cadre de cette évaluation, nous n'avons pas ajusté les multiples pour tenir compte d'une éventuelle prime de contrôle qui pourrait être incluse dans le prix payé, pour les raisons suivantes :
 - Nous n'observons aucune prime payée pour les transactions comparables impliquant une société cotée que nous avons sélectionnées, à l'exception de Celesio, pour laquelle la prime était relativement faible (2%) ; et
 - Nous n'observons pas de différence significative entre le niveau des multiples boursiers et celui des multiples de transaction



ATC (2/3) - Aperçu

Aperçu des transactions récentes									
Date d'annonc.	Offrant	Cible	Pays de la cible	Description de la cible	VE ⁽¹⁾ (€m)	Part. %	VE / Ventes	VE / EBITDA	VE / EBIT
21/12/2017	Dr. Max Lekama	A&D Pharma		Société basée en Roumanie, active dans le commerce de gros et de détail dans le secteur de la santé et des produits pharmaceutiques	400,0	100%	0,3x	8,0x	n.a.
20/11/2017	AmerisourceBergen Corporation	H.D. Smith Wholesale Drug Co.		Distributeur américain de produits de santé et de solutions commerciales	693,7	100%	0,2x	n.a.	n.a.
29/10/2017	Shangai Fosun Pharmaceutical	Tridem Pharma		Société basée en France qui distribue des produits pharmaceutiques	68,8	100%	0,8x	12,3x	12,9x
13/03/2017	Jacek Szwajkowski (Investisseur privé)	Pelion		Distributeur basé en Pologne de produits pharmaceutiques et de produits de santé dans les pharmacies et les hôpitaux	227,2	74,2%	0,1x	7,6x	13,6x
21/11/2016	Georgia Healthcare Group	ABC Pharmacia		Détaillant et grossiste pharmaceutique basé en Géorgie	33,6	100%	0,5x	8,0x	10,2x
23/09/2016	Andrzej Olszewski (investisseur privé)	Farmacol		Société basée en Pologne spécialisée dans le stockage et la distribution de produits pharmaceutiques, cosmétiques et herbes	266,2	45,6%	0,2x	11,7x	14,3x
18/06/2016	Corisol Holding	Zur Rose Group		Détaillant en ligne et grossiste de produits pharmaceutiques en Suisse	119,0	13,3%	0,2x	8,7x	16,3x
23/01/2014	McKesson Corporation	Celesio		Grossiste en ligne basé en Allemagne et détaillant de produits pharmaceutiques ainsi que fournisseur de services logistiques	6.138,2	75,9%	0,3x	11,5x	15,1x
18/08/2014	Walgreens Boots Alliance, Inc.	Alloga UK		Société de prévente en gros de produits pharmaceutiques et de médicaments en vente libre au Royaume-Uni	94,9	50%	1,5x	5,3x	5,9x
08/08/2013	Penta Investments; Neuca	ACP Pharma		Société basée en Pologne spécialisée dans la vente en gros et la distribution de produits pharmaceutiques	103,1	100%	0,3x	n.a.	n.a.
Premier quartile									
Médiane									
Moyenne									
Troisième quartile									

(1) VE pour 100,0% de l'Entreprise et convertie en euros au taux de change en vigueur à la date d'Annonce
Sources : Mergemarket, CapitalIQ, Factset, Communiqués de presse, Bvd



ATC (3/3) - Conclusion

Evaluation sur la base des multiples VE/EBITDA de transactions comparables récentes

(En M€)	-1,0x	Médiane	+1,0x
Principales données financières PCB			
FY18 EBITDA ajusté avant éléments non-récurrents	8,2	8,2	8,2
Multiples			
VE/EBITDA	7,4x	8,4x	9,4x
Valeur d'entreprise	60,7	68,9	77,1
Dette financière nette ajustée	(6,3)	(6,3)	(6,3)
Valeur des fonds propres	54,4	62,6	70,8
Nombre d'actions diluées	16,9	16,9	16,9
Valeur des fonds propres par action (€)	3,2	3,7	4,2

- L'ATC basée sur le ratio VE/EBITDA aboutit à une VE de PCB estimée entre 60,7M€ et 77,1M€ avec un point médian de 68,9M€
- Ce point médian est obtenu en appliquant le multiple médian VE/EBITDA observé pour les transactions sélectionnées à l'EBITDA ajusté de PCB pour l'exercice FY18 avant les éléments non-récurrents
- Après correction de la VE de l'endettement financier net ajusté et du nombre d'actions diluées, on obtient une valeur des fonds propres par action comprise entre 3,2€ et 4,2€ avec un point médian de 3,7€
- Il est à noter que nous n'avons pas appliqué de décote de taille puisque l'échantillon de transactions comparables est principalement composé de petites et moyennes entreprises

Evaluation sur la base des multiples VE/EBIT de transactions comparables récentes

(En M€)	-1,0x	Médiane	+1,0x
Principales données financières PCB			
FY18 EBIT normalisé	5,4	5,4	5,4
Multiples			
VE/EBIT	12,6x	13,6x	14,6x
Valeur d'entreprise	68,2	73,6	79,1
Dette financière nette ajustée	(6,3)	(6,3)	(6,3)
Valeur des fonds propres	61,9	67,3	72,8
Nombre d'actions diluées	16,9	16,9	16,9
Valeur des fonds propres par action (€)	3,7	4,0	4,3

- Notre méthode d'évaluation de l'ATC basée sur le ratio VE/EBIT aboutit à une VE de PCB estimée entre 68,2M€ et 79,1M€ avec un point médian de 73,6M€
- Ce point médian est obtenu en appliquant le multiple médian VE/EBIT observé pour les transactions sélectionnées à l'EBIT normalisé de PCB de l'exercice FY18
- Après correction de la VE de l'endettement financier net ajusté et du nombre d'actions diluées, on obtient une valeur des fonds propres par action comprise entre 3,7€ et 4,3€ avec un point médian de 4,0€
- Comme indiqué précédemment, nous ne retenons pas la méthode de l'ATC comme méthode d'évaluation principale, compte tenu du manque de sociétés comparables à PCB en termes d'activités, de taille, de présence géographique et de maturité, de la disponibilité limitée d'informations spécifiques aux transactions ainsi que du fait que l'EBIT normalisé et l'EBITDA ajusté avant éléments non-récurrents de l'exercice FY18 ne tiennent pas compte du potentiel des synergies
- La méthode n'est donc utilisée que comme point de référence pour notre principale méthode d'évaluation, l'analyse DCF

Sources : Mergemarket, CapitalIQ, Factset, Communiqués de presse, BvD



Section VI

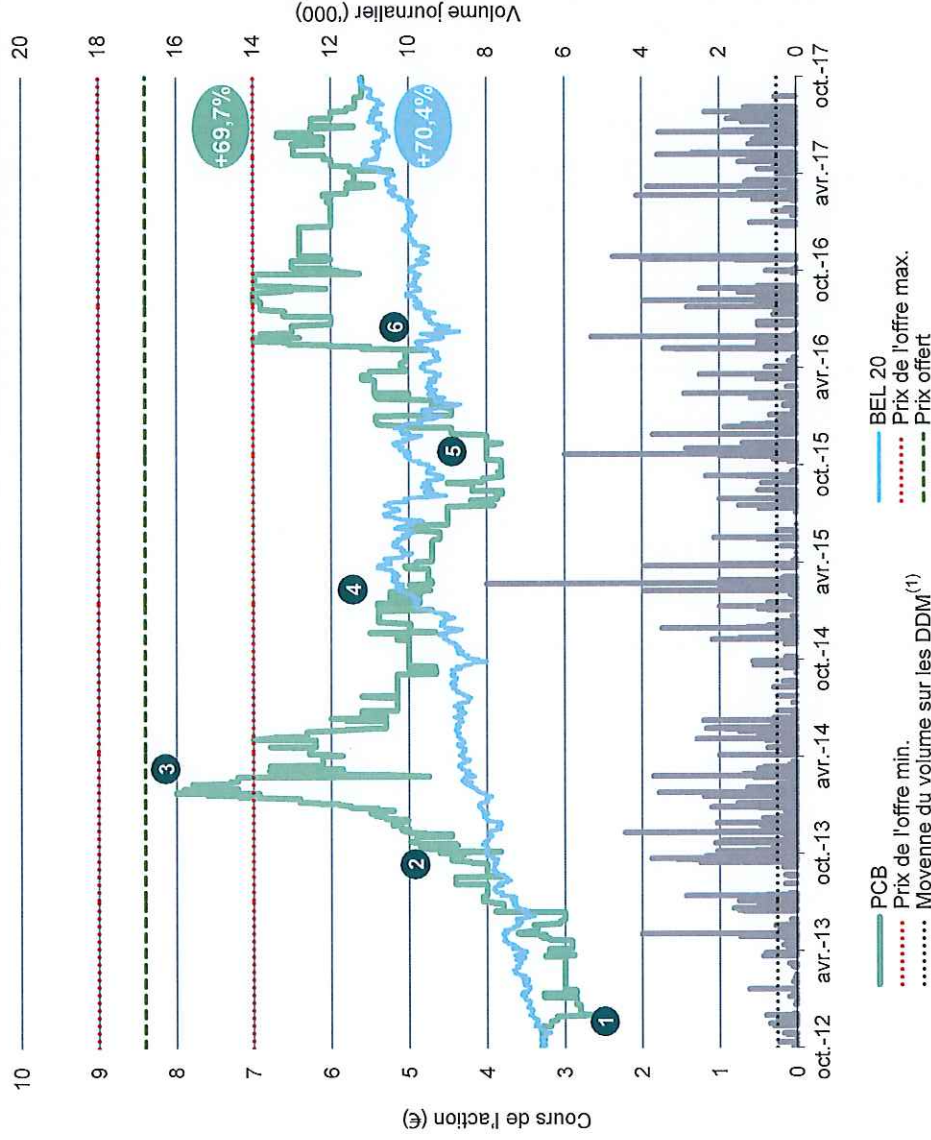
Evaluation de PCB

6.1 Plan d'Affaires	21
6.2 Flux de trésorerie actualisés	31
6.3 Analyse des sociétés comparables	36
6.4 Analyse des transactions comparables	43
6.5 Considérations additionnelles d'évaluation	47



Considérations additionnelles d'évaluation – analyse du cours de l'action (1/3)

Evolution du cours de l'action sur 5 ans (pré-Annonce)



- PCB est cotée sur Euronext Brussels depuis 1952. Ses actions sont cotées selon le « double call auction » en raison de leur faible liquidité
- Le graphique illustre l'évolution du cours boursier de PCB ainsi que les volumes échangés sur les cinq années qui précèdent l'Annonce d'OCP de lancer une offre publique de reprise des actions encore en circulation de PCB faite le 20 octobre 2017
- Sur cette période, l'action PCB a performé de manière similaire au BEL20, avec une hausse du cours d'environ 70%
- Certains événements clés sont à souligner :
 - 1 13 décembre 2012 : revu à la baisse des estimations des ventes pour l'année 2012 suite à un incendie à l'entrepôt d'Evere
 - 2 Le prix de l'action est passé d'environ 3,0€ à 8,0€ entre janvier 2013 et février 2014. Cette évolution peut s'expliquer par la confirmation de McKesson Corporation le 24 octobre 2013 de sa volonté de prendre une participation majoritaire dans Celesio (maintenant dénommée McKesson Europe), après une longue période de rumeurs sur le marché
 - 3 27 février 2014 : PCB a publié une déclaration concernant sa performance relativement faible pour l'année FY13 par rapport à FY12 (avec une baisse du chiffre d'affaires de 6,1%), expliquée principalement par une concurrence accrue ainsi que l'incendie au sein de l'entrepôt d'Evere
 - 4 17 mars 2015 : PCB a annoncé ses résultats préliminaires pour l'année FY14. La baisse de la marge brute (-6,5%) de FY13 résulte principalement des mesures d'austérité prises par le gouvernement ainsi que la perte de parts de marché due à l'incendie au sein de l'entrepôt d'Evere
 - 5 15 décembre 2015 : McKesson Europe conclut un accord pour le rachat de Belmedis et d'autres sociétés
 - 6 25 mai 2016 : McKesson Europe a annoncé qu'il analysait la possibilité de combiner McKBH et PCB via un apport en nature de MCKBH d'OCP à PCB. Ce dernier sera suivi d'un squeeze-out des actions encore en circulation

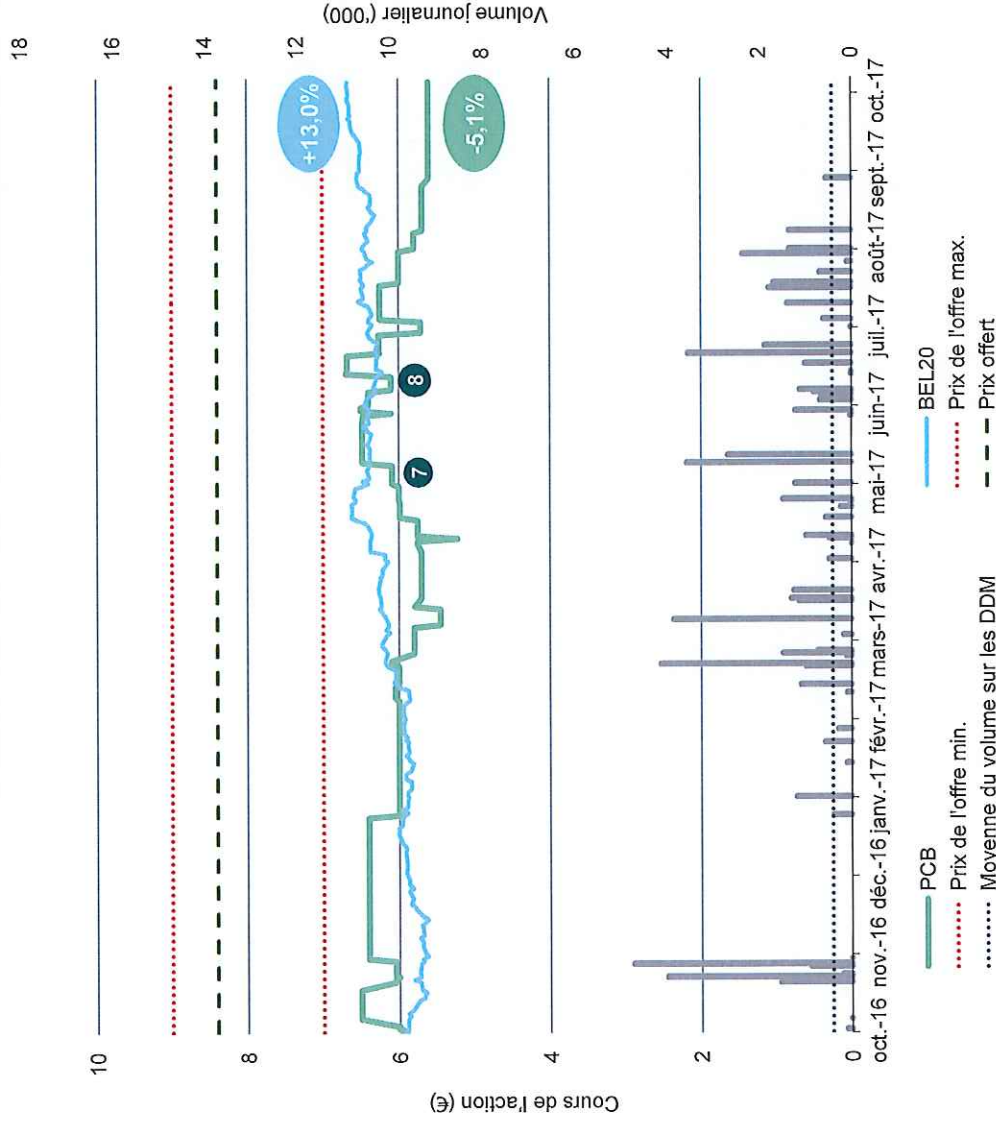
(1) DDM: Douze Derniers Mois

Sources : Factset, communiqués de presse, Capital IQ



Considérations additionnelles d'évaluation – analyse du cours de l'action (2/3)

Évolution du cours de l'action sur 1 an (pré-Annonce)



7 02 mai 2017 : McKesson Europe a finalisé l'acquisition des cinq sociétés susmentionnées via McKBH

8 23 juin 2017 : PCB publie ses résultats intermédiaires, indiquant une croissance des revenus de 2,25%

- Durant la dernière année qui précède l'annonce du squeeze-out, le cours de l'action PCB a performé en deçà de l'indice BEL20 (-5,1%)
- Le cours de l'action PCB a augmenté de 31,1% entre le jour qui précède l'annonce du squeeze-out (20 octobre 2017) et le jour qui précède l'approbation par l'assemblée générale extraordinaire (« AGE ») de l'apport en nature de 100% de McKBH (20 décembre 2017)
- La fourchette de prix offert annoncée (entre 7€ et 9€) le 20 octobre 2017 inclut les synergies potentielles attendues via la fusion de PCB et McKBH
- Le prix de l'action PCB a augmenté de 6,3% entre le jour qui précède l'approbation par l'AGE de l'apport en nature et le 30 août 2018
- Au 30 août 2018, le cours de l'action PCB a atteint 7,8€ représentant une capitalisation boursière de 132,2M€
- Le 14 septembre 2018, OCP a annoncé que le Prix de l'Offre préliminaire était fixé à 8,4€

Sources : Factset, communiqués de presse, Capital IQ



Considérations additionnelles d'évaluation – analyse du cours de l'action (3/3)

Analyse de prime et de liquidité

	Moyenne	Max	Min	VWAP
Cours (€) avant l'Annonce				
Clôture avant l'Annonce	5,6	5,6	5,6	5,6
1 mois	5,6	5,6	5,6	5,6
3 mois	5,8	6,3	5,6	6,0
6 mois	6,0	6,7	5,2	6,2
12 mois	6,0	6,7	5,2	6,1
Prime (%) sur Prix de l'Offre (8,4€)				
Clôture avant l'Annonce	50%	50%	50%	n.a.
1 mois	50%	50%	50%	n.a.
3 mois	45%	50%	34%	40%
6 mois	41%	61%	26%	36%
12 mois	39%	61%	26%	39%
Volume journalier ('000)				
1 mois	0,0	0,0	0,0	-
3 mois	0,2	2,4	0,0	-
6 mois	0,3	3,6	0,0	-
12 mois	0,3	4,7	0,0	-

- Le tableau ci-contre reprend une analyse détaillée de l'évolution du cours de PCB sur des périodes sélectionnées avant l'Annonce. Pour chaque période, les éléments suivants ont été observés :

- La moyenne du cours ;
 - Le cours le plus élevé ;
 - Le cours le plus bas ; et
 - Le cours moyen, pondéré en fonction des volumes (« VWAP »)
- Le Prix de l'Offre a été comparé aux différents cours susmentionnés :
 - Comparé au cours de clôture le jour précédant l'Annonce, le Prix de l'Offre représente une prime de 50% ;
 - Comparé à la moyenne du prix sur les 3 mois qui précèdent l'Annonce, le Prix de l'Offre représente une prime de 45% ; et
 - Comparé à la moyenne du prix sur les 12 mois qui précèdent l'Annonce, le Prix de l'Offre représente une prime de 39%
 - Durant la dernière année qui précède l'Annonce du squeeze-out, 66.369 actions furent échangées, représentant 1,2% des 5.596.520 actions émises, ce qui est significativement plus faible que la médiane des entreprises comparables sur la même période⁽¹⁾
 - Sur cette même période, le nombre de jours durant lesquels des actions PCB furent échangées est aussi limité, s'élevant à seulement 60 jours, soit moins d'1 jour d'échange sur 4
 - Ces observations, ainsi que le nombre limité d'actions flottantes, indiquent que le marché pour les actions PCB est assez illiquide

(1) Voir la section ASC pour la liste des entreprises comparables sélectionnées. La médiane sur la même période s'élève à c. 70%

Sources : Factset, Bloomberg



Considérations additionnelles d'évaluation – primes d'offres publiques de rachat

Primes d'offres publiques de rachat en Belgique

Date d'annonce	Cible	Offrant	Avant l'annonce	Moyenne 1 mois	Moyenne 3 mois
23/02/2018	RealdoImen	GFI Informatique	11%	12%	27%
29/01/2018	Abylrx	Sanofi	21%	41%	95%
5/01/2018	TiGenix	Takeda Pharmaceutical Company	81%	79%	80%
30/10/2017	Dalenys	Natixis	1%	6%	5%
27/07/2017	Sapac	Soclinpar	84%	81%	67%
22/12/2016	Zetes	Panasonic	20%	19%	28%
27/11/2015	BHF Kleinwort Benson	Oddo et Cie SCA	13%	12%	9%
11/09/2015	Pairi Daiza	Perennitas SA	22%	25%	32%
4/09/2015	CMB	Saverco	20%	15%	19%
12/05/2015	Delhaize	Ahold	23%	11%	10%
13/02/2014	Transics	WABCO	41%	50%	55%
16/01/2014	Cimescaut	Interbeton	21%	21%	21%
21/10/2013	Henex	UFB	26%	26%	26%
20/09/2013	CFE	Ackermans & van Haaren	4%	6%	3%
6/02/2013	Rosier	Borealis	-7%	-5%	-3%
12/10/2012	Duvel Moortgat	Fibemi	2%	12%	19%
21/09/2012	Deven	Syngenta	70%	66%	74%
18/09/2012	I.R.I.S.	Canon Europe	50%	52%	55%
30/08/2012	VPK Packaging	Auriga Finance	17%	18%	17%
23/04/2012	Transics	Tavares	8%	7%	12%
2/09/2011	Omega Pharma	Couckinvest	13%	10%	7%
3/03/2011	CNP	Fingen	22%	19%	24%
3/08/2010	Movetis	Shire	74%	107%	87%
3/06/2010	EPIQ	Elex	22%	33%	38%
15/03/2010	Punch Telematix	Trimble	27%	36%	61%

Toutes les offres publiques de rachat			Médiane	Moyenne	
			21%	19%	26%
			28%	30%	35%
Toutes les offres publiques de rachat offertes par des actionnaires majoritaires			Médiane	Moyenne	
			21%	19%	21%
			24%	25%	26%

Le tableau ci-contre indique les primes observées sur les offres publiques de rachat volontaires ou obligatoires pour des sociétés cotées sur Euronext Brussels (hors certificats immobiliers) depuis 2010

Seules les offres publiques de rachat réussies sont mentionnées et une distinction est faite entre les offres soumises par des actionnaires de contrôle de la société cible et celles provenant d'autres types d'offrants

La moyenne historique et la médiane des primes offertes au cours des 8 dernières années en Belgique par les actionnaires de contrôle par rapport à la moyenne sur 1 mois du prix de l'action s'élèvent respectivement à 19% et 25%

Comme mentionné à la p. 50, le Prix de l'Offre représente une prime de 50% comparé à la moyenne du prix sur 1 mois qui précède l'Annonce et une prime de 45% comparé à la moyenne sur 3 mois

Dans le cadre de ce Rapport, cette considération additionnelle d'évaluation n'a pas été retenue en raison de la faible liquidité de l'action PCB

Note : Les primes sont basées sur le dernier cours de clôture avant l'Annonce
Sources : Factset, FSMA



Section VII

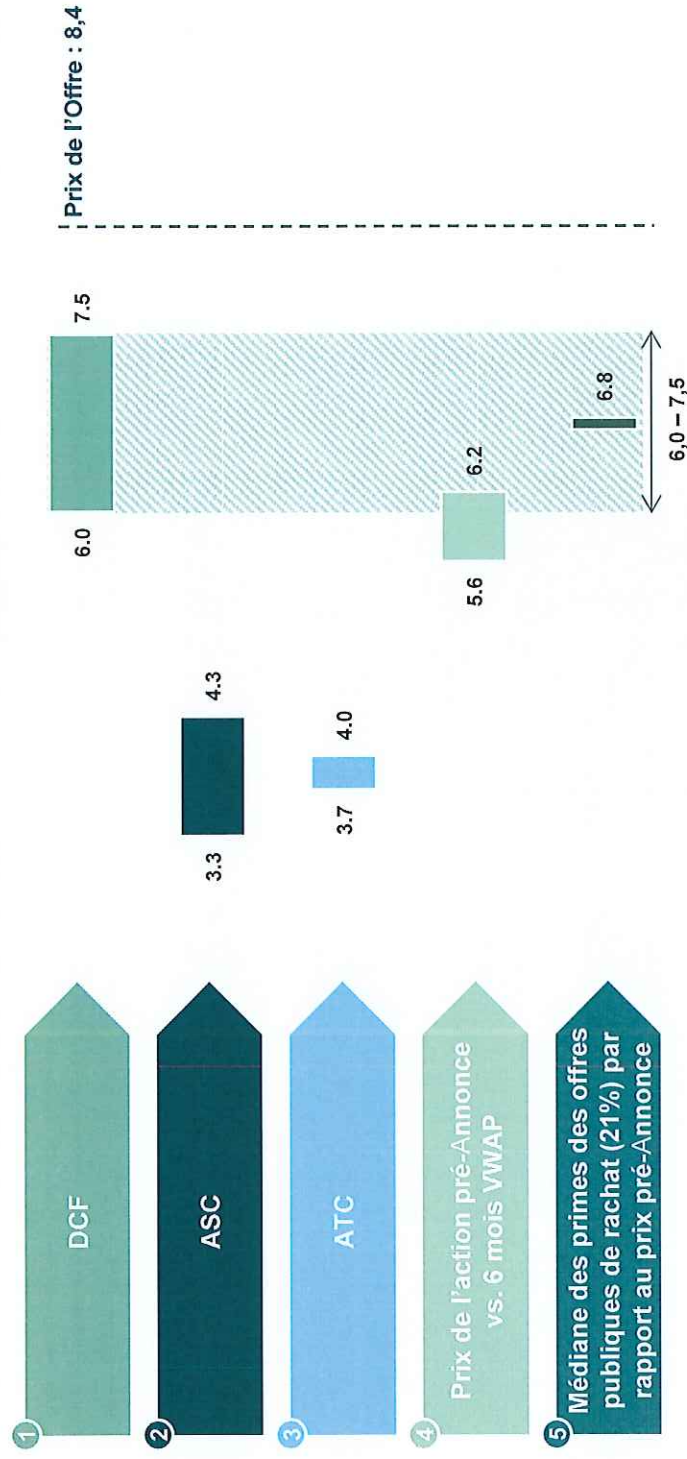
Conclusion



Conclusion (1/2)

Conclusion sur l'évaluation des actions de PCB

Estimation de la valeur de l'action PCB (€)



- Comme mentionné précédemment, nous avons retenu le DCF comme méthode d'évaluation principale car elle donne une valeur intrinsèque de PCB, basée sur le Plan d'Affaires préparé par le management, et capture les synergies attendues
- Dans le cadre de la Transaction, nous avons estimé que la valeur d'une action PCB se situe entre 6,0€ et 7,5€



Conclusion (2/2)

- Compte tenu de ce qui précède, le Prix de l'Offre se situe au-dessus de l'extrémité supérieure de notre fourchette de valeurs
- Nous sommes d'avis que le prix offert ne méconnaît pas les intérêts des détenteurs de titres

Bruxelles, 14 mars 2019



Alexis Meeûs
Managing Partner, CEO
Degroof Petercam Corporate Finance SA



Adeline Simont
Managing Director
Degroof Petercam Corporate Finance SA

Section VIII

Analyse de l'évaluation réalisée par l'Offrant



Analyse de l'évaluation effectuée par l'Offrant (1/6)

- Cette section présente le point de vue de DPCF sur l'évaluation effectuée par l'Offrant et son conseiller, KBC Securities, dans le cadre de la Transaction
- Nous avons reçu le dossier d'évaluation de l'Offrant et de son conseiller, KBC Securities, le 2 octobre 2018. En outre, DPCF a rencontré les dirigeants de PCB, de l'Offrant et de KBC Securities le 3 septembre 2018 et le 8 octobre 2018 afin de discuter de l'approche adoptée, des hypothèses sous-jacentes et des différentes méthodes d'évaluation appliquées par l'Offrant et KBC Securities pour déterminer le Prix de l'Offre
- Les méthodes d'évaluation utilisées pour déterminer le Prix de l'Offre sont les suivantes :

 - DCF ;
 - ASC ;
 - ATC ;
 - Analyse du cours de l'action PCB ;
 - Analyse des primes d'offres publiques de rachat en Belgique ; et
 - VL
- Nous avons utilisé les mêmes méthodes d'évaluation pour notre propre évaluation, à l'exception de la VL. Cependant, nous considérons que le DCF est la principale méthode d'évaluation, tandis que les autres méthodes servent de points de référence

1

DCF

- Bien que nous ayons utilisé les mêmes formules que l'Offrant pour le DCF et la valeur terminale, nous obtenons une valeur médiane pour les fonds propres de 113,7M€ alors que l'Offrant présente une valeur médiane de 140,2M€
- Outre les ajustements de la dette financière nette et d'autres éléments mentionnés ci-dessous, l'écart d'évaluation est principalement dû à la valeur du CMPC retenue. En effet, nous avons appliqué un CMPC plus élevé que l'Offrant, en raison principalement de l'inclusion d'une prime de risque pour la taille de PCB basée sur la recherche de Duff & Phelps. Le CMPC retenu par l'Offrant est significativement inférieur au CMPC considéré par les analystes financiers pour l'évaluation de sociétés comparables cotées (voir Annexe 3). Toutes choses étant égales par ailleurs, l'application du CMPC de l'Offrant aurait augmenté la valeur des fonds propres estimée de 39M€
- Toutefois, nous comprenons que, par souci de cohérence vis-à-vis des actionnaires minoritaires de PCB, l'Offrant a retenu un CMPC comparable à celui utilisé pour l'évaluation de PCB dans le cadre de l'apport en nature. De manière générale, l'approche de l'Offrant ne porte pas préjudice aux intérêts des actionnaires minoritaires

CALCUL DU CMPC		Offrant	DPCF
Taux sans risque	Moyenne à 5 ans des obligations européennes à coupon Obligations d'Etat français avec une maturité de 10 ans	0,85%	0,74%
Prime de risque de marché	Politique du groupe McKesson	6,25%	8,33%
			Modèle européen « earnings yield gap »



Analyse de l'évaluation effectuée par l'Offrant (2/6)

1



Calcul du CPMC	Offrant	DPCF
Bêta sans effet de levier	0,93x Sociétés comparables de l'Offrant	0,75x Sociétés comparables de DPCF et ajustement de Blume
Prime de risque pays	0,7% Rapport Damodaran, janvier 2018	Aucune
Prime de taille	Aucune	2,6% (sur base de la recherche de Duff & Phelps)
Coût de la dette	1,1% Ecart de rendement sur les obligations allemandes des obligations industrielles EUR (BBB+, BBB, BBB-)	0,9% Rendement sur 5 ans des sociétés non financières européennes cotées BBB- (notation BBB- selon les estimations de DPCF)
Ratio de fonds propres cible	80%	80%
Taux d'imposition	Comparables de l'Offrant 25,0%	L'Offrant et comparables de DPCF 25,0%
CMPC	7,19%	8,73%

- D'autres différences dans notre DCF ont un impact positif sur notre évaluation par rapport à celle de l'Offrant. Ces différences concernent:
 - La méthodologie d'actualisation : nous avons appliqué une convention de mi-année, tandis que l'Offrant a appliqué une convention de fin d'année. Toutes choses étant égales par ailleurs, l'application d'une convention de fin d'année aurait réduit de 5M€⁽¹⁾ notre estimation de la valeur des fonds propres ; et
 - Nous avons supposé une croissance perpétuelle de 1,5%, conformément à notre calcul du CMPC, tandis que l'Offrant a considéré une croissance perpétuelle de 1,0%. Toutes choses étant égales par ailleurs, l'application d'une croissance perpétuelle de 1,0% aurait baissé de 5M€ notre estimation de la valeur des fonds propres
- Globalement, ces deux différences n'ont pas d'impact significatif sur l'évaluation de PCB

2



- Nous sommes d'accord que les multiples VE/EBIT(DA) sont les ratios d'évaluation les plus pertinents à considérer pour l'évaluation des actions de PCB. D'autres ratios d'évaluation, tels que VE/Ventes, sont présentés à l'Annexe 2 à titre d'information, mais ne sont pas considérés comme pertinents étant donné, entre autres, la différence de performance financière entre PCB et les comparables sélectionnés

(1) Si nous appliquons la convention de mi-année, le premier CFLE est attendu pour septembre 2018. Si l'on considère la valeur de PCB au 30 août 2018, il pourrait être argumenté qu'il faudrait actualiser en considérant une période d'un mois la première année (et 13 mois la deuxième année, 25 mois la troisième année, etc.). L'application d'une telle approche aurait augmenté la valeur estimée des fonds propres de 4M€.



Analyse de l'évaluation effectuée par l'Offrant (3/6)

2

ASC

- L'Offrant a sélectionné 9 sociétés alors que nous en avons sélectionné 8. Les sociétés que nous avons exclues de l'échantillon de l'Offrant sont :
 - Owens & Minor, car il s'agit d'un fournisseur de services logistiques pour le secteur des soins de santé plutôt que d'un grossiste ;
 - Oriola, car elle regroupe à la fois une activité de distribution (et exploite ses propres pharmacies) et une activité de grossiste, représentant chacune c. 50 % de son chiffre d'affaires en 2017 ; et
 - Medika, comme nous n'avons trouvé aucune prévision d'analystes financiers pour cette société
- Cependant, nous avons sélectionné les entreprises suivantes :
 - Profarma Distribudora de Productos Farmaceuticos, dont l'activité principale est la vente en gros de médicaments et de produits de santé et de beauté aux pharmacies ; et
 - Sinopharm, qui est principalement active dans le commerce de gros de produits pharmaceutiques et de soins de santé
- Nous constatons que les multiples présentés diffèrent légèrement pour certaines des sociétés sélectionnées. Nous pensons que cela est dû au calcul de la VE. L'Offrant a défini la VE comme étant la capitalisation boursière plus la dette financière nette plus la valeur des intérêts minoritaires et des actions privilégiées, tandis que DPCF a adopté une approche plus granulaire. En plus de ces éléments, DPCF a procédé aux ajustements suivants : provisions pour pensions et de soins de santé, autres éléments assimilables à de la dette, investissements dans des entreprises associées et autres actifs non-opérationnels ainsi que tout événement ultérieur annoncé tel que un rachat d'actions propres, le paiement de dividendes, etc.
- Nous convenons que l'EBIT(DA) ajusté avant éléments non-récurrents sur les exercices FY19E et FY20E n'inclut pas le plein potentiel des synergies attendues et, en tant que tel, ne représente pas un niveau d'EBIT(DA) durable. Cependant, DPCF n'a pas trouvé suffisamment de prévisions pour l'exercice FY21E pour l'échantillon de sociétés comparables sélectionnés et a donc retenu l'exercice FY20E pour cette méthode d'évaluation

3

ATC

- Nous convenons avec l'Offrant que la fiabilité et l'applicabilité des multiples de transactions sont affectées par un certain nombre de facteurs. En outre, l'EBIT normalisé et l'EBITDA ajusté avant éléments non-récurrents de l'exercice FY18 utilisés pour l'évaluation de PCB ne tiennent pas compte du potentiel de synergies et, par conséquent, nous n'avons pas utilisé cette méthode comme méthode d'évaluation principale, mais simplement comme point de référence
- Bien que nous ayons largement appliqué les mêmes critères de sélection que l'Offrant, à savoir (i) des cibles spécialisées dans la vente en gros de produits pharmaceutiques, avec ou sans activités de vente au détail, et (ii) des transactions qui ont eu lieu aux Etats-Unis et en Europe uniquement, notre sélection de transactions comparables diffère fortement de celle présentée par l'Offrant
- En effet, DPCF a sélectionné des transactions qui ont été réalisées au cours de la période 2013-2017 tandis que l'Offrant a présenté une sélection de transactions qui ont été réalisées au cours de la période 2000-2015. Nous pensons qu'un affinement de la durée de la période analysée réduit l'impact du cycle économique et des conditions de marché sur les multiples observés



Analyse de l'évaluation effectuée par l'Offrant (4/6)

3

ATC

- Néanmoins, la différence des transactions sélectionnées n'a pas d'impact significatif sur les multiples observés

4

ANALYSE DU COURS DE L'ACTION

- Nous avons analysé l'évolution du cours historique de PCB sur différentes périodes ainsi que les volumes échangés de la même manière que l'Offrant. Deux différences d'approche mineures concernent la durée de la période analysée, à savoir 5 ans contre 3 ans pour l'Offrant, et une comparaison que nous avons effectuée de l'évolution du cours de PCB avec le BEL 20
- Nous sommes d'accord avec les résultats de l'analyse effectuée par l'Offrant et avec l'affirmation de l'Offrant selon laquelle l'analyse historique du cours de l'action est considérée comme un point de référence étant donné le manque de liquidité de l'action de PCB

5

ANALYSE DES PRIMES D'OFFRES PUBLIQUES DE RACHAT

- Nous ne considérons pas les primes d'offre publiques de rachat comme une considération d'évaluation pertinente étant donné la liquidité très limitée de l'action PCB. Pour des raisons d'exhaustivité, DPCF a distingué les primes payées en Belgique pour les offres publiques de rachat au cours de la période 2010-2018 soumises par les actionnaires majoritaires de celles soumises par d'autres types d'offrant
- Nous notons que l'Offrant ne mentionne que les primes payées par les actionnaires majoritaires. Nous pouvons confirmer la pertinence et la conformité de la sélection faite par l'Offrant

6

VL

- Bien que l'Offrant ait utilisé l'approche de la VL, nous jugeons que cette approche n'est pas pertinente pour l'évaluation de PCB. La VL est principalement utilisée pour les sociétés détenant des immobilisations corporelles importantes ou pour des sociétés dont la continuité des activités n'est pas considérée

Analyse de l'évaluation effectuée par l'Offrant (5/6)

- Nous obtenons une dette financière nette ajustée de 6,3M€ contre 4,0M€ présentée par l'Offrant
- L'Offrant a adopté une approche plus prudente (du point de vue des actionnaires minoritaires), tandis que nous avons appliqué une approche plus granulaire pour l'ajustement de la dette financière nette en considérant :
 - Les pertes fiscales (éléments assimilables à de la trésorerie) ;
 - Les provisions (après impôts) pour (pré)pension et pour litiges (éléments assimilables à de la dette) ; et
 - Les intérêts minoritaires (éléments assimilables à de la dette)

Ajustement de la dette financière nette (au 31 mars 2018, en M€)			
	Offrant		DPCF
Dette financière	23,2		23,2
Trésorerie et équivalents	(2,0)		(2,0)
Dette financière nette	21,2		21,2
Ajustement de la dette financière nette			
Créances liées au cash pooling	(37,0)		(37,0)
Intérêts minoritaires			2,4
Pertes fiscales reportables			(1,1)
Provisions pour (pré)pension et pour litiges, nettes de taxes			1,1
Ajustement du BFR	19,8		19,8
Ajustements totaux	(17,2)		(14,9)
Dette financière nette ajustée	4,0		6,3

- Pour les projections du BFR dans le Plan d'Affaires et l'ajustement de ce dernier dans la dette financière nette ajustée, l'Offrant a utilisé la définition du besoin en fonds de roulement commercial (« BFRC »), composé des comptes clients, des comptes fournisseurs et des stocks
- En outre, les chiffres mensuels du BFR ne sont disponibles qu'à partir de juillet 2017, soit pour une période de 9 mois

Dette financière
nette ajustée

Fonds de
roulement net



Analyse de l'évaluation effectuée par l'Offrant (6/6)

BFR

- Nous notons que, dans un contexte de fusions et acquisitions, il est pratique courante sur le marché de :
 - Utiliser le BFR, y compris les autres actifs et passifs courants, plutôt que le BFRC pour les projections ainsi que pour l'ajustement de la dette financière nette ; et
 - Analyser au moins 12 mois de BFR mensuel pour soutenir les hypothèses sous-jacentes du Plan d'Affaires et déterminer le niveau normalisé du BFR
- Nous comprenons de l'Offrant qu'il n'y a pas de données mensuelles de BFRC disponibles incluant les données pour MckBH avant juillet 2017, et que les chiffres du BFRC pour les trois premiers mois de l'exercice FY19 (qui nous auraient permis de couvrir une période de 12 mois) montrent des niveaux anormaux de dettes commerciales dus à des problèmes d'intégration de données liés à la fusion juridique de PCB et MckBH (qui a eu lieu en avril 2018)
- Nous sommes d'accord avec l'Offrant que le niveau de BFRC au 31 mars 2018 (41,7M€) est nettement inférieur au niveau normalisé du BFR (61,5M€), défini comme la moyenne des neuf derniers mois, et qu'un ajustement de 19,8M€ de la dette financière nette est donc justifié
- Afin de gagner du confort sur l'utilisation du BFRC plutôt que du BFR, nous avons comparé la position du BFRC et du BFR au 31 mars 2018 et identifié une faible différence (voir Annexe 4). Cela nous a donné le confort nécessaire pour adopter la même définition du BFR que l'Offrant



Section IX

Annexes



Annexe 1 – Liste des informations reçues

- Dans le cadre de notre évaluation, nous avons reçu les renseignements suivants de l'Offrant :
 1. Informations sur le marché :
 - L'environnement concurrentiel de PCB ; et
 - Les études de marché IQVIA™ du marché pharmaceutique belge (T1-2018 et T3-2017)
 2. Informations financières :
 - Rapport annuel 2018 ;
 - Plan d'Affaires préparé par l'Offrant et son conseiller pour la période des exercices FY18 à FY28E, y incluant les ajustements PF et les projections de synergies ;
 - BFR ajusté par l'Offrant et son conseiller ; et
 - Dette nette ajustée calculée par l'Offrant et son conseiller
 3. Évaluation effectuée par l'Offrant et son conseiller :
 - Une première version le 2 octobre 2018 ; et
 - Une version révisée le 26 octobre 2018
 4. Autres :
 - Rapport de l'expert indépendant KPMG en date du 9 août 2017 dans le contexte de l'apport en nature de McKBH à PCB ; et
 - Addendum du rapport de l'expert indépendant KPMG au 13 novembre 2017

Annexe 2 - ASC

Multiples⁽¹⁾

Entreprise	Pays	Cap. boursière (M€)	NFD ajustée (M€)	VE (M€)	VE/Ventes			VE/EBITDA			VE/EBIT		
					2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
AmerisourceBergen Corporation (ABC)	Etats-Unis	16.715	1.938	18.653	0,1x	0,1x	0,1x	9,3x	8,7x	8,1x	10,6x	10,0x	9,5x
Australian Pharmaceutical Industries Ltd	Australie	575	53	628	0,2x	0,2x	n.a.	8,1x	7,5x	n.a.	10,4x	9,5x	n.a.
Cardinal Health, Inc.	Etats-Unis	13.895	4.996	18.891	0,2x	0,2x	0,1x	7,5x	7,6x	7,4x	8,8x	8,9x	8,5x
McKesson Corporation (MCK)	Etats-Unis	22.274	4.668	26.942	0,1x	0,1x	0,1x	7,3x	7,3x	7,1x	8,1x	8,0x	7,8x
NEUCA S.A.	Pologne	277	60	337	0,2x	0,2x	0,2x	8,9x	8,1x	7,5x	11,3x	10,5x	9,8x
Profarma Distribuidora de Produtos Farmaceuticos SA	Brésil	117	57	173	0,2x	0,2x	0,2x	8,1x	5,9x	4,9x	12,1x	7,6x	5,8x
Sinopharm Group Co., Ltd.	Chine	11.572	5.970	17.542	0,5x	0,4x	0,4x	9,9x	8,6x	7,7x	10,7x	9,5x	8,5x
Selcuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.S.	Turquie	249	274	523	0,3x	0,3x	n.a.	8,9x	7,1x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3ème quartile					0,3x	0,2x	0,2x	9,0x	8,3x	7,6x	11,0x	9,8x	9,3x
Médiane					0,2x	0,2x	0,2x	8,5x	7,6x	7,5x	10,6x	9,5x	8,5x
1er quartile					0,2x	0,2x	0,1x	7,9x	7,2x	7,2x	9,6x	8,4x	8,0x

Benchmark⁽¹⁾

Entreprise	Pays	TCAC des ventes ⁽²⁾			Marge EBITDA			Marge EBIT			Dépenses en investissement en % des ventes		
		17A-'19E	17A-'20E	'18E-'20E	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
AmerisourceBergen Corporation (ABC)	Etats-Unis	5,8%	5,6%	5,1%	1,4%	1,4%	1,4%	1,2%	1,2%	1,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Australian Pharmaceutical Industries Ltd	Australie	n.a.	n.a.	n.a.	3,0%	3,1%	n.a.	2,3%	2,5%	n.a.	0,5%	0,5%	n.a.
Cardinal Health, Inc.	Etats-Unis	3,7%	4,2%	4,7%	2,1%	2,0%	2,0%	1,8%	1,7%	1,7%	0,3%	0,3%	0,3%
McKesson Corporation (MCK)	Etats-Unis	3,5%	4,5%	5,0%	2,0%	2,0%	1,9%	1,8%	1,8%	1,8%	0,3%	0,3%	0,2%
NEUCA S.A.	Pologne	4,5%	4,3%	4,1%	2,1%	2,1%	2,2%	1,6%	1,7%	1,7%	1,4%	1,1%	0,9%
Profarma Distribuidora de Produtos Farmaceuticos SA	Brazil	7,1%	n.a.	n.a.	2,5%	3,2%	3,6%	1,7%	2,5%	3,0%	n.a.	n.a.	n.a.
Sinopharm Group Co., Ltd.	Chine	10,5%	n.a.	n.a.	4,7%	4,9%	5,0%	4,3%	4,4%	4,5%	0,6%	0,6%	0,6%
Selcuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.S.	Turquie	n.a.	n.a.	n.a.	3,5%	3,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3ème quartile		6,8%	4,8%	5,0%	3,1%	3,3%	3,2%	2,1%	2,5%	2,7%	0,6%	0,6%	0,6%
Médiane		5,2%	4,4%	4,9%	2,3%	2,6%	2,1%	1,8%	1,8%	1,7%	0,4%	0,4%	0,3%
1er quartile		3,9%	4,3%	4,6%	2,0%	2,0%	1,9%	1,6%	1,7%	1,7%	0,3%	0,3%	0,2%

Notes :

(1) Les chiffres sont calendarisés au 31/12 ; les ajustements de la dette financière nette incluent les ajustements pour les provisions de pensions, les participations dans des entreprises associées, les participations ne donnant pas le contrôle, etc.

(2) TCAC : Taux de Croissance Annuel Composé

Sources : Factset 30/08/2018, sites des sociétés

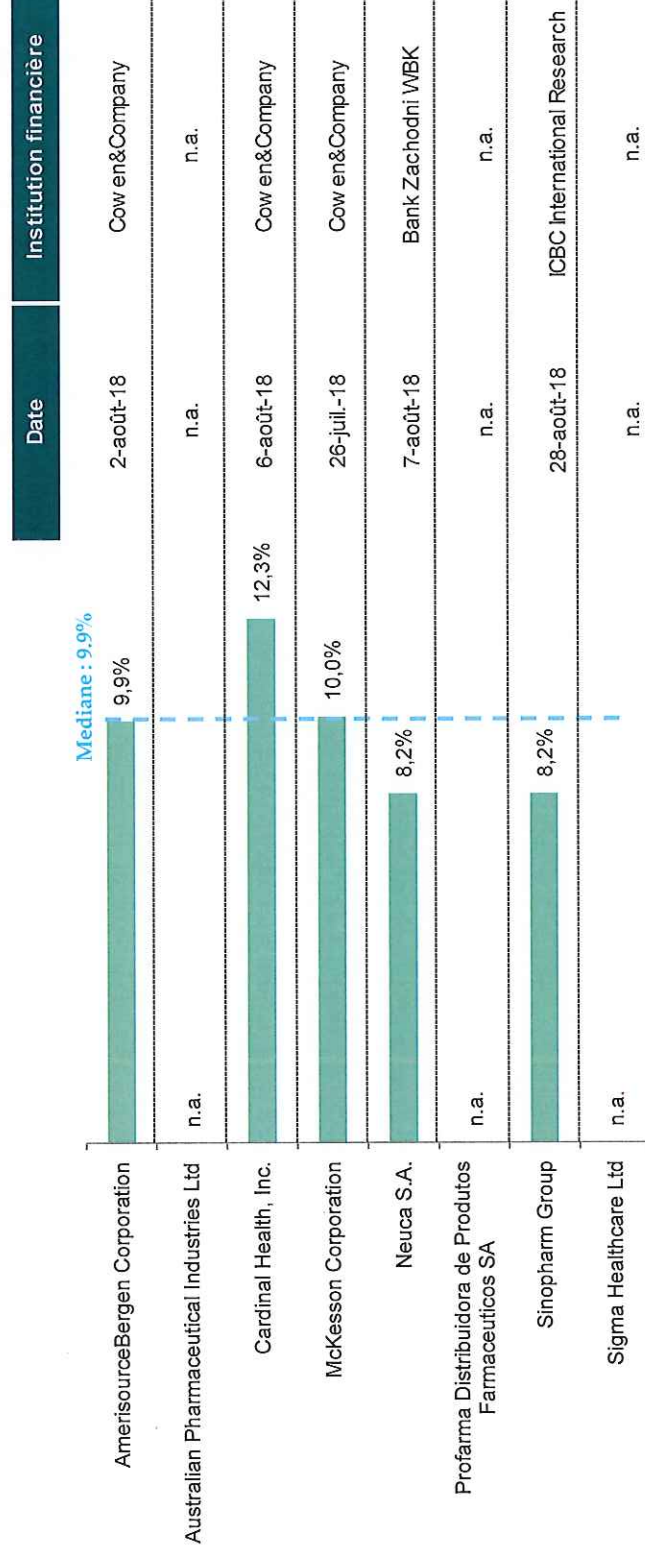


Annexe 3 – Références CMPC des analystes financiers

CMPC utilisé par les analystes financiers

- Afin de vérifier le niveau du CMPC utilisé dans notre évaluation, nous l'avons comparé à la valeur de CMPC⁽¹⁾ que les analystes financiers ont dernièrement utilisé pour les sociétés cotées comparables

WACC



(1) Dernières estimations des analystes financiers au 30/08/2018

Sources : Factset, Bloomberg



Annexe 4 – FRC vs. BFR

Comparaison BFR et BFR

	PCB	DPCF
Stocks	31/03/2018	31/03/2018
Créances commerciales	68.870.766	68.870.766
Créances fiscales et sociales	-	127.354.218
Créances	-	1.539.624
Dettes commerciales	129.059.973	128.893.842
	(156.278.254)	(161.547.596)
BFR	1 41.652.485	3 36.217.012
Autres actifs	Not included	11.456.942
Autres dettes	Not included	(12.113.231)
Dettes fiscales	Not included	(507.692)
BFR		2 35.560.723
Différence BFR - BFR		656.289

- 1 Comme mentionné précédemment, l'Offrant a défini le BFR comme le BFR étant donné qu'il n'était pas possible d'obtenir une vue mensuelle du BFR au sens large
- 2 Afin de gagner du confort sur cette approche, nous avons comparé le BFR avec le BFR et nous avons constaté une différence nette de 0,7M€
- 3 Nous avons également constaté des différences entre les créances et dettes commerciales présentées dans les comptes annuels et celles présentées dans le modèle d'évaluation de l'Offrant
 - Le management explique que la raison principale est que les données utilisées dans le modèle proviennent du reporting SAP+1 dans lequel les données sont téléchargées juste après la date de clôture (début avril sans ajustement par la suite), tandis que pour les comptes annuels, d'autres reclassements sont effectués entre les créances et les dettes et la position finale est déterminée après le nettoyage final



Annexe 5 – L'expertise de Degroof Petercam en évaluations d'entreprise et opinions d'équité (1/7)

L'activité Corporate Finance fait partie intégrante de la Banque Degroof Petercam



- Fondée en **1871**
- Indépendante
- Produit net (2017): **€ 468 millions**
- Bénéfice brut d'exploitation (2017): € 129 millions
- Actifs sous gestion (2017): **€ 54.8** milliards
- Employés (2017): **1,371**
- Ratio de fonds propres Bâle III de 17,1%
- Présente dans 8 pays: Belgique, Luxembourg, Pays-Bas, France, Allemagne, Italie, Suisse et Espagne

Gestion d'actifs

Banque privée

- Actifs sous gestion (2017): € 34,9 milliards
- 'Best Private Bank 2016-2017 in Belgium' (Euromoney)

Clients institutionnels

- € 8.0 milliards de portefeuilles de clients institutionnels sous gestion
- Tiers détenteurs de Sicav: € 9.3 milliards
- Tiers gérants: € 2.6 milliards

Banque d'affaires

Corporate Finance

- Un des principaux acteurs en conseil en fusions & acquisitions et en marché des capitaux en Belgique et en France
- Plus de 90 missions réalisées en 2017 dont € 3 milliards en M&A

Activités de marché

- Equipe interne de 13 analystes financiers sell-side
- Courtier sur 21 marchés

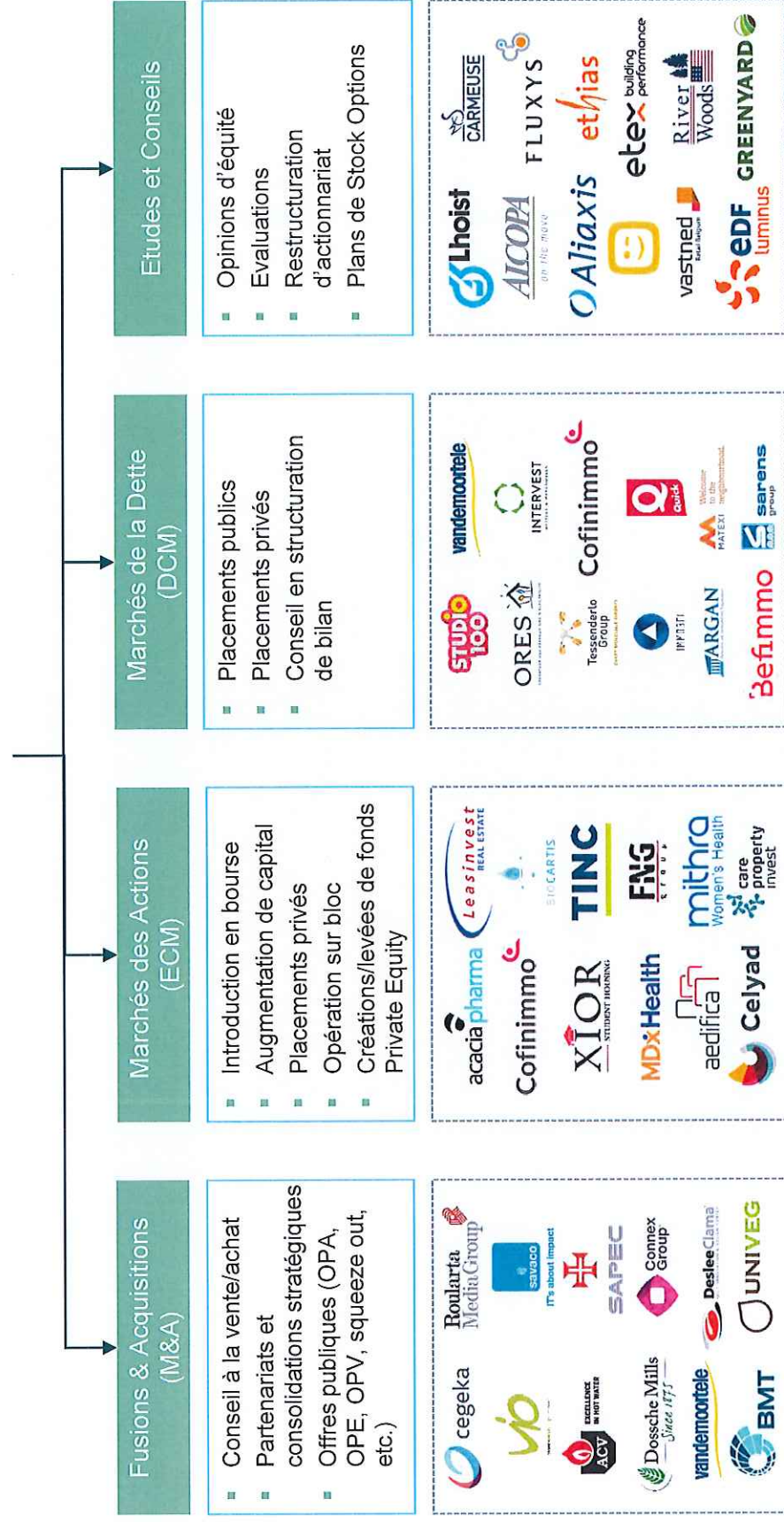
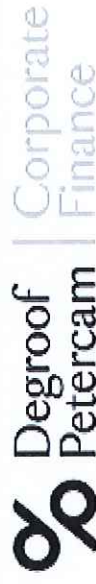
Crédits structurés

- Structurations LMBO/LMBI
- Club deals en partenariat avec des spécialistes sectoriels



Annexe 5 – L'expertise de Degroof Petercam en évaluations d'entreprise et opinions d'équité (2/7)

Degroof Petercam fournit des services de conseil financier aux sociétés et à leurs actionnaires



Annexe 5 – L'expertise de Degroof Petercam en évaluations d'entreprise et opinions d'équité (3/7)

Partenaire de choix grâce à notre expertise en opinions d'équité dans les transactions publiques et privées

- Degroof Petercam a une vaste expérience dans les missions d'expert financier. Nous fournissons:
 - Des évaluations d'entreprise pour objectifs divers
 - Des opinions d'équité dans le contexte de transactions privées et publiques, telles que les offres publiques d'achat
- Notre expérience et indépendance nous garantissent la disponibilité des connaissances les plus à jour concernant les pratiques de marché dans l'élaboration d'opinions d'équité et d'opinions d'expert

Annexe 5 – L'expertise de Degroof Petercam en évaluations d'entreprise et opinions d'équité (4/7)

Les références de Degroof Petercam dans l'élaboration d'opinions d'équité et d'opinions d'expert (1/4)

Adviser to the independent directors of
vastned
Retail Belgium
on public bid by
vastned
Vendor for Premium Shopping

Financial Expert
April 2018



FLUXYS
EXCELLENCE IN GAS TRANSPORT
Fairness opinion in the framework of article 524 Belgian Company Code

Financial Expert
September 2017



GREENYARD FOODS
Fairness opinion in the framework of article 524 Belgian Company Code

Financial Expert
March 2017



bpi france
Fairness Opinion regarding the acquisition of an indirect minority stake of 2,2% in
STMicroelectronics

Financial expert
November 2016



bpi france
Fairness Opinion regarding the session of a minority stake in
EPANET

Financial Expert
August 2016



Fairness opinion regarding the public takeover bid by
Perennitas SA
on
PAIRIS DATA

Financial Expert
February 2016



Large food retail company

Analysis and valuation of the group's main business units and considerations relative to the group's structure

Financial Expert
June 2015



Expert advice to
edf luminus

Financial Expert
November 2014



Fairness opinion regarding the public takeover bid by
Union Financière Boël
on
Henex

Financial Expert
December 2013



Oil & gas company
Fairness opinion

Financial Expert
October 2013



Annexe 5 – L'expertise de Degroof Petercam en évaluations d'entreprise et opinions d'équité (5/7)

Les références de Degroof Petercam dans l'élaboration d'opinions d'équité et d'opinions d'expert (2/4)

Fairness opinion
to
XEIKON
in public bid by
bencis
capital partners
Gimv
Financial Expert
August 2013

GBL
Fairness opinion regarding the
subscription by GBL to the
Sagard III fund promoted by
Power Corporation of Canada
Financial Expert
February 2013

GBL
Fairness opinion regarding the
promotion of, and the
subscription to the Alladin
Credit Fund by GBL in
partnership with the
Sagard III fund
Financial Expert
February 2013

Valuation to I.R.I.S. in
framework of public bid by
Canon
on the shares of
IRIS
Document to Knowledge
Financial Expert
September 2012

Independent expert advice
to
VPK Packaging Group
in public bid by
Auriga Finance SA
Financial Expert
September 2012


Fairness opinion regarding the
launch of an additional share buy-
back through self offer, the change
of the capital structure and the
incurrence of additional debt to
finance the share buy-back
Financial Expert
August 2012

Expert valuation in sale of
holding company of
River Woods
Financial Expert
March 2012

Expert valuation
of
Sibelga
Financial Expert
March 2012

Expert valuation
to
Sowaspace
Valuation of
SONACA
Financial Expert
February 2012 & June 2010


Valuation of
VDK Spaarbank
in the context of a
potential restructuring
of shareholder structure
Financial Expert
December 2011

Annexe 5 – L'expertise de Degroof Petercam en évaluations d'entreprise et opinions d'équité (6/7)

Les références de Degroof Petercam dans l'élaboration d'opinions d'équité et d'opinions d'expert (3/4)

Valuation
of



Financial Expert
July 2011



Fairness opinion regarding
the public takeover bid
by Fingen

Financial Expert
March 2011

Expert valuation to



in sale of offshore wind
assets to



Financial Expert
March 2011



Fairness opinion
regarding the capital
increase
by Argen - Co

Financial Expert
September 2010



Fairness opinion regarding
the financial conditions proposed
to Electrabel
concerning the combination of
International Power with
GDF SUEZ Energy International

Financial Expert
September 2010

Expert valuation
to



in squeeze-out bid

Financial Expert
August 2010



Fairness opinion regarding
the sale by Fluxys
of its non regulated businesses
to Fluxys Holding (Publigas)

Financial Expert
June 2010



Fairness opinion regarding the
financial conditions of the
acquisition of a participation in
Fluxys LNG and
of the transfer of warranties
to Publigas

Financial Expert
April 2010

Expert advice
to



in public bid by



Financial Expert
March 2010

Independent expert advice
to



in public bid by

BOSTON NV

Financial Expert
April 2009



Annexe 5 – L'expertise de Degroof Petercam en évaluations d'entreprise et opinions d'équité (7/7)

Les références de Degroof Petercam dans l'élaboration d'opinions d'équité et d'opinions d'expert (4/4)

FLUXYS
EXCELLENCE IN GAS TRANSPORT

Fairness opinion regarding the 100% acquisition by Fluxys of Distrigaz & Co from Distrigaz

Financial Expert
June 2008



Expert valuation to **SOWAER** in sale of participation of **BRUSSELS SOUTH AIRPORT**

Financial Expert
June 2008



Fairness opinion regarding the merger of **Glaces de Moustier-sur-Sambre** with **Henex**

Financial Expert
August 2007



Electrabel

Fairness opinion regarding the acquisition of Suez-Tractebel

Financial Expert
July 2007



AGRIDEC

Fairness opinion regarding the sale of Agridec's Swiss branch assets and stakes in Codic Int. and Agridec Amercia Inc. to Société Financière de l'Etoile

Financial Expert
March 2007



ubizen

Fairness opinion regarding the squeeze-out by **cybertrust** of all shares and warrants

Financial Expert
December 2005



Expert valuation for **PharmaBioScience** of **tibotec virco**

Financial Expert
November 2006



DEXIA IMMO LUX

Fairness opinion regarding the public takeover bid on Dexia Immao Lux by Leaseinvest Real Estate SCA

Financial Expert
May 2006



ubizen

Fairness opinion regarding the public takeover bid by **cybertrust** on all shares and warrants

Financial Expert
April 2006

