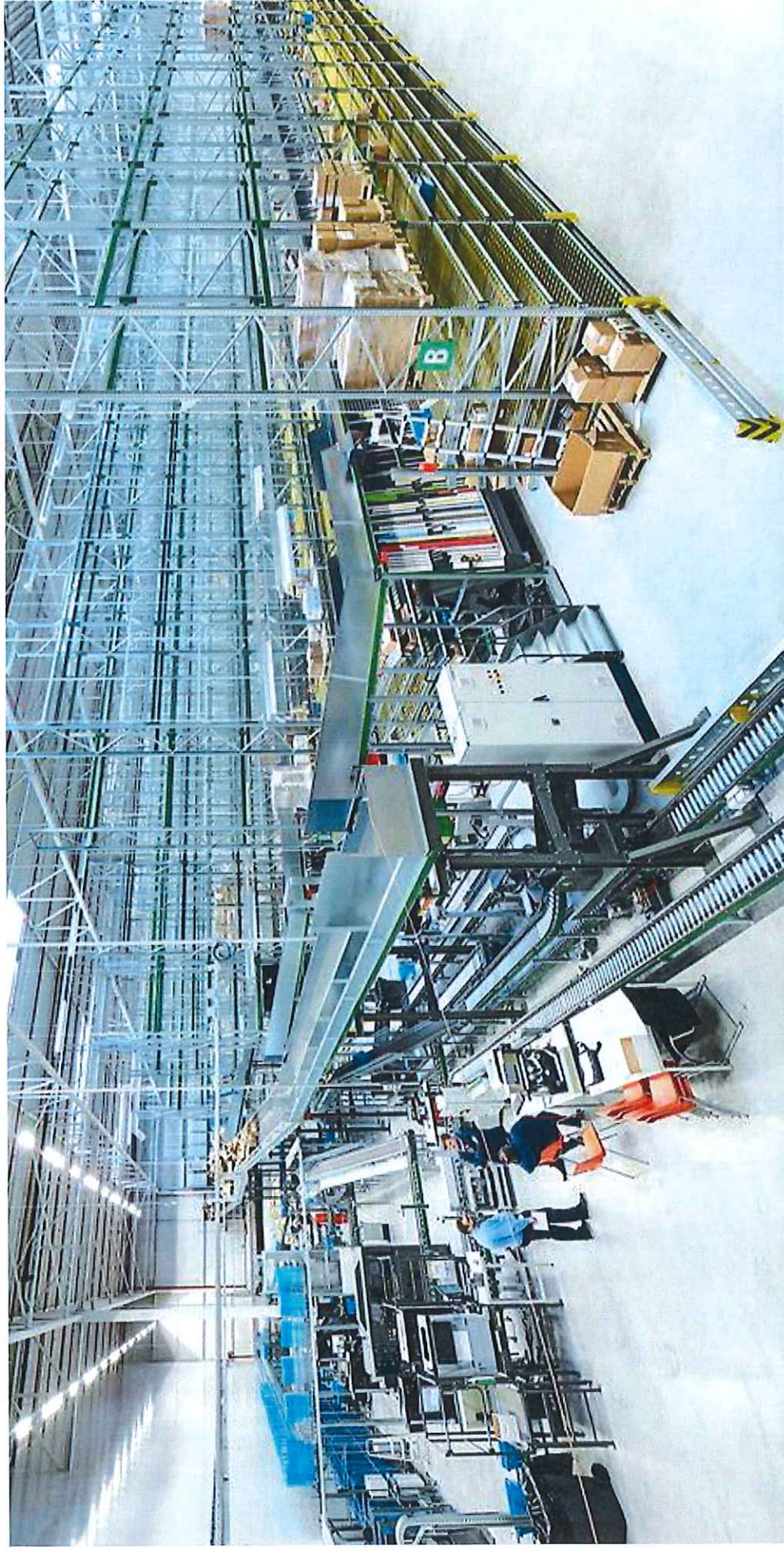


BIJLAGE 2
VERSLAG VAN DE ONAFHANKELIJKE EXPERT



PCB

Verslag van de onafhankelijke financiële expert

14 maart 2019

Inhoudsopgave

Inleiding	3
Onafhankelijkheid	5
Opdracht	7
Overzicht van PCB	10
Waarderingsmethodes en aanvullende overwegingen	15
Waardering van PCB	20
Conclusie	52
Analyse van de door de Bieder uitgevoerde waardering	55
Bijlagen	62



Deel I

Inleiding



Inleiding

Deze versie is een vertaling van de originele Engelstalige versie van het verslag

- OCP SA, een naamloze vennootschap naar Frans recht met statutaire zetel te 2 rue Galien, 93400 Saint Ouen (Frankrijk) en ingeschreven onder RCS Bobigny 345.277.917 (hierna “OCP” of de “Bieder”), heeft de Raad van Bestuur van PCB NV, een naamloze vennootschap naar Belgisch recht met statutaire zetel te Schumanplein 6/5, 1040 Brussel (België) en ingeschreven in de Kruispuntbank voor Ondernemingen onder nummer 0403.085.181 (hierna “PCB” of de “Vennootschap”), op de hoogte gebracht van zijn voornemen om een uitkoopprocedure op te zetten voor de verwerving van de overblijvende door PCB uitgegeven aandelen, die in handen zijn van het publiek (hierna de “Transactie”)
- OCP bezit (direct en indirect) 16.205.371 aandelen van PCB, wat 95,64% van het uitstaande aandelenkapitaal vertegenwoordigt. De 739.552 overblijvende aandelen, die 4,36% van de uitstaande aandelen van PCB vertegenwoordigen, worden verhandeld op Euronext Brussels
- De door OCP geboden prijs (“Biedprijs”) bedraagt € 8,4 per aandeel
- Degroof Petercam Corporate Finance NV, met statutaire zetel te Guimardstraat 18, 1040 Brussel (België) en ingeschreven in de Kruispuntbank voor Ondernemingen onder nummer 0864.424.606 (hierna “DPCF”), meent dat de Transactie onder artikelen 4 tot 6 van het Koninklijk Besluit van 27 April 2007 (zoals gewijzigd) betreffende de “openbare uitkoopbiedingen” valt (het “Koninklijk Besluit”)
- In dat kader heeft OCP DPCF aangesteld als onafhankelijke financieel expert met de opdracht om een verslag op te stellen overeenkomstig artikel 6 van het Koninklijk Besluit (hierna het “Verslag”)
- DPCF heeft een ruime expertise in financiële opdrachten en heeft in die hoedanigheid talrijke bedrijfswaarderingen en onafhankelijke financiële expert opdrachten voor bedrijven verzorgd, zoals vermeld in Bijlage 5
- Het Verslag omvat:
 - Een verklaring van onafhankelijkheid
 - Een omschrijving van de opdracht en de uitgevoerde taken
 - Een overzicht van de resources die zijn ingezet voor de opstelling van dit Verslag en de vergoeding van DPCF
 - Een beschrijving van de belangrijkste feitelijke informatie betreffende de Vennootschap en de Transactie
 - Een waarderingsanalyse van de Vennootschap, met inbegrip van een overzicht van de toegepaste waarderingsmethodologieën
 - Een analyse van de door de Bieder uitgevoerde en voorgestelde waardering
 - Onze conclusies
- Dit Verslag zal worden opgenomen in het prospectus dat door OCP zal worden ingediend bij de FSMA overeenkomstig artikelen 3 en 4 van het Koninklijk Besluit



Deel II

Onafhankelijkheid



Onafhankelijkheid van Degroef Petercam Corporate Finance

- DPCF en Bank Degroef Petercam verklaren en garanderen dat het in een onafhankelijke positie verkeert tegenover de Bieder, de Vennootschap en eventuele gelieerde ondernemingen, conform artikel 5 van het Koninklijk Besluit. Meer in het bijzonder verklaart DPCF niet in een van de situaties te verkeren die zijn uiteengezet in artikel 5 van het Koninklijk Besluit
- Bank Degroef Petercam is opgericht in 1871. Het is een wereldwijde en geïntegreerde bank die actief is in vermogensbeheer en investeringsbankieren, onder andere via zijn 100%-dochteronderneming DPCF. Het is dan ook actief betrokken bij een groot aantal financiële transacties voor rekening van zijn klanten en voor eigen rekening
- Noch DPCF noch Bank Degroef Petercam zijn gemandateerd om advies of begeleiding te verstrekken aan één van de bij de Transactie betrokken partijen, met uitzondering van deze opdracht. Daarnaast was DPCF niet betrokken bij het verlenen van enig advies betreffende de voorwaarden van de Transactie
- Noch DPCF noch Bank Degroef Petercam heeft een financieel belang bij de Transactie, met uitzondering van de vaste vergoeding die DPCF zal ontvangen voor het opstellen van dit Verslag
- Er is geen juridische of aandeelhoudersbandsband tussen de Bieder, de Vennootschap of hun gelieerde ondernemingen en enige entiteit van de groep Bank Degroef Petercam. Geen enkel lid van de groep Bank Degroef Petercam is een bestuurder van de Bieder, de Vennootschap of hun gelieerde ondernemingen
- In de twee jaar voor de Aankondiging van de Transactie hebben DPCF en Bank Degroef Petercam geen andere opdrachten uitgevoerd namens de Bieder, de Vennootschap of hun gelieerde ondernemingen
- DPCF bevestigt dat het over de nodige bekwaamheden en ervaring beschikt om op te treden als onafhankelijk expert en dat zijn structuur en organisatie geschikt zijn voor het opnemen van deze rol conform artikel 5 §4 van het Koninklijk Besluit
- Ten slotte heeft noch DPCF noch Bank Degroef Petercam een vordering op of schuld aan de Bieder, de Vennootschap of een van hun gelieerde ondernemingen in die mate dat deze vordering of schuld een situatie van economische afhankelijkheid creëert of zou kunnen creëren



Deel III

Opdracht



Opdracht (1/2)

- Het doel van dit Verslag is uitsluitend de artikelen 4 tot 6 van het Koninklijk Besluit na te leven
- Wij zijn uitgegaan van, en hebben vertrouwd op, zonder onafhankelijke verificatie, de juistheid en volledigheid van de historische financiële, boekhoudkundige, juridische en fiscale informatie in verband met de Vennootschap of de Bieder, zoals het zich kan voordoen, ter beschikking gesteld aan DPCF door of namens de Vennootschap of de Bieder, zoals het zich kan voordoen, zoals aangevraagd door DPCF, en bijgevolg dragen wij geen verantwoordelijkheid inzake de juistheid of volledigheid van deze informatie
- De Vennootschap heeft zich ertoe verbonden DPCF zonder verwijl te voorzien van alle informatie (met inbegrip van, onder andere, operationele, financiële, commerciële, juridische, regelgevende, boekhoudende, en andere relevante gegevens) waarover DPCF moet beschikken om zijn opdracht te kunnen vervullen. De Vennootschap heeft zich ertoe verbonden DPCF zonder verwijl te informeren over alle relevante wijzigingen in deze informatie, of meer in het algemeen over alle gebeurtenissen die een impact kunnen hebben op de uitvoering van zijn opdracht inzake het Verslag
- Daarnaast hebben wij informatie geselecteerd uit onafhankelijke externe kwaliteitsbronnen die volgens ons relevant zijn voor de waardering van de aandelen die het voorwerp van de Transactie vormen (zoals marktonderzoeken, gegevens van vergelijkbare bedrijven, waarderingsratio's van genoteerde vergelijkbare bedrijven en waarderingsratio's van transacties met vergelijkbare bedrijven). DPCF gaat ervan uit dat de gegevens van de marktonderzoeken, vergelijkbare bedrijven, waarderingsratio's van genoteerde vergelijkbare bedrijven en waarderingsratio's van transacties met vergelijkbare bedrijven die worden verstrekt door externe bronnen in alle opzichten juist, nauwkeurig en volledig zijn. DPCF kan niet aansprakelijk worden gesteld voor de verkeerde, onnauwkeurige of onvolledige aard van de hoger vermelde informatie
- De opstelling van dit Verslag is voltooid op 14 maart 2019. Het is gebaseerd op de marktinformatie per 30 augustus 2018 en de informatie van de Vennootschap zoals beschikbaar per datum van dit Verslag. Latere gebeurtenissen kunnen een impact hebben gehad op de geraamde waarde van de Vennootschap. DPCF is niet verplicht dit verslag aan te passen of het te bevestigen na de hoger vermelde datum. DPCF was niet op de hoogte van enige gebeurtenissen of nieuwe informatie die zijn ontstaan en die een significante impact zouden hebben gehad op de waardering tussen de datum van de waardering (30 augustus 2018) en de goedkeuring van het prospectus
- Dit Verslag mag niet worden gebruikt voor enig ander doel, of worden verveelvoudigd, verspreid of geciteerd op enig moment of op enige wijze zonder voorafgaande schriftelijke toestemming, tenzij eventueel in of als bijlage bij het prospectus betreffende de Transactie



Opdracht (2/2)

- DPCF heeft 3 resources toegewezen voor de opstelling van dit Verslag, te weten: Alexis Meeus, Managing Partner, CEO DPCF; Edgar Hujoel, Senior Vice President; Pietro Urso, Associate. Het team kon een beroep doen op aanvullende resources van DPCF wanneer nodig
- Krachtens een nieuw Koninklijk Besluit van 23 september 2018, tot wijziging van het Koninklijk Besluit van 27 april 2007 op de openbare uitkoopbiedingen, moeten bidders onafhankelijke adviseurs aanstellen op basis van een nieuwe selectieprocedure. OCP heeft onze opdracht opgeschort om deze verplichting te kunnen naleven, en heeft onze opdracht dan bevestigd op basis van de nieuwe procedure
- In de loop van onze opdracht, uitgevoerd tussen 21 maart 2018 and de goedkeuring van het prospectus, hebben wij de volgende taken volbracht:
 - ✓ De Transactie en haar voorwaarden in detail geanalyseerd;
 - ✓ De publiek beschikbare documenten geanalyseerd (zoals jaarverslagen, notulen van de (buitengewone) algemene vergaderingen, verslagen van onafhankelijke experts enz.) betreffende de historische financiële resultaten van de Vennootschap per 31 maart 2018 en de Inbreng in Natura ("iIN") van McKesson Belgium Holdings BVBA ("McKBH") door OCP in PCB;
 - ✓ Gesprekken en vergaderingen gehouden met de Vennootschap, de Bieder en zijn adviseur. Meer specifiek hebben wij overlegd met de volgende personen bij de Bieder en de Vennootschap:
 - Thomas Dorschner – Head of Group M&A, McKesson Europe;
 - Igor Kraus – M&A Manager, McKesson Europe; en
 - Arnaud Berken – CFO, PCB
 - ✓ Een onafhankelijke analyse uitgevoerd inzake de waardering van PCB
- DPCF bevestigt dat de gebruikte waarderingmethodes en assumpties relevant en gerechtvaardigd zijn voor de opstelling van dit Verslag
- Er zijn geen aandelenanalisten die de Vennootschap volgen, en er zijn dan ook geen onderzoeksverslagen beschikbaar
- Bijlage 1 somt de documenten op die wij hebben ontvangen van de Bieder en zijn adviseur
- Krachtens de opdrachtsbrief die is ondertekend op 20 maart 2018 tussen DPCF en OCP ontving DPCF een vaste vergoeding van € 200.000 (exclusief btw) voor de opstelling van dit Verslag



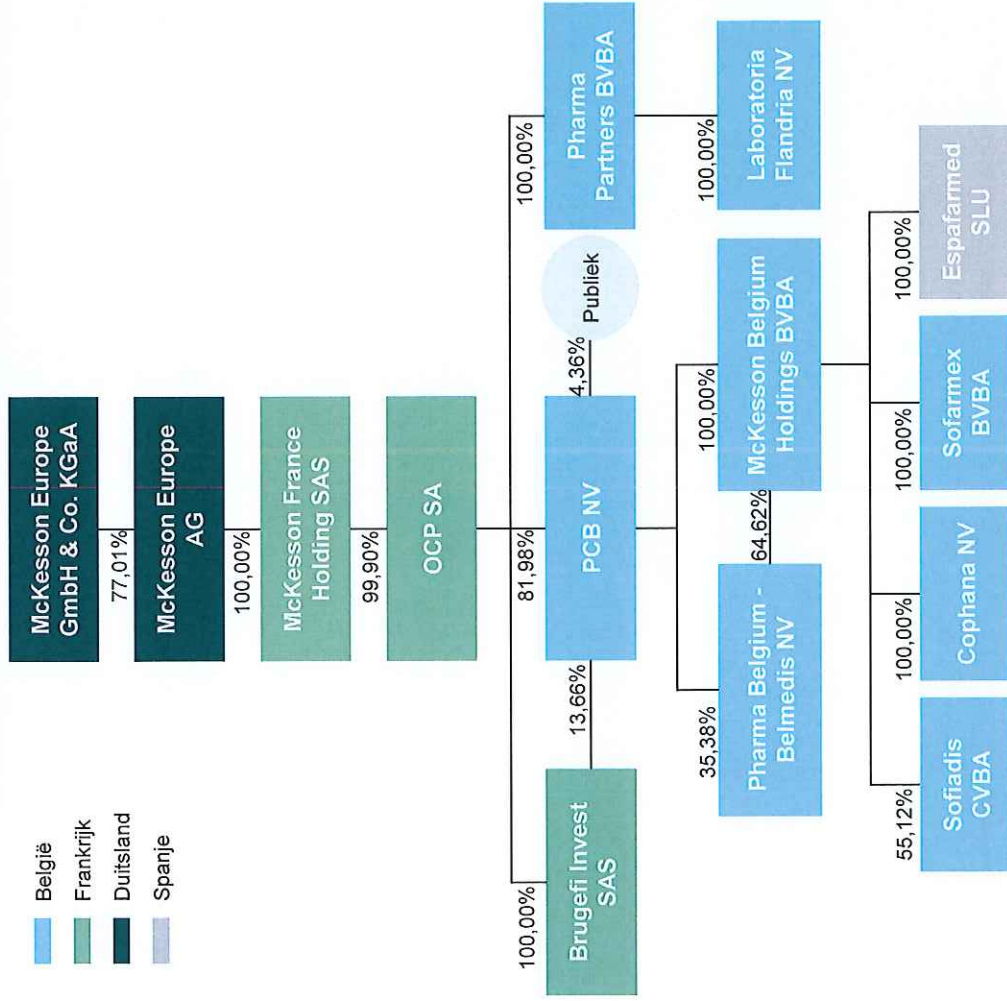
Deel IV

Overzicht van PCB



Overzicht van PCB (1/4)

Organisatiestructuur



Bron: Vennootschap

PCB

- PCB is een Belgisch genoteerde vennootschap, met hoofdkantoor in Brussel. Het is actief als groothandelaar van farmaceutische producten voor apotheken, laboratoria en ziekenhuizen in België, via zijn operationele dochterondernemingen Pharma Belgium – Belmedis NV en McKBH
- PCB staat onder controle van McKesson Europe AG via OCP en Brugefi Invest SAS

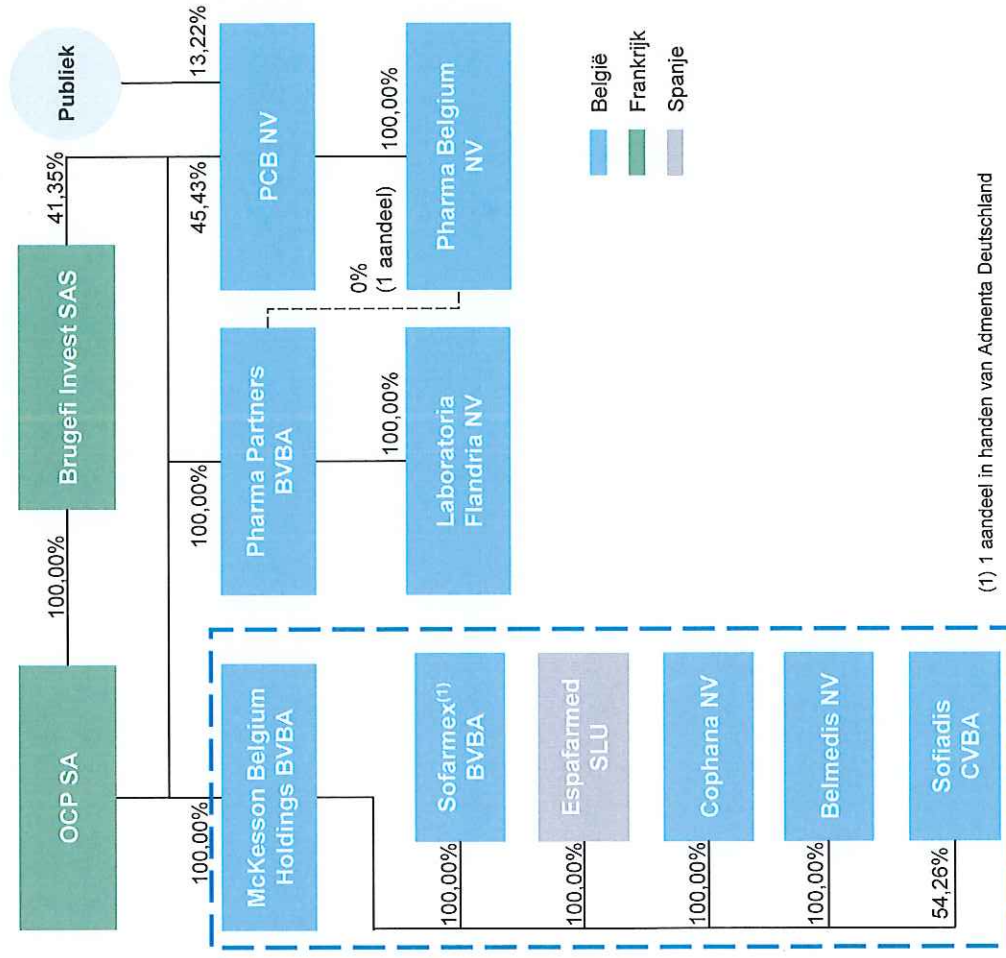
In 2017 hebben er drie belangrijke gebeurtenissen plaatsgevonden:

- Op 2 mei 2017 heeft McKBH de overname van vijf vennootschappen voltooid: Sofarmex BVBA, Espafarmed SLU, Cophana NV, Belmedis NV en Sofiadis CVBA
- Op 20 oktober 2017 (de "Aankondiging" of de "Aankondigingsdatum") kondigde OCP zijn voornemen aan om een uitkoopprocedure op te zetten voor de verwerving van de 4,4% overblijvende publieke aandelen, die naar verwachting ging plaatsvinden na de liN van McKBH door OCP in PCB
- Op 20 december 2017 werd de liN van McKBH door OCP in PCB goedgekeurd door de buitengewone algemene vergadering



Overzicht van PCB (2/4)

Organisatiestructuur - vóór de liN



(1) 1 aandeel in handen van Admenta Deutschland

Bron: Vennootschap

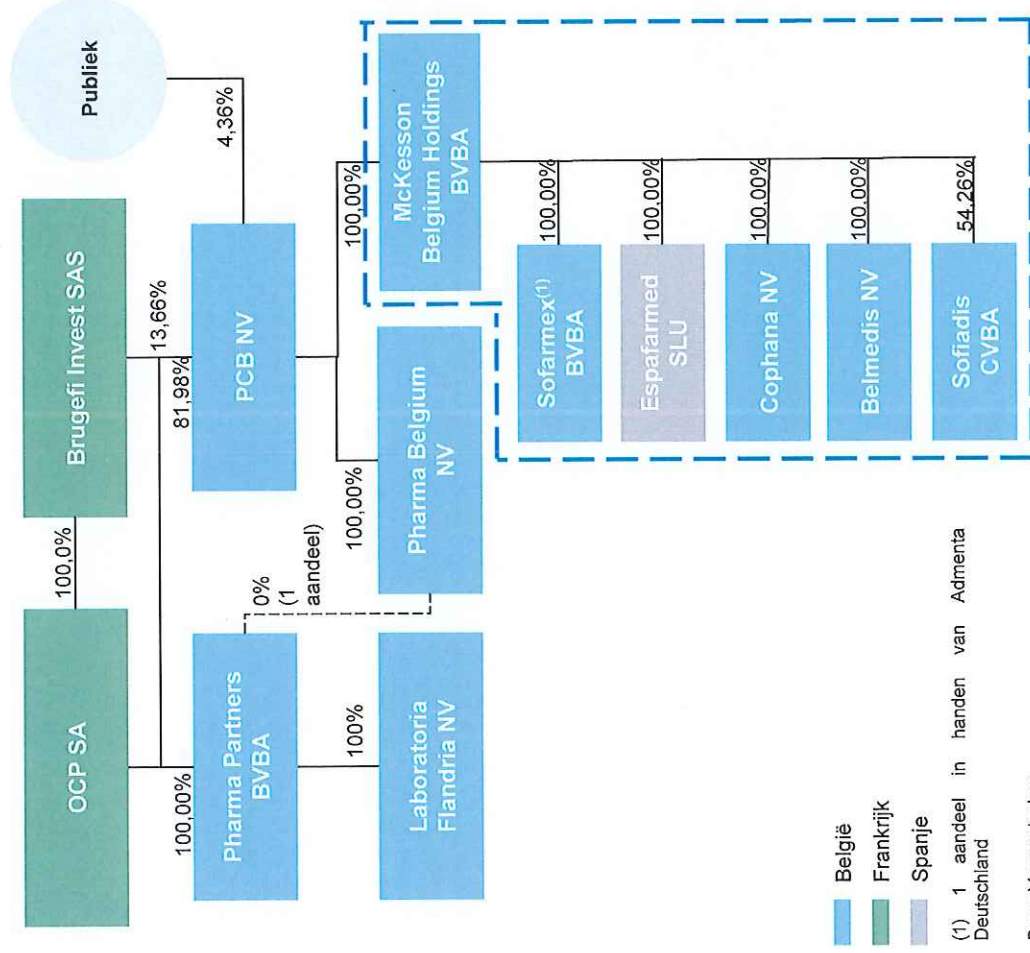
1. McKBH nam 5 vennootschappen over

- McKBH werd specifiek opgericht voor de overname van vijf vennootschappen, die werd voltooid op 2 mei 2017
 - **Sofarmex BVBA** (100,0%): entiteit die hoofdzakelijk farmaceutische producten exporteert binnen de Europese Unie. De overname van Sofarmex BVBA gebeurde door middel van een activatransactie in plaats van een aandelentransactie
 - **Espafarmed SLU** (100,0%): Spaanse handelsagent die Spaanse producten levert
 - **Cophana NV** (100,0%): logistiek bedrijf (pre-wholesaler) dat diensten biedt op het vlak van opslag, orderverzamelen en levering aan apotheken en distributeurs, naast facturatie- en incassodiensten voor laboratoria
 - **Belmedis NV** (100,0%): groothandelaar van farmaceutische producten voor apotheken, laboratoria en ziekenhuizen in België. Belmedis is de op één na grootste groothandelaar in België, na Febelco
 - **Sofiadis CVBA** (54,3%): aankoopgroep voor Belgische apothekers (circa 530 onafhankelijke apothekers bezitten een belang van 45,7%). Sofiadis levert producten aan zijn leden en McKBH. McKBH organiseert vervolgens de levering en de logistieke diensten



Overzicht van PCB (3/4)

Organisatiestructuur - na de liN



2. Aankondiging van het uitkoopbod

- Op 20 oktober 2017 kondigde OCP zijn voornemen aan om een uitkoopprocedure op te zetten met een prijsvork tussen € 7 en € 9 per aandeel

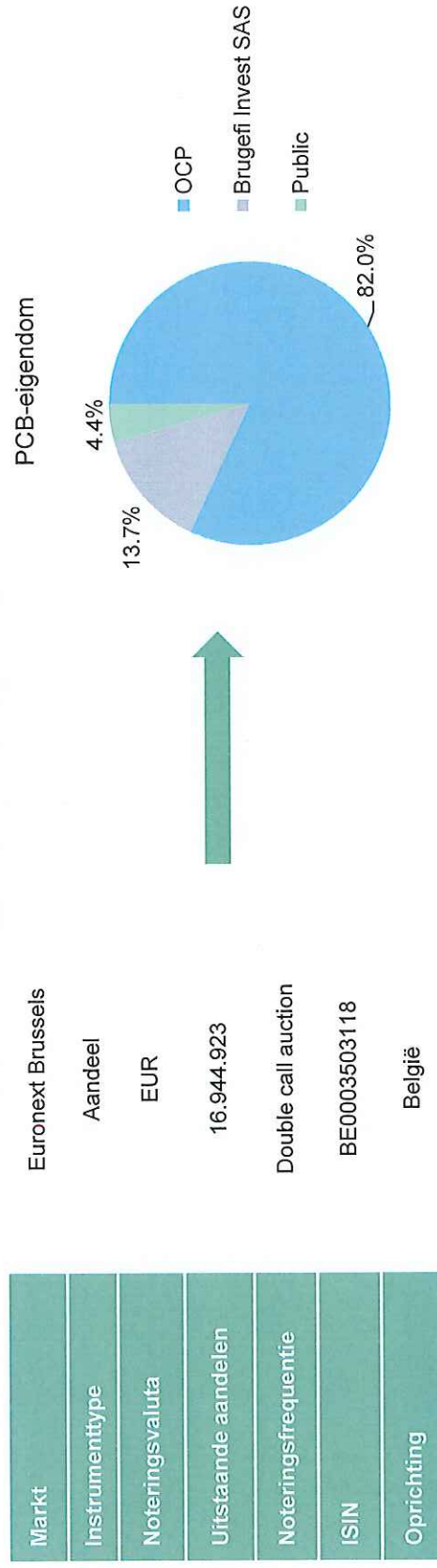
- Het uitkoopbod was afhankelijk van het slagen van de liN van McKBH door OCP in PCB

3. liN van McKBH door OCP in PCB

- Op 20 december 2017 keurde de buitengewone algemene vergadering van PCB de liN van 100% van McKBH door OCP in PCB goed
- De liN werd gewaardeerd op € 66,6 miljoen, met verhoging van het kapitaal van PCB tot gevolg door de uitgifte van 11.348.403 nieuwe gewone aandelen tegen een prijs van € 5,87 per aandeel. Deze nieuwe aandelen werden toegewezen aan OCP, ter vergoeding van zijn inbreng
- De liN resulteerde in de vervatting van het publiek aangehouden belang van 13,2% naar 4,4% van het uitstaande kapitaal van PCB

Overzicht van PCB (4/4)

Overzicht aandeelhouderschap PCB



Governance-structuur

Leden van de Raad

- Brugefi Invest S.A.S., vertegenwoordigd door Philippe Lacroix, niet-uitvoerend bestuurder;
- OCP SA, vertegenwoordigd door Hubert Olivier, niet-uitvoerend bestuurder;
- Alain Charlier, niet-uitvoerend bestuurder;
- Martine Blockx, onafhankelijk bestuurder;
- Delvero BVBA, vertegenwoordigd door Véronique Delens, onafhankelijk bestuurder; en
- LP Management Services BVBA, vertegenwoordigd door Laurent Pieraerts, onafhankelijk bestuurder

Management

- Philippe Lacroix, executive manager; en
- Amaud Berken, CFO

Bronnen: Vennootschap, Euronext



Deel V

Waarderingsmethodes en aanvullende overwegingen



Waarderingsmethodes en aanvullende overwegingen (1/3) - Aanpak (1/2)

WAARDERINGS- OPDRACHT

- Het doel van dit Verslag is een waardering op te stellen voor PCB op zelfstandige basis en op basis van het continuïteitsbeginsel per 30 augustus 2018, met inbegrip van de potentiële synergieën die worden verwacht uit de combinatie van PCB en MckBH
- In dat verband hebben wij een businessplan op lange termijn ontvangen van PCB voor de periode BJ2019-BJ2028, inclusief de raming van de financiële prestaties van PCB op zelfstandige basis en de raming van de verwachte synergieën (het "Businessplan")
- Wij hebben onze waarderingsanalyse gebaseerd op dit Businessplan

PRIMAIRE WAARDERINGS- METHODE

Discounted cashflow ("DCF") analyse

- Wij hebben de DCF-analyse gekozen als de belangrijkste waarderingsmethode voor PCB, gelet op de toekomstperspectieven van het bedrijf en het gebrek aan andere geschikte waarderingsmethodologieën voor PCB
- Wij hebben de aannames die ten grondslag liggen aan de ramingen op zelfstandige en synergiebasis zoals gepresenteerd in het Businessplan onderzocht en beoordeeld

SECUNDAIRE WAARDERINGS- METHODES

- De analyse van vergelijkbare bedrijven (comparable company analysis, "CCA") en de analyse van vergelijkbare transacties (comparable transaction analysis, "CTA") zijn niet gekozen als primaire waarderingsmethodes vanwege:
 1. het gebrek aan direct vergelijkbare genoteerde bedrijven;
 2. de beperkte beschikbaarheid van transactiespecifieke informatie voor vergelijkbare transacties; en
 3. het feit dat de voor de waardering gebruikte historische en geraamde bedrijfsresultaten niet de volledige impact van de potentiële synergieën omvatten die over een periode van 5 jaar worden verwacht
- Deze methodes worden dan ook gebruikt als referentiepunten en extra toetsing van de primaire waarderingsmethode



Waarderingsmethodes en aanvullende overwegingen (2/3) - Aanpak (2/2)

AANVULLENDE WAARDERINGS- OVERWEGINGEN

- Naast de primaire en secundaire waarderingsmethodes, hebben wij ook aanvullende waarderingsoverwegingen gebruikt voor de waardebeoordeling van PCB, die bestaan uit de:
 - ✓ aandelenkoersanalyse van PCB; en de
 - ✓ analyse van de openbaarbodempremies
- Net zoals de CCA- en CTA-benaderingen worden ook deze overwegingen gebruikt als referentiepunten en extra toetsing voor onze primaire waarderingsmethode, de DCF-analyse, vooral vanwege de beperkte liquiditeit van het PCB-aandeel

UITGESLOTEN WAARDERINGS- METHODE

Nettovermogenswaarde-methode ("NVW")

- Wij hebben de NVW-methodologie niet gekozen om de volgende redenen:
 - ✓ De NVW-methode is gebaseerd op een retrospectieve benadering en is meer geschikt voor bedrijven met aanzienlijke materiële activa (zoals holding- en vastgoedmaatschappijen);
 - ✓ Deze methode gaat niet uit van het continuïteitsbeginsel en is dan ook meer geschikt voor vereffeningen; en
 - ✓ Deze methode houdt geen rekening met enige verwachte synergie-effecten

Waarderingsmethodes en aanvullende overwegingen (3/3) - Overzicht

PRIMAIRE		SECUNDAIRE		AANVULLENDE WAARDERINGSOVERWEGINGEN	
DCF		CCA	CTA	Aandelenkoersanalyse	Analyse van de openbaarbodpremies
Berekening van de huidige waarde van de schuldenvrije vrije cashflow van de Vennootschap over een ramingsperiode en de eindwaarde, gedisconteerd tegen het verwachte rendement	Analyse gebaseerd op de marktwaarderingen van "vergelijkbare" beursverhandelde vennootschappen met vergelijkbare activiteiten	- Analyse gebaseerd op vergelijkbare voorgaande fusie- en overnamewaarderingen - Geeft een idee van de waarderingen in een transactierelevante context	- Analyse van de aandelenkoers van de Vennootschap vóór de Aankondigingsdatum vs. een indexbenchmark over 5 jaar - Analyse van de aandeelvolumes en -liquiditeit - Analyse van de geboden premie	- Analyse van vrijwillige en verplichte openbare overnamebiedingen voor vennootschappen genoteerd op Euronext Brussels (uitgezonderd vastgoedcertificaten) - Enkel geslaagde overnamebiedingen van aandeelhouders met controle worden in beschouwing genomen	- Analyse van de aandelenmarktverhouding's toegepast op de bedrijfsresultaten van de Vennootschap - De resulterende waarderingen weerspiegelen wat de markt bereid is te betalen voor een liquide aandeel
- Preliminair cashflowanalyse op basis van het Businessplan - Hangt af van diverse veronderstellingen betreffende de waarderingsparameters (zoals gewogen gemiddelde kapitaalmarkt (WACC), bestendige groei)	- Analyse van de aandelenmarktverhouding's toegepast op de bedrijfsresultaten van de Vennootschap - De resulterende waarderingen weerspiegelen wat de markt bereid is te betalen voor een liquide aandeel	- Ratio's op basis van vergelijkbare transacties (kunnen controlewijziging en potentiële synergiepremies weerspiegelen) - Ratio's betaald voor vergelijkbare bedrijven worden toegepast op de historische bedrijfsresultaten	- De beperkte beschikbare informatie maakt een objectieve vergelijking moeilijk - Probleem om transactiespecifieke kenmerken zoals synergieën of herstructureringskosten in de betaalde prijs te evalueren	Er kunnen verschillen zijn tussen de sectoren	
- Houdt rekening met de toekomstige groeivoorzichten van het bedrijf, maar het blijft moeilijk om de cashflows nauwkeurig te voorspellen op middellange tot lange termijn - Sterk afhankelijk van diverse veronderstellingen (zoals omzetgroei, evolutie van de kosten)	- De waardering is meer relatief dan absoluut - Omvat geen controle- of synergiepremies - Gaat ervan uit dat vergelijkbare bedrijven belangrijke kenmerken op operationeel en financieel gebied, en bedrijfskatalysatoren en -risico's delen				
DPCF waarderings- focus					

Van Ondernemingswaarde naar Aandeelwaarde

Waarderingsmethodes

1. Primaire waarderingsmethode: DCF-analyse
2. Secundaire waarderingsmethodes: CCA en CTA
3. Aanvullende waarderingsoverwegingen: aandelenkoersanalyse en analyse van openbaarbodpremies

Ondernemingswaarde

Aangepaste netto financiële schuld, per 31 maart 2018 (in € m)	
Financiële schulden	23,2
Liquide middelen	(2,0)
Netto financiële schuld	21,2
Aanpassingen netto financiële schuld	
Cash pool vordering	(37,0)
Minderheidsbelang	2,4
Overgedragen fiscale verliezen	(1,1)
(Pre-)pensioenvoorzieningen	1,1
NWK aanpassing	19,8
Totale aanpassingen	(14,9)
Aangepaste netto financiële schuld	6,3

Waarde van het eigen vermogen

Gedeeld door
het aantal volledig verwaterde PCB-aandelen:
16.944.923

Waarde van het eigen vermogen per Aandeel of de Aandeelwaarde

Bron: Jaarverslag PCB 2018

- Op basis van de hoger vermelde waarderingsmethodes komen we tot een raming van de Ondernemingswaarde ("OW") van PCB
- Door de OW te corrigeren voor de aangepaste netto financiële schuld ("NFD") per 31 maart 2018 komen we tot de waarde van het eigen vermogen
 - De aanpassingen voor netto financiële schuld omvatten:
 - langlopende vorderingen voor € 37 miljoen in verband met de cashpooling met gelieerde entiteiten van de McKesson Europe Group (onder liquide middelen)
 - (niet gecontroleerd) minderheidsbelang van € 2,4 miljoen in Sofiadis CVBA (onder schulden)
 - overgedragen fiscale verliezen van € 1,1 miljoen (onder liquide middelen)
 - (Pre-)pensioenvoorzieningen van € 1,1 miljoen, na aftrek van de betrokken uitgestelde belastingvorderingen (onder schulden)
 - aanpassing in nettowerkkapitaal ("NWK") van € 19,8 miljoen (zie pagina's 59 en 65)
- Door de waarde van het eigen vermogen te delen door het aantal volledig verwaterde aandelen, komen we tot de waarde van het eigen vermogen per Aandeel of de Aandeelwaarde



Deel VI

Waardering van PCB

6.1 Businessplan	21
6.2 Discounted cashflow	31
6.3 Analyse vergelijkbare bedrijven	36
6.4 Analyse vergelijkbare transacties	43
6.5 Aanvullende waarderingsoverwegingen	47

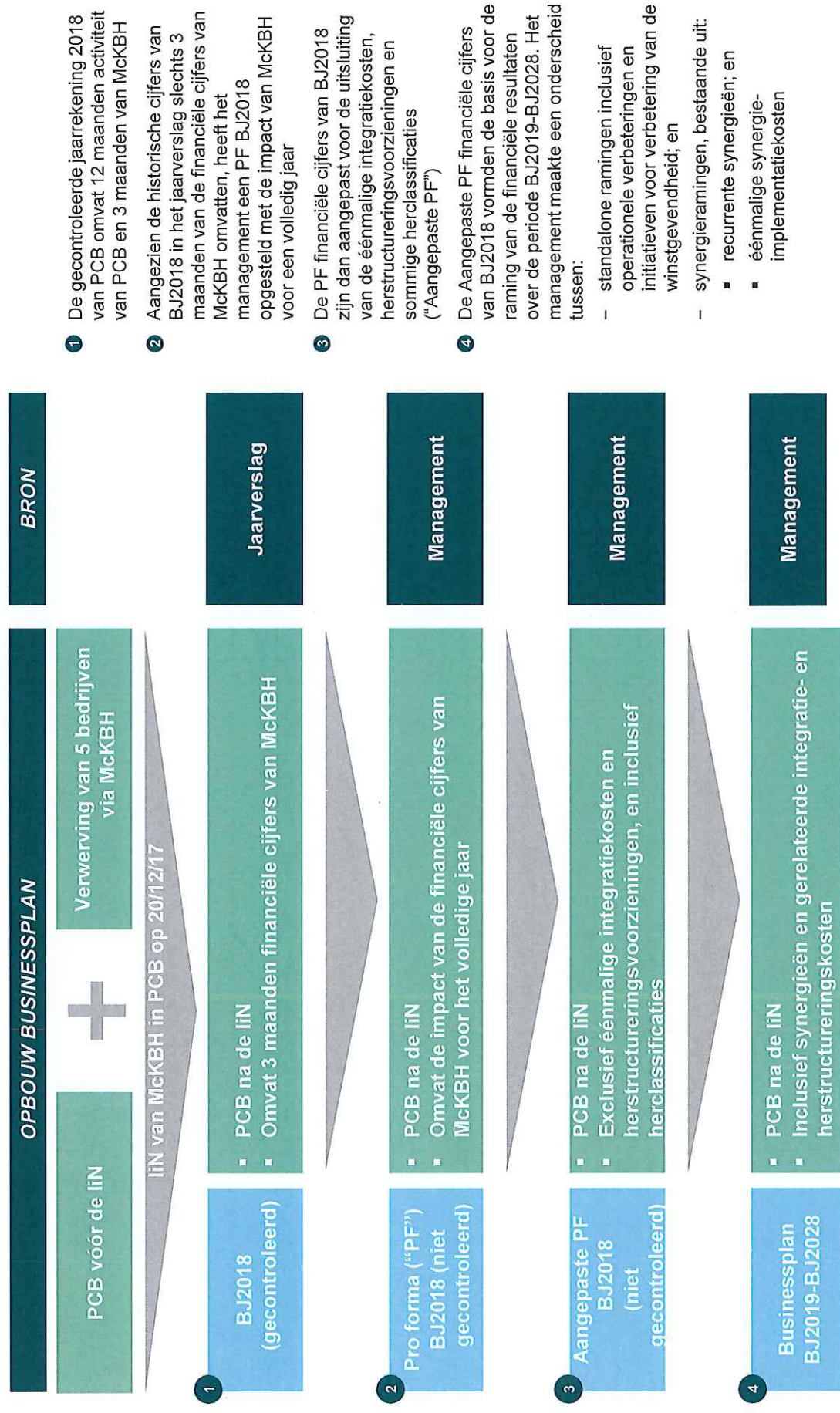


Deel VI

Waardering van PCB

6.1 Businessplan	21
6.2 Discounted cashflow	31
6.3 Analyse vergelijkbare bedrijven	36
6.4 Analyse vergelijkbare transacties	43
6.5 Aanvullende waarderingsoverwegingen	47

Businessplan (1/9) – Grondslag voor de opstelling



Bron: Management



Businessplan (2/9) – Standalone ramingen (1/4)

Businessplan In € m	A										B									
	mrt-18 PF	mrt-18 Aangepaste PF	mrt-19	mrt-20	mrt-21	mrt-22	mrt-23	mrt-24	mrt-25	mrt-26	mrt-27	mrt-28	Eindjaar Voorspelling							
Netto-omzet	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							
% groei			2,3%	1,6%	0,6%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%							
Bedrijfskosten verkochte goederen	(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)							
Brutowinst	71,3	69,1	72,4	73,9	75,3	76,6	78,3	79,1	79,8	80,6	81,5	82,3	83,1							
% netto-omzet	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%							
Bezoldigingen en sociale lasten	(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)							
% netto-omzet	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%							
Overige bedrijfskosten	(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)							
% netto-omzet	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%							
Overige bedrijfsinkomsten	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							
EBITDA uitgezonderd van synergieën	(3,6)	8,2	9,1	9,9	10,3	11,0	11,5	12,7	12,8	12,9	13,0	13,2	13,3							

A. (Aangepaste) PF BJ2018

- Zoals eerder uiteengezet, bieden de PF cijfers van BJ2018 een kijk op de gecombineerde financiële cijfers van McKBH en PCB als ware de IIN van kracht geworden op 1 april 2017
- Deze zijn door het management aangepast voor:
 - Éénmalige elementen:

- 1 personeel: herstructureringsvoorziening van € 8,7 miljoen in verband met het personeel; en
- 2 integratiekosten in verband met de IIN van € 3,1 miljoen
- 3 Herclassificaties met het oog op een meer logisch uitgangspunt voor de ramingen:
 - Herclassificatie van € 2,2 miljoen van brutowinst naar overige bedrijfsinkomsten (in verband met promotie-, reclame en gegevensverkoopopbrengsten); en
 - herclassificatie van de vrijgave van een voorziening voor oninbaarheid van € 2,3 miljoen van overige bedrijfsinkomsten naar overige bedrijfskosten

B. Aannames

- Op basis van de Aangepaste PF BJ2018 heeft het management ramingen opgesteld voor de financiële resultaten over een periode van 10 jaar. De eerste 5 jaar zijn gebaseerd op de onderstaande veronderstellingen, terwijl de volgende 5 jaar uitgaan van een langetermijngroei van 1,0%, wat strookt met de bestendige groei van het management:

FINANCIËLE POST

5

- De netto-omzetgroei over de periode BJ2019 - BJ2023 zal naar verwachting vooral worden aangestuurd door:

1. een toename van het marktaandeel van PCB, terwijl het management uitgaat van een groei van 0% voor de markt zelf;
2. groei boven het marktgemiddelde van Lloydspharma (het eigen detailhandelsbedrijf van McKesson Europe (geen eigendom van PCB));
3. uitbreiding van zijn activiteiten in de ziekenhuis- en thuiszorg, een markt die sneller groeit dan de detailhandel; en de
4. ontwikkeling van een e-commerce website die onafhankelijke apothekers kunnen gebruiken om hun verkoop te versterken

Netto-omzetgroei

- Vanaf BJ2024 zal de netto-omzet naar verwachting groeien tegen 1,0%

Bron: Management



Businessplan (3/9) – Standalone ramingen (2/4)

A		B															
Businessplan		mrt-18	mrt-18	mrt-19	mrt-20	mrt-21	mrt-22	mrt-23	mrt-24	mrt-25	mrt-26	mrt-27	mrt-28	Eindjaar			
In € m	PF	Aangepaste PF	Voorspelling	Voorspelling	Voorspelling	Voorspelling	Voorspelling	Voorspelling	Voorspelling	Voorspelling	Voorspelling	Voorspelling	Voorspelling	Voorspelling	Voorspelling	Voorspelling	Voorspelling
Netto-omzet	1.131,5	1.131,5	1.158,0	1.176,8	1.183,9	1.194,1	1.205,9	1.218,0	1.224,4	1.230,1	1.242,4	1.254,9	1.267,4	1.280,1			
% groei			2,3%	1,6%	0,6%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%			
Bedrijfskosten verkochte goederen	(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)				
Brutowinst	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				
% netto-omzet	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%				
Bezoldigingen en sociale lasten	(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)				
% netto-omzet	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%				
Overige bedrijfskosten	(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)				
% netto-omzet	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%				
Overige bedrijfsinkomsten	2,8	2,8	2,7	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,9	2,9	2,9				
EBITDA uitgezonderd van synergieën	(3,6)	8,2	9,1	9,9	10,3	11,0	11,0	12,5	12,7	12,8	12,9	13,0	13,2	13,3			

FINANCIËLE POST

AANNAMES

6

- De brutowinstmarge zal naar verwachting toenemen van 6,1% in BJ2018 naar 6,5% in BJ2023 dankzij diverse initiatieven, zoals de:
 - optimalisatie van de kortingen (grootste impact);
 - ontwikkeling van een eigen merkenaanbod, dat hogere brutomarges genereert; en de
 - ontwikkeling van de pre-wholesale activiteit van Cophana
- Vanaf BJ2024 zal de brutowinstmarge naar verwachting op 6,5% van de netto-omzet blijven

7

Personeelskosten

- De personeelskosten zullen naar verwachting met 4,4% toenemen in BJ2019 vanwege de harmonisatie van de weddeschalen in de sector, die leidt tot hogere kosten. In BJ2020 zullen deze kosten naar verwachting toenemen met 0,5%, en met 0,6% à 2,5% per jaar in de periode BJ2021-BJ2023, rekening houdend met:
 - efficiëntieverbeteringen die de productiviteit verhogen dankzij de kapitaalinvesteringen in nieuwe/betere apparatuur, IT enz.; en
 - verhoging van de leveringsefficiëntie (vanaf BJ2021)
- Vanaf BJ2024 zullen de personeelskosten naar verwachting stijgen met jaarlijks 1,0%

Bron: Management



Businessplan (4/9) – Standalone ramingen (3/4)

Businessplan In € m	A										B										Eindjaar Voorspelling
	mrt-18 PF	mrt-18 Aangepaste PF	mrt-19 Voorspelling	mrt-20 Voorspelling	mrt-21 Voorspelling	mrt-22 Voorspelling	mrt-23 Voorspelling	mrt-24 Voorspelling	mrt-25 Voorspelling	mrt-25 Voorspelling	mrt-26 Voorspelling	mrt-27 Voorspelling	mrt-28 Voorspelling	mrt-28 Voorspelling	mrt-29 Voorspelling	mrt-30 Voorspelling	mrt-31 Voorspelling	mrt-32 Voorspelling	mrt-33 Voorspelling	mrt-34 Voorspelling	
Brutowinst	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	83,1	83,1	83,1	83,1	83,1
% netto-omzet	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%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%	6,5%
Bezoldigingen en sociale lasten	(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)	(45,4)	(45,4)	(45,4)	(45,4)	(45,4)
% netto-omzet	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%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Overige bedrijfskosten	(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)	(27,3)	(27,3)	(27,3)	(27,3)	(27,3)
% netto-omzet	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%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Gebouwen	(4,0)	(4,0)	(4,1)	(4,3)	(4,5)	(4,8)	(5,0)	(5,1)	(5,1)	(5,2)	(5,2)	(5,3)	(5,3)	(5,3)	(5,3)	(5,3)	(5,3)	(5,3)	(5,3)	(5,3)	(5,3)
% netto-omzet	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
IT kosten	(1,6)	(1,6)	(1,6)	(1,7)	(1,8)	(1,8)	(1,8)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)	(1,9)
% netto-omzet	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	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)	(13,6)	(13,7)	(13,7)	(13,7)	(13,7)	(13,7)	(13,7)	(13,7)	(13,7)	(13,7)
% netto-omzet	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%
Vergoeding bestuurders of zaakvoerders	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)
% netto-omzet ⁽¹⁾	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Flandria lease	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)
% netto-omzet	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Andere andere kosten	(10,7)	(5,4)	(4,7)	(5,0)	(5,1)	(5,1)	(4,9)	(4,9)	(5,0)	(5,0)	(5,1)	(5,1)	(5,2)	(5,2)	(5,2)	(5,2)	(5,2)	(5,2)	(5,2)	(5,2)	(5,2)
% netto-omzet	0,9%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Overige bedrijfskosten	2,8	2,8	2,7	2,8	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	2,9	2,9	2,9	2,9
EBITDA uitgezonderd van synergieën	(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	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3
% netto-omzet	(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%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
% groei			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%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%

FINANCIËLE POST

8

AANNAMES

- De overige bedrijfskosten zullen naar verwachting toenemen met 2,2% in BJ2019, met 2,5% in BJ2020, en met (0,4)% à 0,1% per jaar tijdens de periode BJ2021-BJ2023, rekening houdend met:
 - efficiëntieverbeteringen die de productiviteit verhogen dankzij de kapitaalinvesteringen in nieuwe/betere apparatuur, IT enz.; en
 - verhoging van de leveringsefficiëntie (vanaf BJ2021), die naar verwachting besparingen in de transportkosten zullen opleveren
- Vanaf BJ2024 zullen de overige bedrijfskosten naar verwachting stijgen met jaarlijks 1,0%

Overige bedrijfskosten

(1) Kosten van operationele leases in verband met de huur van de handelszaak van Laboratoria Flandria NV, inclusief de klanten en de merknaam van Flandria. Er is overeengekomen dat de jaarlijkse huurkosten niet minder dan € 0,6 miljoen en niet meer dan € 0,8 miljoen zouden bedragen, en dat ze jaarlijks zouden worden herzien op basis van de evolutie van de door PCB via de klantenbasis van Flandria gegenereerde EBIT. In het Businessplan wordt ervan uitgegaan dat PCB een jaarlijkse huur van € 0,6 miljoen zal betalen aan Pharma Partners BVBA, de eigenaar van Flandria (geen verhogingen verwacht). In BJ2021 wordt ervan uitgegaan dat PCB de merknaam en de klantenportefeuille zal overnemen tegen een vergoeding van € 4,2 miljoen (opgenomen in kapitaalinvesteringen, zie p. 29).

(2) Betreft reiskosten, communicatiekosten, conferenties, auditvergoedingen, reparatie- en onderhoudskosten (in verband met de logistieke uitrusting), juridische kosten enz.

Bron: Management



Businessplan (5/9) – Standalone ramingen (4/4)

Businessplan	A													B												
	mrt-18	mrt-18	mrt-19	mrt-20	mrt-21	mrt-22	mrt-23	mrt-24	mrt-25	mrt-26	mrt-27	mrt-28	Eindjaar													
In € m	PF	Aangepaste PF	Voorstelling	Voorstelling	Voorstelling	Voorstelling	Voorstelling	Voorstelling	Voorstelling	Voorstelling	Voorstelling	Voorstelling	Voorstelling													
Netto-omzet	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													
% groei			2,3%	1,6%	0,6%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%													
Bedrijfskosten verkochte goederen	(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)													
Brutowinst	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													
% netto-omzet	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%													
Bezoldigingen en sociale lasten	(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)													
% netto-omzet	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%													
Overige bedrijfskosten	(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)													
% netto-omzet	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%													
Overige bedrijfsinkomsten	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													
EBITDA uitgezonderd van synergieën	9	8,2	9,1	9,9	10,3	11,0	12,5	12,7	12,8	12,9	13,0	13,2	13,3													
% netto-omzet	(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%													
% groei			11,3%	8,1%	4,4%	6,6%	14,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%													
Afschrijvingen en waardeverminderingen		(4,8)	(2,9)	(2,8)	(2,7)	(2,7)	(2,7)	(3,1)	(3,0)	(2,8)	(2,6)	(2,4)	(1,5)													
EBIT uitgezonderd van synergieën	10	3,4	6,3	7,1	7,6	8,3	9,9	9,5	9,8	10,1	10,4	10,7	11,8													
% netto-omzet		0,3%	0,5%	0,6%	0,6%	0,7%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,9%													

9 De EBITDA-marge, vóór enige synergie gegenereerd door de combinatie van MckBH met PCB, zal naar verwachting toenemen van 0,7% van de netto-omzet in BJ2018 naar 1,0% in BJ2028, wat respectievelijk € 8,2 miljoen en € 13,2 miljoen vertegenwoordigt

10 De EBIT-marge, vóór enige synergie, zal naar verwachting toenemen van 0,3% van de netto-omzet in BJ2018 naar 0,8% in BJ2028, wat respectievelijk € 3,4 miljoen en € 10,7 miljoen vertegenwoordigt

Bron: Management



Businessplan (6/9) – Synergieramingen (1/2)

- ▶ Zoals eerder vermeld, verwacht het management dat de combinatie van McKBH en PCB synergieën zal opleveren. Die kunnen worden opgesplitst in:
 - recurrente synergieën, gegenereerd uit de optimalisering van de aankoopafdeling en netwerkefficiënties
 - éénmalige implementatie- en herstructureringskosten in verband met de integratie van McKBH

BRON VAN DE SYNERGIEËN

1

Inkoop

Recurrente synergieën

INITIATIEVEN

- Harmonisatie en optimalisatie van de algemene voorwaarden met de leveranciers voor de groothandels- en exportactiviteiten
- Haircut van 30% voor het risico dat niet het volledige synergiepotentieel wordt gerealiseerd

2

Netwerkefficiëntie / DC-vermindering

- Synergieën (personeel, IT-kosten en andere uitgaven) uit de rationalisatie van de sites en sluiting van 3 distributiecentra ("DC"), wat naar verwachting een impact zal hebben op ca. 78 werknemers
- De eerste DC-sluiting is gepland voor BJ2019
- Haircut van 30% voor het risico dat niet het volledige synergiepotentieel wordt gerealiseerd

3

Herstructurering en integratie van McKBH

- De éénmalige kosten betreffen de lopende integratie van McKBH, zij bestaan uit:
- personeelskosten: personeel dat aan het integratieproject werkt, en transformatiekosten;
 - IT-kosten;
 - andere uitgaven: advies en juridische kosten (facturen van McKesson Europe (ondersteuning) en kosten voor de rebranding), evenals kosten voor het verplaatsen van producten, de renovatie van gebouwen, extra huur, etc.; en
 - herstructurering

Éénmalige implementatiekosten

IMPACT OP EBITDA

- Verwachte EBITDA-impact van € 0,6 miljoen ieder jaar tussen BJ2019 en BJ2023
- Voor de periode BJ2024-BJ2028 ging het management ervan uit dat deze aankoopssynergieën zullen toenemen met een jaarlijkse groei van 1,0%

- De verwachte kostensynergieën over de periode BJ2019-BJ2023 zijn opgesplitst als volgt:

(In € m)	BJ2019	BJ2020	BJ2021	BJ2022	BJ2023
Personeel	0,8	1,7	2,5	2,7	2,7
IT	0,0	0,0	0,2	0,4	0,4
Overige uitgaven	0,0	0,2	0,7	0,9	1,0
Totaal	0,8	1,8	3,4	4,0	4,1

- Voor de periode BJ2024-BJ2028 ging het management ervan uit dat deze kostensynergieën zullen toenemen met een jaarlijkse groei van 1,0%

- De verwachte éénmalige integratie- en herstructureringskosten worden opgesplitst als volgt:

(In € m)	BJ2019	BJ2020	BJ2021	BJ2022
Personeelskosten	(0,4)	(0,9)	(0,8)	(0,2)
IT-kosten	(0,6)	(0,9)	0,0	0,0
Overige uitgaven	0,0	(3,7)	(0,7)	(0,2)
Herstructurering ⁽¹⁾	(1,2)	(6,9)	0,5	0,0
Totaal	(2,2)	(12,4)	(2,0)	(0,4)

Bron: Management

(1) Ontslagvergoedingen



Businessplan (7/9) – Synergieramingen (2/2)

Businessplan In € m	mrt-18 PF	mrt-18 Aangepaste PF	mrt-19 Voorspelling	mrt-20 Voorspelling	mrt-21 Voorspelling	mrt-22 Voorspelling	mrt-23 Voorspelling	mrt-24 Voorspelling	mrt-25 Voorspelling	mrt-26 Voorspelling	mrt-27 Voorspelling	mrt-28 Voorspelling	Eindjaar Voorspelling
Impact synergieën op EBITDA			(0,8)	(9,9)	2,1	4,2	4,7	4,8	4,8	4,9	4,9	5,0	5,0
Recurrente synergieën			1,4	2,4	4,1	4,6	4,7	4,8	4,8	4,9	4,9	5,0	5,0
Aankoopssynergieën			0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7
Netwerkefficiëntie / DC-vermindering			0,8	1,8	3,4	4,0	4,1	4,1	4,2	4,2	4,3	4,3	4,3
Aangepaste EBITDA voor niet-recurrente kosten			10,5	12,3	14,4	15,6	17,3	17,4	17,6	17,8	18,0	18,1	18,3
% netto-omzet			0,9%	1,0%	1,2%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Afschrijvingen en waardeverminderingen gerelateerd aan investeringsynergieën			(0,4)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	-
Aangepaste EBIT voor niet-recurrente kosten			7,3	8,5	10,6	11,8	13,5	13,2	13,6	13,9	14,3	14,6	16,8
% netto-omzet			0,6%	0,7%	0,9%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,3%
Niet-recurrente integratie- en herstructureringskosten			(2,2)	(12,4)	(2,0)	(0,4)	-	-	-	-	-	-	-
Aangepaste EBITDA			8,2	8,3	12,4	15,1	17,3	17,4	17,6	17,8	18,0	18,1	18,3
% netto-omzet			0,7%	0,7%	1,0%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Aangepaste EBIT			3,4	5,1	8,6	11,4	13,5	13,2	13,6	13,9	14,3	14,6	16,8
% netto-omzet			0,3%	0,4%	0,7%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,3%
Genormaliseerde EBIT			5,4	7,3	10,6	11,8	13,5	13,2	13,6	13,9	14,3	14,6	16,8
% netto-omzet			0,5%	0,6%	0,9%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,3%

- De Aangepaste EBITDA vóór niet-recurrente kosten omvat recurrente synergieën en zal naar verwachting toenemen van € 10,5 miljoen in BJ2019 naar € 18,1 miljoen in BJ2028, wat respectievelijk 0,9% en 1,4% van de netto-omzet vertegenwoordigt
- De Aangepaste EBITDA omvat recurrente synergieën en éénmalige integratie- en herstructureringskosten en zal naar verwachting toenemen van € 8,3 miljoen in BJ2019 naar € 18,1 miljoen in BJ2028, wat respectievelijk 0,7% en 1,4% van de netto-omzet vertegenwoordigt
- De Aangepaste EBIT, inclusief niet-recurrente kosten en recurrente synergieën, zal naar verwachting toenemen van € 5,1 miljoen in BJ2019 naar € 14,6 miljoen in BJ2028, wat respectievelijk 0,4% en 1,2% van de netto-omzet vertegenwoordigt
- Met het oog op de toepassing van de CCA- en CTA-methodes hierna is de EBIT genormaliseerd door rekening te houden met de afschrijvingskosten van € 2,0 miljoen in BJ2018 in verband met de toekenning van de aankoopsprijs na de overname van McKBH. De genormaliseerde EBIT van BJ2018 bedraagt € 5,4 miljoen



Businessplan (8/9) – Kapitaalinvesteringen

Businessplan In € m	mrt-18 PF	mrt-18 Aangepaste PF	mrt-19	mrt-20	mrt-21	mrt-22	mrt-23	mrt-24	mrt-25	mrt-26	mrt-27	mrt-28	Eindjaar Voorspelling
Kapitaalinvesteringen exclusief synergieën ^A			(2,5)	(1,2)	(5,7)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)
Kapitaalinvesteringen gelinkt aan de implementatie van synergieën ^B			(4,1)	(6,6)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Totale kapitaalinvesteringen			(6,6)	(7,8)	(5,7)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)
% netto-omzet			0,6%	0,7%	0,5%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%

- De kapitaalinvesteringen kunnen worden opgesplitst in:

^A Kapitaalinvesteringen exclusief synergie implementatiekosten, in verband met:

- Duurzame kapitaalinvesteringen, bestaande uit:

- IT-investeringen: klassieke systeemontwikkeling (nieuwe functionaliteit of regelgevingsverplichtingen);
- onderhoudsinvesteringen: onderhoud van apparatuur in de magazijnen en ander onderhoud;
- apparatuur: investeringen in nieuwe/bijkomende apparatuur voor de groothandelsactiviteiten;
- thuiszorg en Sofiadis: apparatuur voor verhuur aan apotheken (zoals ademhalingstherapieën) en tv's voor reclame in apotheken; en
- Cophana: klassieke investering voor de pre-wholesale activiteiten

- € 1,5 miljoen aan éénmalige elementen verwacht in BJ2019, in verband met:

- de ontwikkeling van een e-commerceplatform; en
- de upgradering van apparatuur in de magazijnen

- De overname van Laboratoria Flandria (zie voetnoot pagina 25) voor € 4,2 miljoen in BJ2021

^B Éénmalige kapitaalinvesteringen gelinkt aan de synergie-implementatie, in verband met de integratie en verdere investeringen in IT en het vastgoed van de nieuw overgenomen bedrijven

- Investeringen vereist om de veronderstelde voordelen van het Businessplan te realiseren



Businessplan (9/9) – Geconsolideerd

Businessplan In € m	mrt-18 PF	mrt-18 Aangepaste PF	mrt-19 Voorspelling	mrt-20 Voorspelling	mrt-21 Voorspelling	mrt-22 Voorspelling	mrt-23 Voorspelling	mrt-24 Voorspelling	mrt-25 Voorspelling	mrt-26 Voorspelling	mrt-27 Voorspelling	mrt-28 Voorspelling	3 Eindjaar Voorspelling
Netto-omzet	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
% groei			2,3%	1,6%	0,6%	0,9%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Bedrijfskosten verkochte goederen	(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)
Brutowinst	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
% netto-omzet	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%
Bezoldigingen en sociale lasten	(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)
% netto-omzet	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%
Overige bedrijfskosten	(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)
% netto-omzet	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%
Overige bedrijfsinkomsten	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
EBITDA uitgezonderd van synergieën	(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
% netto-omzet	(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%
% groei			11,3%	8,1%	4,4%	6,6%	14,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Afschrijvingen en waardeverminderingen	1	(4,8)	(2,9)	(2,8)	(2,7)	(2,7)	(2,7)	(3,1)	(3,0)	(2,8)	(2,6)	(2,4)	(1,5)
EBIT uitgezonderd van synergieën	3,4	3,4	6,3	7,1	7,6	8,3	9,9	9,5	9,8	10,1	10,4	10,7	11,8
% netto-omzet	0,3%	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 synergieën op EBITDA			(0,8)	(9,9)	2,1	4,2	4,7	4,8	4,8	4,9	4,9	5,0	5,0
Recurrente synergieën			1,4	2,4	4,1	4,6	4,7	4,8	4,8	4,9	4,9	5,0	5,0
Aangepaste EBITDA voor niet-recurrente kosten			8,2	10,5	12,3	14,4	15,6	17,3	17,4	17,6	17,8	18,0	18,3
% netto-omzet			0,7%	1,0%	1,2%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Afschrijvingen en waardeverminderingen gerelateerd aan investeringssynergieën	2		(0,4)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	-
Aangepaste EBIT voor niet-recurrente kosten			3,4	7,3	8,5	10,6	11,8	13,5	13,2	13,5	13,9	14,3	14,6
% netto-omzet			0,3%	0,6%	0,7%	0,9%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,3%
Niet-recurrente integratie- en herstructureringskosten			(2,2)	(12,4)	(2,0)	(0,4)	-	-	-	-	-	-	-
Aangepaste EBITDA			8,2	8,3	12,4	15,1	17,3	17,4	17,6	17,8	18,0	18,1	18,3
% netto-omzet			0,7%	0,7%	1,0%	1,3%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%
Aangepaste EBIT			3,4	5,1	8,6	11,4	13,5	13,2	13,6	13,9	14,3	14,6	16,8
% netto-omzet			0,3%	0,4%	0,7%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,3%
Genormaliseerde EBIT			5,4	7,3	8,5	10,6	11,8	13,5	13,2	13,6	13,9	14,3	14,6
% netto-omzet			0,5%	0,6%	0,7%	0,9%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	1,2%	1,3%
Kapitaalinvesteringen exclusief synergieën			(2,5)	(1,2)	(5,7)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)
Kapitaalinvesteringen gelinkt aan de implementatie van synergieën			(4,1)	(6,6)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Totale kapitaalinvesteringen			(6,6)	(7,8)	(5,7)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)
% netto-omzet			0,6%	0,7%	0,5%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%

- 1 Waardevermindering en afschrijving in verband met de vaste activa van PCB (voor een bedrag van € 19,4 miljoen per 31 maart 2018) en met kapitaalinvesteringen die zijn aangegroeid over de periode van het Businessplan, exclusief kapitaalinvesteringen voor synergieën
- 2 Waardevermindering en afschrijving in verband met kapitaalinvesteringen gerealiseerd in BJ2019 en BJ2020 voor synergie-implementatie
- 3 Voor het eindjaar is het management uitgegaan van een jaarlijkse groei van 1,0%, wat strookt met haar bestendige groei

Bron: Management



Deel VI

Waardering van PCB

6.1 Businessplan	21
6.2 Discounted cashflow	31
6.3 Analyse vergelijkbare bedrijven	36
6.4 Analyse vergelijkbare transacties	43
6.5 Aanvullende waarderingsoverwegingen	47



DCF-methode (1/2)

Procedure

Definitie van DCF

- De DCF-methode is een intrinsieke waarderingsmethodologie, die is gebaseerd op:
 - de ramingen van de vrije cashflow toebehorend aan het bedrijf (Free Cash Flows to the Firm, "FCFF") over een periode van 5 à 10 jaar, berekend op basis van de voorspelde financiële cijfers van het Businessplan; en
 - een verdisconteringsvoet ter vertegenwoordiging van het verwachte rendement van het actief: de gewogen gemiddelde kost van het kapitaal (Weighted Average Cost of Capital, "WACC")

$$EV = \sum_{t=1}^N \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{Terminal Value}{(1 + WACC)^N}$$

Waarbij:

- t = het specifieke jaar
- N = het aantal jaren van de raming

FCFF

- De FCFF is berekend als volgt:
 - Aangepaste EBITDA: gebaseerd op het door het management opgestelde Businessplan
 - Belastingen: gebaseerd op het Belgische belastingtarief van 29,58% voor BJ2019 en 25,00% vanaf BJ2020
 - Kapitaalinvesteringen: gebaseerd op ramingen van het management zoals gepresenteerd in het deel Businessplan
 - (Verandering) in NWK is geraamd door het management, op basis van zijn analyse van het aantal dagen voorraadverkoop (Days Sales of Inventory, "DSI"), dagen klantenkrediet (Days Sales Outstanding, "DSO") en dagen leverancierskrediet (Days Payable Outstanding, "DPO") vastgesteld gedurende de laatste negen maanden van BJ2018 en de verwachte veranderingen in het niveau van deze ratio's over de ramingsperiode. De verwachte NWK-wijzigingen omvatten:
 - DSI-verbetering door de sluiting van magazijnen in BJ2019 en BJ2020
 - DSO-verbetering door de afstemming van de betalingsvoorwaarden op die van MckBH, die gunstiger zijn
 - DPO-verslechtering door de beslissing om de leveranciers sneller te betalen om kortingen te krijgen

WACC

- De WACC is geraamd op basis van de informatie van het management, onze selectie van genoteerde vergelijkbare bedrijven, marktinformatie en schattingen van Degroof Petercam
- Zie pagina 34



DCF-methode (2/2)

Procedure

Eindwaarde

- De Eindwaarde is geschat op basis van de volgende Gordon-Shapiro formule, uitgaande van een bestendige groei van 1,5%, wat strookt met onze WACC-berekening:

$$\frac{\text{Terminal free cash flow to the firm}}{\text{WACC} - \text{perpetual growth}}$$

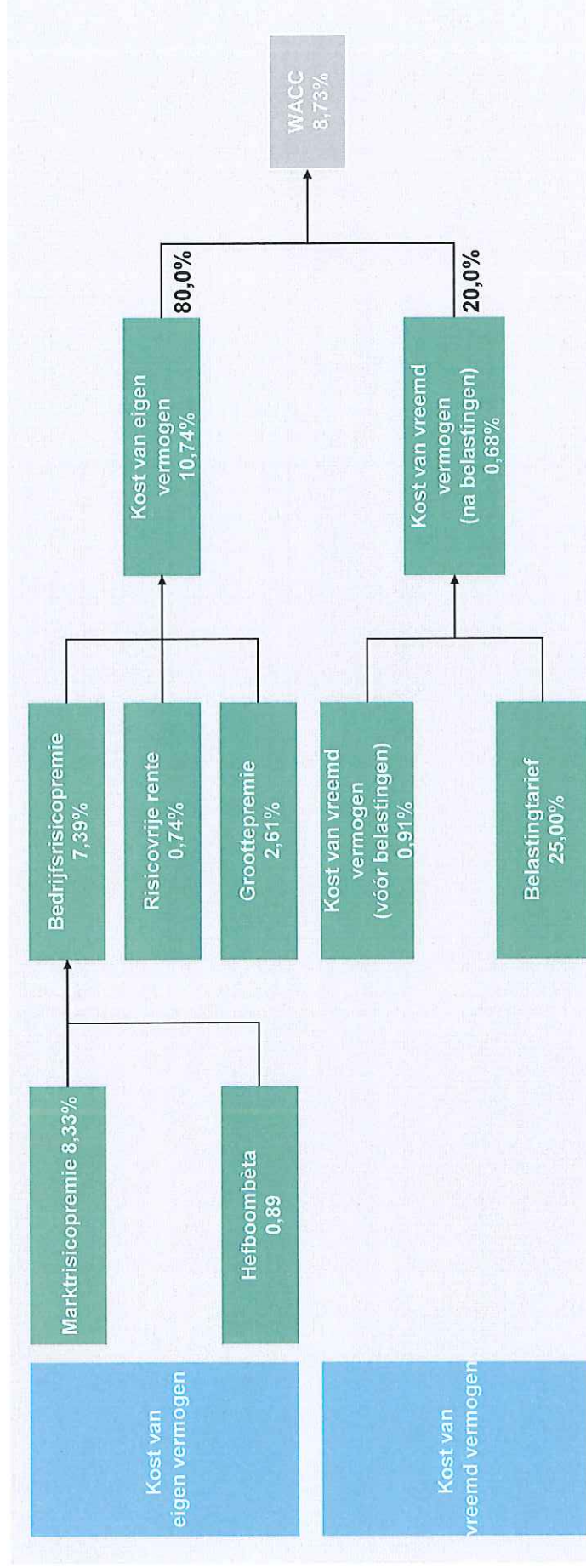
Huidige waarde en Gevoeligheids- analyse

- Wij namen aan dat de cashflows gelijk verdeeld zijn over het jaar en wij gebruikten de mid-jaar conventie
- De DCF-methode is gevoelig voor de onderliggende veronderstellingen. Wij hebben dan ook een gevoeligheidsanalyse uitgevoerd voor twee belangrijke parameters: de aanvangswaarde van de WACC (+/- 0,25%) en de bestendige groei (+/- 0,25%), en hebben daaruit een waarderingsvork afgeleid



WACC

- DPCF heeft de FCFF van PCB verdisconteerd aan de hand van een WACC van 8,73% berekend per 30 augustus 2018 als volgt:
 - De kost van eigen vermogen is gebaseerd op de Capital Asset Pricing Model ("CAPM") formule:
 - risicovrije rente van 0,74%, op basis van de Franse 10-jarige staatsobligatie
 - schuldenvrije bèta van 0,75x, gebaseerd op de bèta's van vergelijkbare genoteerde bedrijven (zelfde groep als gebruikt voor de CCA-methode hierna)
 - marktrisicopremie van 8,33% zoals geschat door Degroof Petercam Corporate Finance
 - bedrijfs groottepremie van 2,61% op basis van onderzoek van Duff & Phelps
 - De kost van vreemd vermogen is gebaseerd op de 5-jarige rente voor BBB- Europese niet-financiële bedrijven
 - Kapitaalstructuur van 20% (financiële schulden / Ondernemingswaarde) gebaseerd op schattingen van het management en in lijn met de mediaan van vergelijkbare genoteerde bedrijven (zelfde groep als gebruikt voor de CCA-methode hierna)



Bron: schattingen van Bloomberg, Factset, Duff & Phelps, Degroof Petercam

DCF

DCF (in € m)	mrt-19 Voorspelling	mrt-20 Voorspelling	mrt-21 Voorspelling	mrt-22 Voorspelling	mrt-23 Voorspelling	mrt-24 Voorspelling	mrt-25 Voorspelling	mrt-26 Voorspelling	mrt-27 Voorspelling	mrt-28 Voorspelling	Endwaarde Voorspelling
Aangepaste EBITDA	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)
Afschrijvingen en waardeverminderingen	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)
Aangepaste EBIT	3,3	3,9	3,8	3,8	3,7	4,2	4,0	3,9	3,7	3,5	1,5
Belastingen	(4,1)	1,3	1,9	(0,5)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,7)	(0,7)	(0,7)
Afschrijvingen en waardeverminderingen	(6,6)	(7,8)	(5,7)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)	(1,5)
Veranderingen in NWK	(3,9)	(6,5)	7,5	10,4	11,9	12,0	12,1	12,2	12,2	12,3	12,0
Kapitaalinvesteringen	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	
Free Cash Flow to the firm	0,96	0,88	0,81	0,75	0,69	0,63	0,58	0,53	0,49	0,45	
Jaren te verdisconteren											
Verdisconteringsfactor											
Verdisconteerde vrije cashflow	(3,8)	(5,7)	6,0	7,7	8,1	7,6	7,0	6,5	6,0	5,6	

Som van de verdisconteerde FCF	45,1
Endwaarde vrije cashflow	12,0
Bestendige groei	1,5%
WACC	8,7%
Verdisconteerde eindwaarde	74,9
Ondernemingswaarde	120,0
Aangepaste netto financiële schulden	(6,3)
Waarde van eigen vermogen	113,7

Waarde van eigen vermogen - gevoeligheidsanalyse					
Bestendige groei percentage					
	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%
CMP	129,5	132,9	136,6	140,6	144,9
	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%
	118,5	121,3	124,3	127,5	131,0
	108,8	111,2	113,7	116,3	119,2
	100,4	102,3	104,4	106,7	109,1

Aandeelwaarde - gevoeligheidsanalyse					
Bestendige groei percentage					
	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%
CMP	7,6	7,8	8,1	8,3	8,5
	7,7%	8,2%	8,7%	9,2%	9,7%
	7,0	7,2	7,3	7,5	7,7
	6,4	6,6	6,7	6,9	7,0
	5,9	6,0	6,2	6,3	6,4

- De DCF-methode resulteert in een geschatte OW tussen € 108,6 miljoen en € 133,8 miljoen met € 120,0 miljoen⁽¹⁾ als middenpunt
- Na correctie van de OW voor aangepaste netto financiële schulden komen we op een geschatte waarde van het eigen vermogen van PCB tussen € 102,3 miljoen en € 127,5 miljoen met een middenpunt van € 113,7 miljoen
- Door de waarde van het eigen vermogen te delen door het aantal volledig verwaterde aandelen komen we tot een geschatte Aandeelwaarde van € 6,0 tot € 7,5 met € 6,7 als middenpunt

Bronnen: Faciset (30/08/2018), Duff & Phelps, schattingen van Degroof Petercam

(1) Datum van waardering is 30 augustus 2018. Indien we 21 februari 2019 gebruiken als datum, zou dit een kleine verhoging teweegbrengen in onze WACC tot 8,9%. Het gecombineerde effect van de wijziging in de WACC en de verdisconteringsdatum zou geen invloed hebben op onze conclusies (p. 54).



Deel VI

Waardering van PCB

6.1 Businessplan	21
6.2 Discounted cashflow	31
6.3 Analyse vergelijkbare bedrijven	36
6.4 Analyse vergelijkbare transacties	43
6.5 Aanvullende waarderingsoverwegingen	47



CCA (1/6) - Aanpak

Selectieprocedure

- Wij hebben een staaf van 8 genoteerde vergelijkbare bedrijven geselecteerd door te focussen op (wereldwijde) peers die:
 - zich hoofdzakelijk focussen op de activiteit van groothandel van farmaceutische producten (in plaats van de detailhandel voor apotheken); en
 - worden gevolgd door minstens 4 aandelenanalisten (behalve voor Profarma Distribuidora en Selcuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.S., waarvoor we respectievelijk een en twee analisten hebben gevonden)
- We hebben bedrijven met een andere activiteitenmix en/of afwijkende financiële prestatie-indicatoren of een gebrek aan beschikbare informatie of voorspellingen uitgesloten
- Hoewel de geselecteerde bedrijven in onze referentiegroep bepaalde overeenkomsten met PCB vertonen, moet worden benadrukt dat deze bedrijven niet volledig vergelijkbaar zijn met PCB, in het bijzonder vanwege verschillen in geografie, grootte, volgreidheid, bedrijfsmarge, financiële structuur en/of bedrijfsactiviteiten
- Op basis van de aandelenkoers van deze bedrijven op 30 augustus 2018 hebben wij hun marktkapitalisatie berekend en hun OW door optelling van hun recentste beschikbare netto financiële schulden, die wij hebben aangepast voor:
 - minderheidsbelangen;
 - preferente aandelen;
 - pensioen- en gezondheidszorgverplichtingen;
 - overige met schulden vergelijkbare elementen;
 - investeringen in geassocieerde deelnemingen en andere niet-operationele activa; en
 - latere aangekondigde gebeurtenissen (aandelenruigkoop, dividendbetaling enz.)
- Wij hebben de verhandelingsratio's geschat op basis van de geschatte EBITDA en EBIT van BJ2018, BJ2019 en BJ2020 afkomstig van aandelenanalisten



CCA (2/6) – Referentiegroep (1/2)

Vennootschap	Land	Beschrijving van de activiteiten	Werk- nemers	Omzet 2017 (€ miljoen)	EBITDA 2017 (€ miljoen)	Markt- kap. (€ miljoen)	Aangep. NFD (€ miljoen)
 AmerisourceBergen		AmerisourceBergen Corporation biedt farmaceutische producten en bedrijfsoplossingen die de zorgtoegang verbeteren. Het segment voor farmaceutische distributie verdeelt een uitgebreid assortiment van farmaceutische producten onder merknaam en generische farmaceutische producten, zonder recept verkrijgbare gezondheidszorgproducten en veel andere zorggerelateerde producten voor ziekenhuizen, detailhandelsapotheken en andere klanten	20.000	134.543	1.945	16.715	1.938
 api		Australian Pharmaceutical Industries Ltd. is actief in groothandel, productlevering, detailhandelsdiensten, marketingprogramma's en bedrijfsadviesdiensten. Het hoofdsegment betreft de distributie van farmaceutische, medische, gezondheids-, schoonheids- en lifestyleproducten aan apotheken	5.105	2.544	75	575	53
 Cardinal Health™		Cardinal Health, Inc. is een bedrijf voor gezondheidszorgdiensten dat farmaceutische en medische producten aanbiedt. Het distribueert merk- en generische farmaceutische producten, zonder recept verkrijgbare gezondheidszorg- en consumentenproducten in de VS, en biedt ook diensten aan gezondheidszorgbedrijven ter ondersteuning van de ontwikkeling, marketing en distributie van gespecialiseerde farmaceutische producten	50.200	114.450	2.615	13.895	4.996
 MCKESSON		McKesson Corp. biedt oplossingen voor bevoorradingsketenbeheer, detailhandelsfarmacie, buurtoncologie en gespecialiseerde zorg, en gezondheidszorginformatietechnologie. Het distributiesegment verdeelt merk, generische, gespecialiseerde, biosimilaire en zonder recept verkrijgbare medicijnen en andere gezondheidszorggerelateerde producten over de hele wereld	78.000	176.654	3.630	22.274	4.668

Bronnen: Factset 30/08/2018, websites van de bedrijven



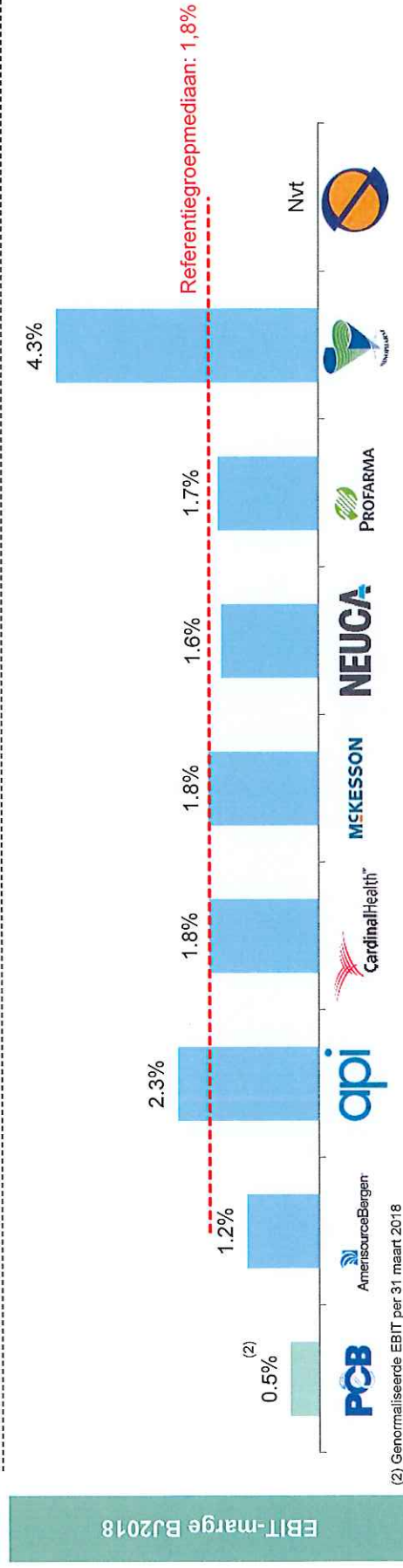
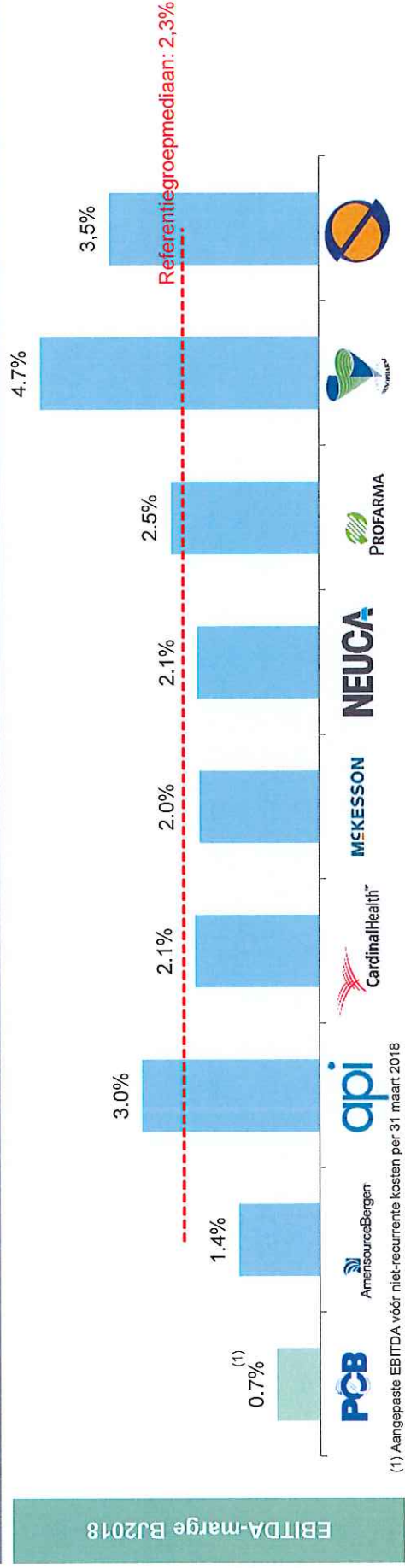
CCA (3/6) – Referentiegroep (2/2)

Vennootschap	Land	Beschrijving van de activiteiten	Werk-nemers	Omzet 2017 (€ miljoen)	EBITDA 2017 (€ miljoen)	Markt-kap. (€ miljoen)	Aangep. NFD
		Neuca SA is actief in de distributie en verkoop van farmaceutische producten. Het farmaciegroothandelssegment levert medische producten aan apotheken en vormt de kern van zijn bedrijfsactiviteit. Het segment voor eigen merken omvat de productie en registratie van farmaceutische producten	4.056	1.743	37	277	60
		Profarma Distribuidora de Produtos Farmaceuticos SA biedt groothandelsactiviteiten voor de farmaceutische detailhandel, met de verkoop van medicijnen en gezondheids- en schoonheidsproducten, naast detailhandelsdistributie. Het farmaciegroothandelssegment vormt de kern van zijn bedrijfsactiviteit	7.700	Nvt	Nvt	117	57
		Sinopharm Group Co. Ltd. is, samen met zijn dochterondernemingen, actief in de groot- en detailhandel van farmaceutische en gezondheidszorgproducten in de Volksrepubliek China. Zijn segment voor farmaceutische distributie, dat zijn kernactiviteit vormt, biedt distributie, logistiek en andere diensten met toegevoegde waarde voor binnenlandse en internationale producenten van farmaceutische en gezondheidszorgproducten, en andere leveranciers	61.694	37.656	1.755	11.572	5.970
		Selçuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi AS is actief in de distributie en opslag van farmaceutische producten. Het biedt medicijnen, cosmetica en verzorgingsproducten, en opslagdiensten voor apotheken en ziekenhuizen	11.856	1.358	42	249	274

Bronnen: Factset 30/08/2018, websites van de bedrijven

CCA (4/6) – Operationele benchmarking

Operationele benchmarking van PCB t.o.v. zijn referentiegroep

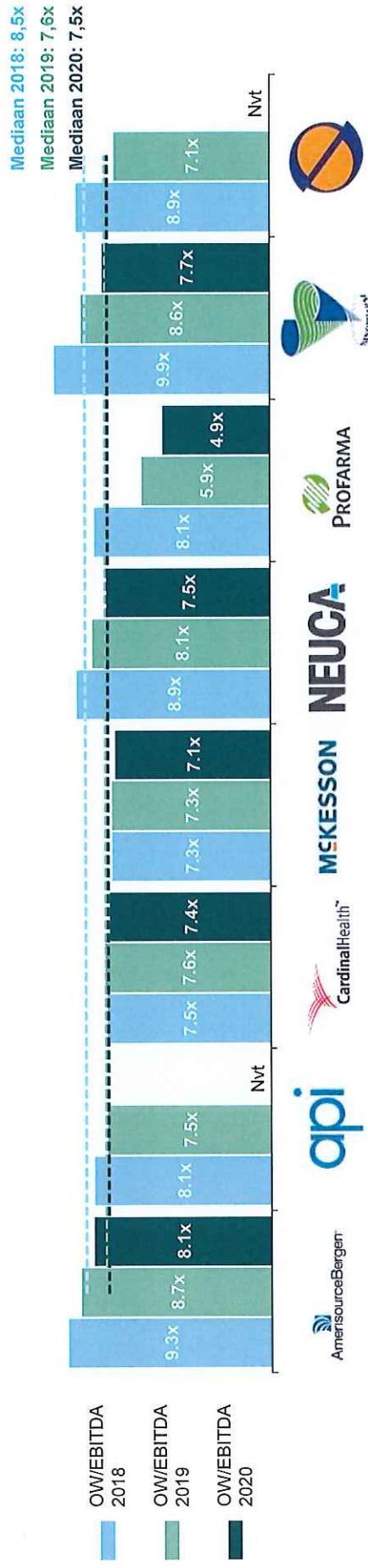


► Onze beslissing om deze methode niet te gebruiken als onze primaire waarderingsmethode is, onder andere, toe te schrijven aan de lagere winstgevendheid van PCB in vergelijking met zijn referentiegroep

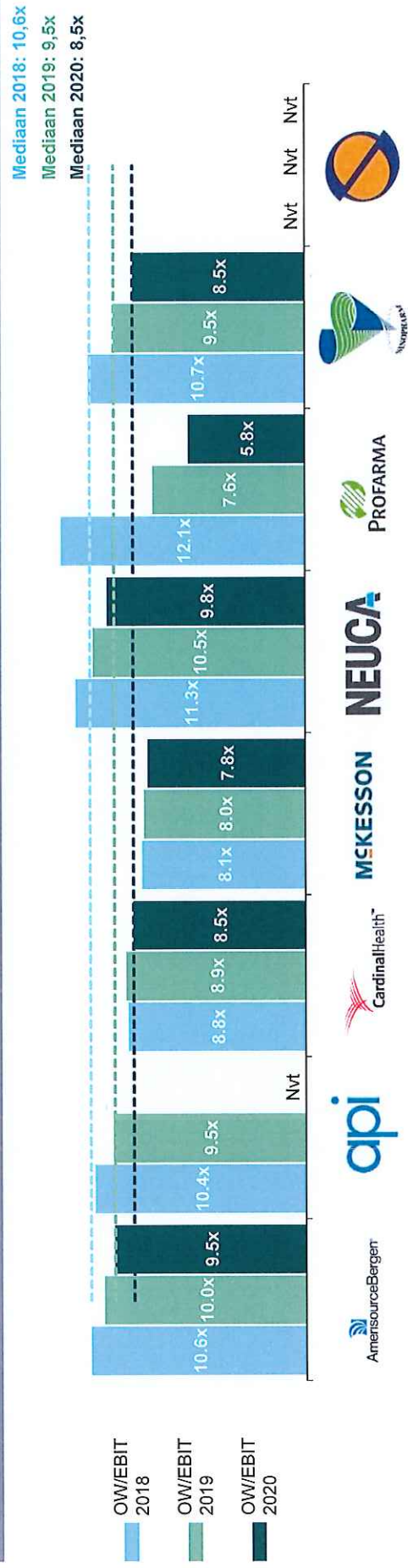
Bronnen: Factset 30/08/2018, websites van de bedrijven

CCA (5/6) – OW/EBIT(DA)-ratio's

OW/EBITDA-ratio's



OW/EBIT-ratio's



Bronnen: Faciset 30/08/2018, websites van de bedrijven

CCA (6/6) - Conclusie

(In €m)	2018			2019			2020		
	P25	Mediaan	P75	P25	Mediaan	P75	P25	Mediaan	P75
Kerncijfers PCB									
Aangepaste EBITDA vóór niet-recurrerende kosten	8,2	8,2	8,2	10,5	10,5	10,5	12,3	12,3	12,3
Genormaliseerde EBIT	5,4	5,4	5,4	7,3	7,3	7,3	8,5	8,5	8,5
Multiples									
OW/EBITDA	9,0x	8,5x	7,9x	8,3x	7,6x	7,2x	7,6x	7,5x	7,2x
OW/EBIT	11,0x	10,6x	9,6x	9,8x	9,5x	8,4x	9,3x	8,5x	8,0x
Ondernemingswaarde – OW/EBITDA	73,7	69,6	65,1	87,1	79,7	76,3	94,1	92,1	88,8
Ondernemingswaarde – OW/EBIT	59,8	57,7	52,0	71,0	68,8	61,4	78,4	72,2	67,7
Aangepaste netto financiële schuld	(6,3)	(6,3)	(6,3)	(6,3)	(6,3)	(6,3)	(6,3)	(6,3)	(6,3)
Waarde van eigen vermogen – OW/EBITDA	67,4	63,3	58,8	80,8	73,4	70,0	87,8	85,8	82,5
Waarde van eigen vermogen – OW/EBIT	53,5	51,4	45,7	64,7	62,5	55,1	72,1	65,9	61,4
Volledig aantal verwaterde aandelen (m)	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9
Waarde van eigen vermogen per Aandeel (€) – OW/EBITDA	4,0	3,7	3,5	4,8	4,3	4,1	5,2	5,1	4,9
Waarde van eigen vermogen per Aandeel (€) – OW/EBIT	3,2	3,0	2,7	3,8	3,7	3,2	4,3	3,9	3,6
Waarde van eigen vermogen per Aandeel (€) – OW/EBITDA na omvangskorting	3,4	3,2	2,9	4,1	3,7	3,5	4,4	4,3	4,1
Waarde van eigen vermogen per Aandeel (€) – OW/EBIT na omvangskorting	2,7	2,6	2,3	3,2	3,1	2,8	3,6	3,3	3,1

► Om rekening te houden met de grootteverschillen tussen PCB en sommige van zijn geselecteerde genoteerde gelijken, hebben we een omvangskorting van 15% toegepast. Deze korting vloeit voort uit:

- de impliciete korting vastgesteld in de waarde van het eigen vermogen die verkregen is uit de DCF-methode inclusief en exclusief de omvangspremie in de WACC, rekening houdend met slechts de helft van de impliciete korting aangezien slechts de helft van het staal van vergelijkbare bedrijven een aanzienlijk grotere omvang heeft dan PCB; en
- de korting zoals vastgesteld in de CCA tussen geselecteerde vergelijkbare bedrijven met grote en middelgrote kapitalisatie

► Wij hebben ons gebaseerd op BJ2020 om rekening te houden met (het meeste, maar toch slechts een deel van) de verwachte synergieën in de toekomst. Wij gebruiken BJ2021 echter niet, omdat wij niet genoeg voorspellingen van aandelenanalisten vonden voor de geselecteerde vergelijkbare bedrijven. Zoals gepresenteerd op pagina 19 verkrijgen we de waarde van het eigen vermogen per Aandeel door aanpassing van de resulterende OW voor de aangepaste netto financiële schulden en het aantal volledig verwaterde aandelen:

- de BJ2020 OW/EBITDA-ratiomethode resulteert in een geschatte waarde van het eigen vermogen per Aandeel van € 4,1 tot € 4,4 met € 4,3 als middenpunt
- de BJ2020 OW/EBIT-ratiomethode resulteert in een geschatte waarde van het eigen vermogen per Aandeel van € 3,1 tot € 3,6 met € 3,3 als middenpunt

► Zoals eerder gesteld, hebben wij de CCA-methode niet gekozen als onze primaire methodologie vanwege het gebrek aan direct met PCB vergelijkbare genoteerde bedrijven wat betreft activiteiten, geografische aanwezigheid, grootte, financiële prestaties en volgroeiheid, en ook doordat de gebruikte financiële gegevens van BJ2020 het volledige potentieel van de synergieën niet weerspiegelen. Wij gebruiken de BJ2020 OW/EBIT(DA)-ratio's dan ook enkel als referentiepunt en extra toetsing voor onze DCF-analyse

Bronnen: Factset 30/08/2018, websites van de bedrijven



Deel VI

Waardering van PCB

6.1 Businessplan	21
6.2 Discounted cashflow	31
6.3 Analyse vergelijkbare bedrijven	36
6.4 Analyse vergelijkbare transacties	43
6.5 Aanvullende waarderingsoverwegingen	47



CTA (1/3) - Aanpak

Selectieprocedure

- Wij hebben een ruim staal van transacties in de farmaceutische groothandels- en distributiesector geanalyseerd, en hebben daarbij de transacties geselecteerd met doelbedrijven die zich focussen op de groothandel van farmaceutische producten
- Wij hebben 10 transacties sinds 2013 geïdentificeerd waar voldoende financiële gegevens voor beschikbaar waren om de waarderingsratio's te berekenen (op basis van de laatste historische financiële gegevens op het moment van de transactie). Het staal is relatief beperkt omdat de relevante transactiegegevens doorgaans minder makkelijk te vinden zijn, zij worden immers vaak niet bekendgemaakt
- Bovendien moet benadrukt worden dat de meeste transactieratio's niet rechtstreeks op PCB toepasbaar zijn omdat zij kunnen worden beïnvloed door diverse factoren zoals:
 - potentiële controlepremie, als de transactie een overwegende controle inhoudt;
 - financiële prestaties, risico's en groeiprofiel van het doelwit;
 - de bedrijfskenmerken van het doelwit zoals zijn bedrijfsactiviteit, producten- en dienstenmix, geografische aanwezigheid enz.;
 - potentiële synergieën (gedeeltelijk) opgenomen in de door de overnemer betaalde prijs; en
 - het tijdstip van de transactie
- De transactieratio's in dit Verslag worden dan ook meer als referentiepunt en extra toetsing gebruikt dan als een primaire waarderingsmethode
- De OW wordt berekend voor 100,0% van het bedrijf en als de financiële gegevens in een andere valuta dan de euro luiden, worden ze omgezet naar euro op basis van de wisselkoersen per de Aankondigingsdatum
- In het kader van deze waardering hebben we de ratio's niet aangepast om rekening te houden met een mogelijke controlepremie die deel kan uitmaken van de betaalde prijs, om volgende redenen:
 - we stelden geen betaalde premie vast voor geselecteerde vergelijkbare transacties met een genoteerd doelwit, met uitzondering van Celesio, waar de premie relatief laag was (2%); en
 - we stelden geen significant verschil vast tussen het niveau van de verhandelingsratio's en dat van de transactieratio's



CTA (2/3) - Overzicht

Overzicht recente vergelijkbare transacties									
Aankond. datum	Bieder	Doelwit	Land doelwit	Beschrijving doelwit	OW ⁽¹⁾ (€ miljoen)	Belang %	OW / Omzet	OW / EBITDA	OW / EBIT
21/12/2017	Dr. Max Lekama	A&D Pharma		In Roemenië gevestigd bedrijf dat actief is in gezondheidszorg en farmaceutische groothandel (Mediplus) en detailhandel. Mediplus is de grootste farmaceutische groothandel van Roemenië. Het distribueert medicijnen op voorschrift aan apotheken en ziekenhuizen in het hele land	400,0	100%	0,3x	8,0x	Nvt
20/11/2017	AmerisourceBergen Corporation	H.D. Smith Wholesale Drug Co.		In de VS gevestigde distributeur van gezondheidszorgproducten en bedrijfsoplossingen, vooral aan detailhandelsapotheken en zorginstellingen	693,7	100%	0,2x	Nvt	Nvt
29/10/2017	Shangai Fosun Pharmaceutical	Tridem Pharma		In Frankrijk gevestigd bedrijf dat farmaceutische producten in Afrika distribueert	68,8	100%	0,8x	12,3x	12,9x
13/03/2017	Jacek Szwajcowski (particuliere belegger)	Pelion		In Polen gevestigde detailhandelaar en distributeur van farmaceutische en gezondheidszorgproducten aan apotheken en ziekenhuizen	227,2	74,2%	0,1x	7,6x	13,6x
21/11/2016	Georgia Healthcare Group	ABC Pharmacia		In Georgië gevestigde farmaceutische detailhandelaar en groothandelaar voor private apotheken, ziekenhuizen en klinieken	33,6	100%	0,5x	8,0x	10,2x
23/09/2016	Andrzej Olszewski (particuliere belegger)	Farmacol		In Polen gevestigd bedrijf dat actief is in de opslag en distributie van farmaceutica, cosmetica en kruiden	266,2	45,6%	0,2x	11,7x	14,3x
18/06/2016	Corisol Holding	Zur Rose Group		In Zwitserland gevestigde online detailhandelaar en groothandelaar van medicijnen en drogisterijproducten	119,0	13,3%	0,2x	8,7x	16,3x
23/01/2014	McKesson Corporation	Celesio		In Duitsland gevestigde online detailhandelaar en groothandelaar van farmaceutica en leverancier van logistieke diensten	6.138,2	75,9%	0,3x	11,5x	15,1x
18/08/2014	Walgreens Boots Alliance, Inc.	Alloga UK		Pre-wholesale bedrijf dat farmaceutica en zonder recept verkrijgbare medicijnen in het VK distribueert	94,9	50%	1,5x	5,3x	5,9x
08/08/2013	Penta Investments; Neuca	ACP Pharma		In Polen gevestigd bedrijf dat actief is in de groothandel en distributie van farmaceutische producten	103,1	100%	0,3x	Nvt	Nvt
Eerste kwartiel							0,2x	7,7x	10,2x
Mediaan							0,3x	8,4x	13,6x
Gemiddelde							0,4x	9,1x	12,6x
Derde kwartiel							0,6x	11,6x	15,1x

Bronnen: Mergemarket, CapitalIQ, Factset, persberichten, BvD

⁽¹⁾ OW voor 100,0% van het bedrijf omgezet naar euro op basis van de wisselkoersen per de Aankondigingsdatum



CTA (3/3) - Conclusie

Waardering op basis van de OW/EBITDA-ratio's van recente vergelijkbare transacties

(In €m)	-1.0x	Mediaan	+1.0x
Kerncijfers PCB			
BJ18 Aangepaste EBITDA vóór niet-recurrente kosten	8,2	8,2	8,2
Ratio's			
OW/EBITDA	7,4x	8,4x	9,4x
Ondernemingswaarde	60,7	68,9	77,1
Aangepaste netto financiële schuld	(6,3)	(6,3)	(6,3)
Waarde eigen vermogen	54,4	62,6	70,8
Volledig aantal verwaterde aandelen (m)	16,9	16,9	16,9
Waarde eigen vermogen per Aandeel (€)	3,2	3,7	4,2

- Onze CTA-waarderingsmethode op basis van de OW/EBITDA resulteert in een geschatte OW van PCB van € 60,7 miljoen tot € 77,1 miljoen met een middenpunt van € 68,9 miljoen
- Dit middenpunt wordt verkregen door toepassing van de mediane OW/EBITDA-ratio vastgesteld voor de geselecteerde transacties met vergelijkbare bedrijven op de BJ2018 Aangepaste EBITDA van PCB vóór niet-recurrente kosten
- Na correctie van de OW voor aangepaste netto financiële schulden en het aantal volledig verwaterde aandelen, komen we tot een geschatte waarde van het eigen vermogen per Aandeel van € 3,2 tot € 4,2, met € 3,7 als middenpunt
- Merk op dat wij geen omvangskorting hebben toegepast, omdat het staal van vergelijkbare transacties vooral bestaat uit kleine en middelgrote ondernemingen

Waardering op basis van de OW/EBIT-ratio's van recente vergelijkbare transacties

(In €m)	-1.0x	Median	+1.0x
Kerncijfers PCB			
BJ18 genormaliseerde EBIT	5,4	5,4	5,4
Ratio's			
OW/EBIT	12,6x	13,6x	14,6x
Ondernemingswaarde	68,2	73,6	79,1
Aangepaste netto financiële schuld	(6,3)	(6,3)	(6,3)
Waarde eigen vermogen	61,9	67,3	72,8
Volledig aantal verwaterde aandelen (m)	16,9	16,9	16,9
Waarde eigen vermogen per Aandeel (€)	3,7	4,0	4,3

- Onze CTA-waarderingsmethode op basis van de OW/EBIT resulteert in een geschatte OW van PCB van € 68,2 miljoen tot € 79,1 miljoen, met een middenpunt van € 73,6 miljoen
- Dit middenpunt wordt verkregen door toepassing van de mediane OW/EBIT-ratio vastgesteld voor de geselecteerde transacties met vergelijkbare bedrijven op de BJ2018 Genormaliseerde EBIT van PCB
- Na correctie van de OW voor aangepaste netto financiële schulden en het aantal volledig verwaterde aandelen, komen we tot een geschatte waarde van het eigen vermogen per Aandeel van € 3,7 tot € 4,3, met € 4,0 als middenpunt
- Zoals eerder gesteld, hebben wij de CCA-methode niet gekozen als onze primaire methodologie, gelet op het gebrek aan met PCB vergelijkbare bedrijven wat betreft activiteiten, grootte, geografische aanwezigheid en volgreidheid, de beperkte beschikbaarheid van transactiespecifieke informatie en het feit dat de BJ2018 Genormaliseerde EBIT en de BJ2018 Aangepaste EBITDA vóór niet-recurrente kosten geen rekening houden met het synergiepotentieel
- De methode wordt dan ook enkel gebruikt voor benchmarkingdoeleinden in het kader van onze primaire waarderingsmethode, de DCF-analyse

Bronnen: Mergermarket, CapitalIQ, Factset, persberichten, BvD



Deel VI

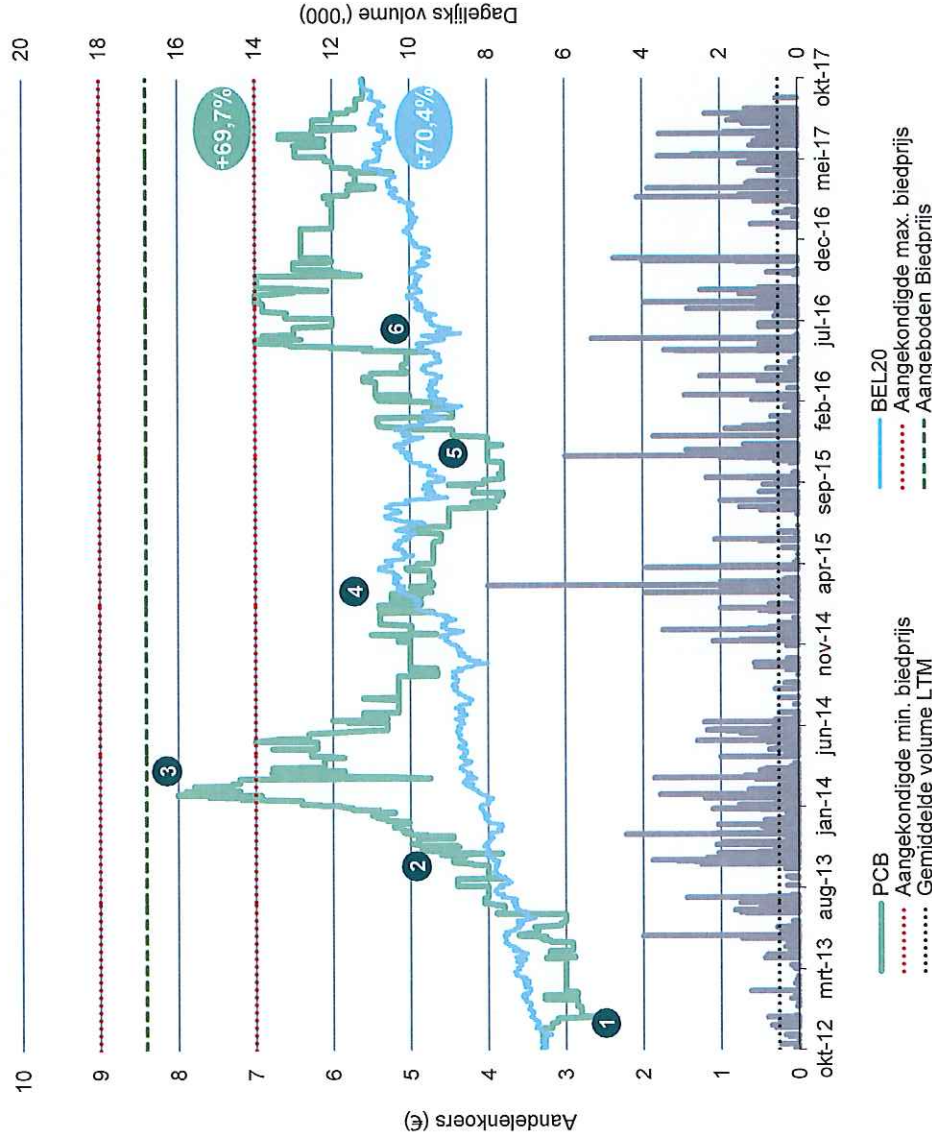
Waardering van PCB

6.1 Businessplan	21
6.2 Discounted cashflow	31
6.3 Analyse vergelijkbare bedrijven	36
6.4 Analyse vergelijkbare transacties	43
6.5 Aanvullende waarderingsoverwegingen	47



Aanvullende waarderingsoverwegingen - aandelenkoersanalyse (1/3)

Aandelenkoersevolutie op 5 jaar (vóór de Aankondiging)

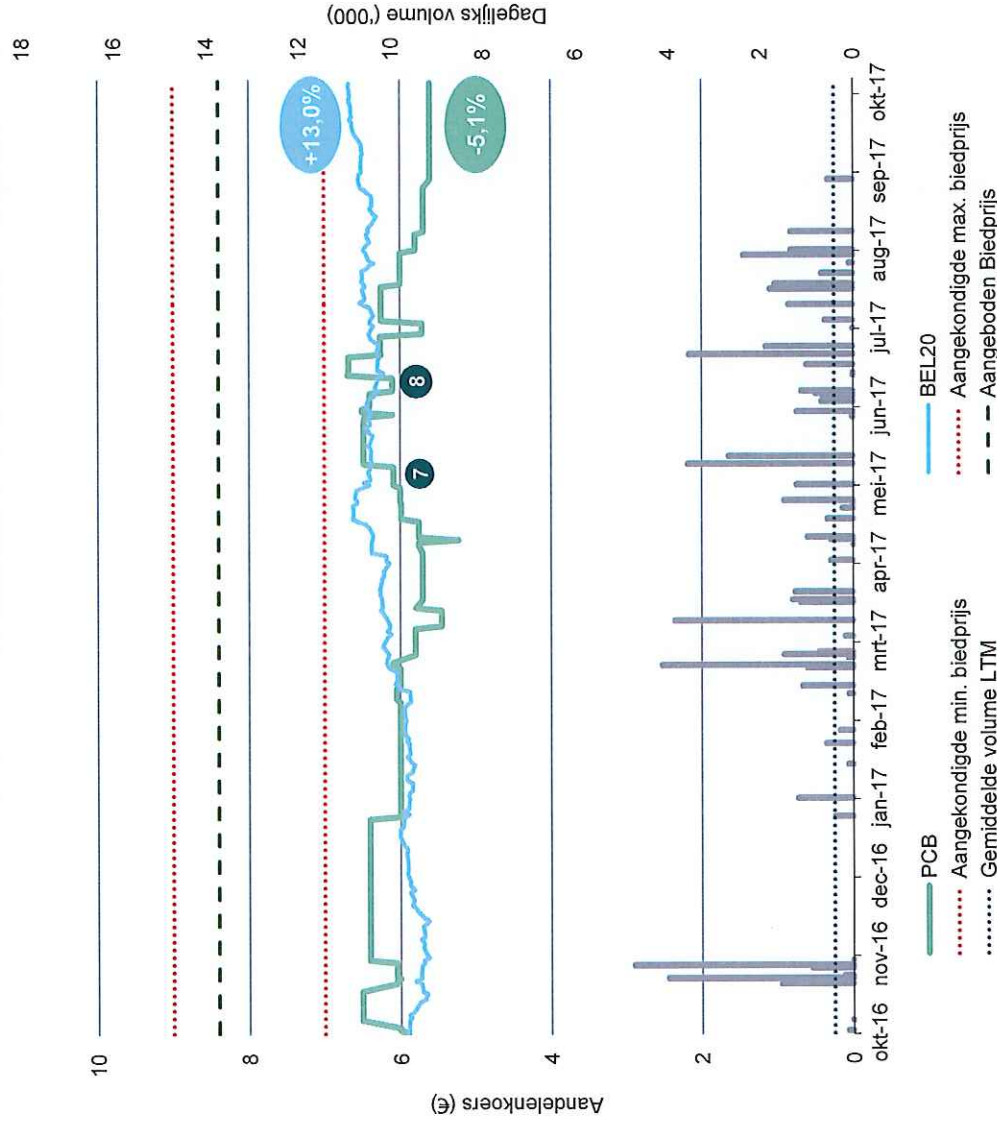


- PCB is sinds mei 1952 genoteerd op Euronext Brussels. De aandelen van PCB worden vanwege hun lage liquiditeit genoteerd via een double call auction
- De grafiek toont de evolutie van de aandelenkoers van PCB en de verhandelde volumes in de vijf jaar vóór de Aankondiging van OCP op 20/10/2017 van het uitkoopbod van alle overblijvende vrij beschikbare aandelen van PCB
- Tijdens deze periode evolueerden de aandelen van PCB in parallel met de BEL20, goed voor een stijging van ca. 70%
- Een greep uit de hoogtepunten:
 - 1 13 december 2012: de omzetprognoses voor 2012 worden neerwaarts herzien na een brand in het magazijn van Evere
 - 2 De aandelenkoers steeg van circa € 3,0 naar € 8,0 tussen jan. 2013 en feb. 2014. Dat is mogelijk te verklaren door de bevestiging door McKesson Corporation op 24 oktober 2013 van zijn voornemen om een meerderheidsbelang te nemen in Celesio (nu McKesson Europe), na marktgeruchten
 - 3 27 februari 2014: PCB brengt een verklaring uit over het relatief zwakke resultaat van BJ2013 ten opzichte van BJ2012 (een omzetsdaling van 6,1%). Dat werd vooral veroorzaakt door de toenemende concurrentie en de brand in het magazijn van Evere
 - 4 17 maart 2015: PCB kondigt de voorlopige resultaten van 2014 aan. De daling van de brutowinst (-6,5%) van 2013 is vooral het gevolg van de besparingsmaatregelen van de overheid en het verlies aan marktaandeel door de brand in het magazijn van Evere
 - 5 15 december 2015: er wordt een overeenkomst bereikt voor de overname van Belmedis en andere entiteiten door McKesson Europe
 - 6 25 mei 2016: McKesson Europe kondigt aan dat het een mogelijke combinatie van McKBH met PCB overweegt via een liiN van McKBH in PCB, gevolgd door een uitkoopbod op de overblijvende vrij beschikbare aandelen van PCB

Bronnen: Factset, persberichten, Capital IQ

Aanvullende waarderingsoverwegingen - aandelenkoersanalyse (2/3)

Aandelenkoersevolutie op 1 jaar (vóór de Aankondiging)



7 2 mei 2017: McKesson Europe voltooit de overname van vijf bedrijven via McKBH

8 23 juni 2017: publicatie van tussentijdse resultaten, waaruit een omzetgroei van 2,25% blijkt

- Tijdens het laatste jaar vóór de Aankondiging bleef het rendement van de aandelenkoers van PCB achter in vergelijking met de BEL20 index (-5,1%)
- De aandelenkoers van PCB steeg 31,1% tussen de dag vóór de Aankondiging van het uitkoopbod op 20 oktober 2017 en de dag vóór de goedkeuring van de liN op de buitengewone algemene vergadering van 20 december 2017
- De op 20 oktober 2017 aangekondigde biedvork (tussen € 7,0 en € 9,0) omvat de potentiële synergieën uit de combinatie van PCB met McKBH
- De aandelenkoers van PCB steeg 6,3% tussen de dag vóór de goedkeuring van de liN op de buitengewone algemene vergadering van 20 december 2017 en 30 augustus 2018
- Op 30 augustus 2018 bedroeg de aandelenkoers van PCB € 7,8, wat een marktkapitalisatie van € 132,2 miljoen vertegenwoordigt
- Op 14 september 2018 kondigde OCP aan dat de voortloper Biedprijs was vastgelegd op € 8,4 per aandeel

Bronnen: Factset, persberichten, Capital IQ



Aanvullende waarderingsoverwegingen - aandelenkoersanalyse (3/3)

Premie- en liquiditeitsanalyse				
	Gemiddelde	Max.	Min.	VWAP

Aandelenkoers (€) vóór de Aankondiging				
Laatste handelsdag vóór de Aankondiging	5,6	5,6	5,6	5,6
1 maand	5,6	5,6	5,6	5,6
3 maanden	5,8	6,3	5,6	6,0
6 maanden	6,0	6,7	5,2	6,2
12 maanden	6,0	6,7	5,2	6,1

Premie (%) op de geboden prijs (€ 8,4)				
Laatste handelsdag vóór de Aankondiging	50%	50%	50%	Nvt
1 maand	50%	50%	50%	Nvt
3 maanden	45%	50%	34%	40%
6 maanden	41%	61%	26%	36%
12 maanden	39%	61%	26%	39%

Dagelijkse volumes ('000)				
1 maand	0,0	0,0	0,0	-
3 maanden	0,2	2,4	0,0	-
6 maanden	0,3	3,6	0,0	-
12 maanden	0,3	4,7	0,0	-

- De tabel links toont een gedetailleerde analyse van de evolutie van de koers van PCB tijdens de geselecteerde periodes voor de Aankondiging. Voor iedere periode zijn de volgende elementen weergegeven:
 - de gemiddelde aandelenkoers;
 - de hoogste aandelenkoers;
 - de laagste aandelenkoers; en
 - de volumegewogen gemiddelde aandelenkoers (volume weighted average share price, "VWAP")
- De Biedprijs werd dan vergeleken met de verschillende hoger aangehaalde aandelenkoersen
 - in vergelijking met de slotkoers op de dag voor de Aankondiging vertegenwoordigt de Biedprijs een premie van 50%
 - in vergelijking met de gemiddelde aandelenkoers tijdens de 3 maanden voor de Aankondiging vertegenwoordigt de Biedprijs een premie van 45%
 - in vergelijking met de gemiddelde aandelenkoers tijdens de 12 maanden voor de Aankondiging vertegenwoordigt de Biedprijs een premie van 39%
- Tijdens het laatste jaar voor de Aankondiging van het uitkoopbod werden 66.369 aandelen verhandeld, wat 1,2% vertegenwoordigt van de 5.596.520 uitstaande aandelen, en wat aanzienlijk minder is dan wat we vaststelden voor de geselecteerde genoteerde referentiegroep tijdens deze periode⁽¹⁾
- Tijdens dezelfde periode bleef ook het aantal dagen waarop PCB-aandelen werden verhandeld beperkt, met slechts 60 dagen, wat minder dan 1 dag van handel op 4 vormt
- Deze vaststellingen en het beperkte aantal vrij beschikbare aandelen geven aan dat de markt voor PCB-aandelen weinig liquide is

(1) Zie CCA-hoofdstuk voor de lijst van geselecteerde peers. De mediaan over deze periode bedraagt ca. 70%
Bronnen: Factset, Bloomberg



Aanvullende waarderingsoverwegingen - analyse van de openbaarbodpremies

Belgische openbaarbodpremies					
Aankondings- datum	Doelwit	Koper	Voorafgaand aan de aankondiging	1 maand gemiddelde	3 maanden gemiddelde
23/02/2018	Realdolmen	GFI Informatique	11%	12%	27%
29/01/2018	Ablynx	Sanofi	21%	41%	95%
5/01/2018	Tigenix	Takeda Pharmaceutical Company	81%	79%	80%
30/10/2017	Dalenys	Nataxis	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	Pari 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	Gimescaut	Interbaton	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	Fibem	2%	12%	19%
21/09/2012	Devgen	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	Eleq	22%	33%	38%
15/03/2010	Punch Telematix	Trimble	27%	36%	61%
Alle openbare overnamebiedingen			Mediaan Gemiddelde	19% 30%	26% 35%
Openbare overnamebiedingen van aandeelhouders met controle			Mediaan Gemiddelde	19% 25%	21% 26%

- Deze tabel toont vrijwillige en verplichte openbare overnamebiedingen voor vennootschappen genoteerd op Euronext Brussels (uitgezonderd vastgoedcertificaten) sinds 2010
- Er is enkel rekening gehouden met geslaagde overnamebiedingen en er werd een onderscheid gemaakt tussen biedingen van aandeelhouders met controle en biedingen van bieders zonder controle
- Het historisch gemiddelde en de mediane premie betaald door aandeelhouders met controle gedurende de laatste 8 jaar in België in vergelijking met de gemiddelde aandelenkoers op 1 maand bedragen respectievelijk 19% en 25%
- Zoals vermeld op pagina 50 vertegenwoordigt de Biedprijs een premie van 50% in vergelijking met de gemiddelde aandelenkoers tijdens de maand vóór de Aankondiging en een premie van 45% in vergelijking met de gemiddelde aandelenkoers van PCB tijdens de 3 maanden vóór de Aankondiging
- Gelet op de beperkte liquiditeit van het PCB-aandeel dient deze waarderingsoverweging enkel als referentiepunt

Bronnen: Factset, FSMA
Opmerking: De premies zijn berekend op basis van de laatste slotkoers vóór de Aankondiging



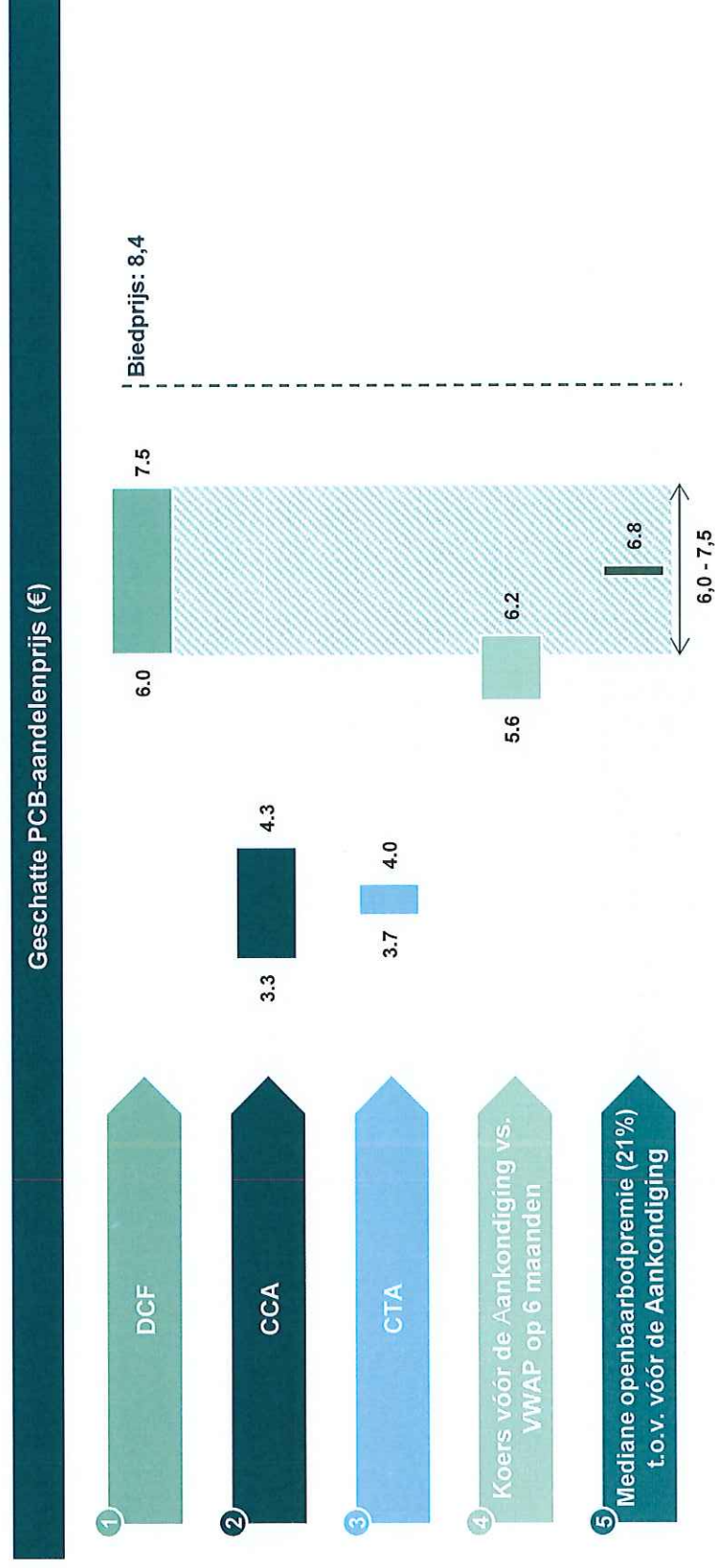
Deel VII

Conclusie



Conclusie (1/2)

Conclusie inzake de aandelenwaardering van PCB



- ▶ Zoals eerder vermeld, is DCF de voorkeurmethode, omdat zij een intrinsieke waarde van PCB oplevert, op basis van het door het management opgestelde Businessplan, en volledig rekening houdt met de verwachte synergieën uit de combinatie van McKBH met PCB
- ▶ In het kader van de uitoefeningsprocedure die OCP heeft aangekondigd voor de verwerving van de overblijvende door PCB uitgegeven aandelen, hebben wij de waarde van een PCB-aandeel geschat binnen een vork van € 6,0 tot € 7,5

Conclusie (2/2)

- ▶ Gelet op het voorgaande, ligt de Biedprijs hoger dan de bovengrens van onze waarderingsvork
- ▶ Wij zijn van mening dat de aangeboden prijs de belangen van de aandeelhouders niet miskent

Brussel, 14 maart 2019



Alexis Meeûs

Managing Partner, CEO
Degroof Petercam Corporate Finance NV



Adeline Simont

Managing Director
Degroof Petercam Corporate Finance NV

DEEL VIII

Analyse van de door de Bieder uitgevoerde waardering

Analyse van de door de Bieder uitgevoerde waardering (1/6)

- ▶ In dit hoofdstuk wordt de kijk van DPCF gepresenteerd op de waardering die is uitgevoerd door de Bieder samen met zijn adviseur, KBC Securities, ter ondersteuning van zijn Biedprijs
- ▶ Wij hebben de waardering en het informatiepakket van de Bieder en zijn adviseur, KBC Securities, ontvangen op 2 oktober 2018. Daarnaast is DPCF op 3 september 2018 en 8 oktober 2018 samengekomen met het management van PCB, de Bieder en KBC Securities voor een bespreking van de gehanteerde aanpak, de onderliggende aannames en de verschillende waarderingmethoden die zijn toegepast door de Bieder en KBC Securities om de Biedprijs te bepalen
- ▶ Die waarderingmethoden om de Biedprijs te bepalen, zijn de volgende:
 - DCF-analyse;
 - CCA;
 - CTA;
 - PCB-aandelenkoersprestaties;
 - Biedingspremies voor Belgische openbare overnametransacties; en
 - NVW-analyse
- ▶ Wij hebben dezelfde waarderingmethoden gebruikt voor onze evaluatie, met uitzondering van de NVW-methode. Wij beschouwen de DCF echter als onze primaire waarderingmethode, terwijl de andere methodes worden gebruikt als referentiepunten en extra toetsing

1

DCF

- Hoewel wij dezelfde FCFF en eindwaardeformule hebben gebruikt als de Bieder, komen wij op een middenpunt voor de waardering van het eigen vermogen van € 113,7 miljoen, terwijl de Bieder een middenpunt voor de waarde van het eigen vermogen van € 140,2 miljoen presenteert
- Naast de aanpassingen voor nettoschulden en andere onderstaande elementen is het waarderingsverschil vooral het gevolg van de toegepaste WACC. Wij hebben een hogere WACC toegepast, hoofdzakelijk vanwege de opname van een risicopremie voor de grootte van PCB op basis van onderzoek van Duff & Phelps. De door de Bieder gehanteerde WACC ligt veel lager dan de WACC die door aandelenanalisten wordt gehanteerd voor de waardering van vergelijkbare bedrijven (zie Bijlage 3). Als alle andere factoren gelijk blijven, zou de toepassing van de WACC van de Bieder onze waardering van het eigen vermogen verhogen met € 39 miljoen
- Om consistent te blijven tegenover de minderheidsaandeelhouders van PCB heeft de Bieder echter een methodologie om de WACC te berekenen gehanteerd die vergelijkbaar is met de methodologie gebruikt voor de waardering van PCB in het kader van de IIN. Deze aanpak van de Bieder vormt geen aantasting van de belangen van de minderheidsaandeelhouders

WACC-berekening		Bieder	DPCF
Risicovrije rente	0,85%	0,74%	
	5-jarig gemiddelde van AAA Europese zerocouponobligaties met een looptijd van 10 jaar	10-jarige Franse staatsobligatie	
Markttriscopremie	6,25%	8,33%	
	Groepsbeleid McKesson	Europees rendementsverschilmodel	



Analyse van de door de Bieder uitgevoerde waardering (2/6)

1

DCF

WACC-berekening	Bieder	DPCF
Schuldenvrije bèta	0,93x Referentiegroep van de Bieder	0,75x Referentiegroep van DPCF en Blume-aanpassing
Landenrisicopremie	0,7% Damodaran-verslag, januari 2018	Geen
Groottepremie	Geen	2,6% Op basis van onderzoek van Duff & Phelps
Kosten van vreemd vermogen	1,1% Schuldspread van Duitse obligaties t.o.v. industriewaarden in EUR (BBB+, BBB, BBB-)	0,9% 5-jarige rente van BBB- Europese niet-financiële bedrijven (BBB- rating op basis van schattingen van DPCF)
Nagestreefde eigenvermogensratio	80%	80%
Belastingtarief	Referentiegroep van de Bieder 25,0%	Referentiegroep van DPCF en het management 25,0%
WACC	7,19%	8,73%

- Andere verschillen in onze DCF hebben een positieve impact op onze waardering ten opzichte van de waardering van de Bieder. Deze verschillen omvatten:
 - Disconteringsmethodologie: wij pasten een mid-jaar conventie toe, terwijl de Bieder een jaareindeconventie toepaste. Als alle andere factoren gelijk blijven, zou de toepassing van een jaareindeconventie onze waardering van het eigen vermogen verlagen met € 5 miljoen⁽¹⁾; en
 - Wij gingen uit van een bestendige groei van 1,5%, wat strookt met onze WACC-berekening, terwijl de Bieder uitging van een bestendige groei van 1,0%. Als alle andere factoren gelijk blijven, zou de toepassing van een bestendige groei van 1,0% onze waardering van het eigen vermogen verlagen met € 5 miljoen
 - Al bij al hebben deze twee verschillen geen wezenlijke impact op de waardering van PCB

2

CCA

- Wij zijn het ermee eens dat de OW/EBIT(DA)-ratio's de relevantste waarderingsmaatstaven zijn voor de waardering van PCB. Andere waarderingsmaatstaven, zoals OW/Omzet, worden in Bijlage 2 gepresenteerd als referentiepunten, maar worden niet relevant geacht vanwege, onder andere, het verschil in financiële prestaties tussen PCB en de geselecteerde referentiegroep

(1) In het kader van de mid-jaar conventie wordt de eerste FCFF verwacht in september 2018. Aangezien onze waardering van PCB geldt per 30 augustus 2018, zou kunnen worden gesteld dat er slechts 1 maand moet worden gediscoconteerd in het eerste jaar (en 13 maanden voor het tweede jaar, 25 maanden voor het derde jaar enz.). De toepassing van deze aanpak zou onze waardering van het eigen vermogen verhogen met € 4 miljoen



Analyse van de door de Bieder uitgevoerde waardering (3/6)

2

CCA

- De Bieder heeft 9 bedrijven geselecteerd, terwijl wij er 8 selecteerden. De bedrijven die wij uit het staal van de Bieder hebben uitgesloten, zijn:
 - Owens & Minor, omdat het meer een leverancier van diensten voor gezondheidszorglogistiek is dan een groothandelaar
 - Oriola, omdat het aanzienlijke detailhandelsactiviteiten (het beheert zijn eigen apotheken) en groothandelsactiviteiten combineert, die elk ca. 50% van de omzet van 2017 vertegenwoordigen
 - Medika, omdat wij geen voorspellingen van analisten vonden voor dit bedrijf
- Wij hebben wel de volgende bedrijven geselecteerd:
 - Profarma Distribudora de Productos Farmaceuticos, waarvan de hoofdactiviteit de groothandel van medicijnen en gezondheids- en schoonheidsproducten voor farmaceutische detailhandelaars is
 - Sinopharm, dat hoofdzakelijk actief is in de groothandel van farmaceutische en gezondheidszorgproducten
- Wij stellen vast dat de gepresenteerde ratio's licht verschillen voor sommige van de geselecteerde bedrijven. Wij denken dat dit te wijten is aan de berekening van de OW. De Bieder heeft de OW gedefinieerd als de marktkapitalisatie plus nettoschulden plus de waarde van de minderheidsbelangen en preferente aandelen, terwijl DPCF een meer finmazige aanpak heeft gehanteerd. Naast deze elementen heeft DPCF ook gecorrigeerd voor het volgende: pensioen- en gezondheidszorgverplichtingen, andere met schulden vergelijkbare geïdentificeerde elementen, investeringen in geassocieerde deelnemingen en andere niet-operationele activa en latere aangekondigde gebeurtenissen, zoals een aandelenterugkoop, dividendbetaling enz.
- Wij zijn het ermee eens dat de Aangepaste EBIT(DA) vóór niet-recurrente kosten van BJ2019-BJ2020 niet het volledige potentieel van de verwachte synergieën omvat, en dus geen representatief EBIT(DA)-niveau vertegenwoordigt. DPCF vond echter onvoldoende voorspellingen voor BJ2021 voor het referentiestaal van genoteerde bedrijven dat door DPCF was geselecteerd, en heeft dan ook het jaar BJ2020 gebruikt voor deze waarderingmethode

3

CTA

- Wij zijn het eens met de Bieder dat de betrouwbaarheid en toepasbaarheid van transactieratio's worden beïnvloed door diverse factoren. Bovendien houden de Genormaliseerde EBIT BJ2018 en de Aangepaste EBITDA BJ2018 van PCB vóór niet-recurrente kosten die zijn gebruikt voor de waardering geen rekening met het synergiepotentieel. Wij hebben deze methode dan ook niet gebruikt als onze primaire waarderingaanpak maar slechts als een nuttige leidraad en extra toetsing voor onze primaire waarderingmethode
- Hoewel wij grosso modo dezelfde selectiecriteria hebben gebruikt als de Bieder, dus (i) de doelwitten in de transacties zijn farmaceutische groothandelsbedrijven met of zonder detailhandelsactiviteiten, en (ii) enkel transacties die plaatsvonden in de VS en Europa, verschilt onze selectie van vergelijkbare transacties sterk van de door de Bieder gepresenteerde selectie
- DPCF heeft transacties geselecteerd die zijn voltooid tijdens de periode 2013-2017, terwijl de Bieder een selectie van transacties presenteert die zijn voltooid in de periode 2000-2015. Wij denken dat de inkorting van het tijdsbestek de impact van de timing/economische cyclus en de marktomstandigheden op de vastgestelde ratio's vermindert



Analyse van de door de Bieder uitgevoerde waardering (4/6)

3	CTA	De verschillen in geselecteerde transacties hebben echter geen wezenlijke impact op de vastgestelde ratio's
4	Aandelenkoers-analyse	- Wij hebben de evolutie van de historische aandelenkoers van PCB geanalyseerd over verschillende periodes, net als de verhandelde volumes, op een vergelijkbare wijze als de Bieder. Twee kleinere verschillen in aanpak zijn de duur van de geanalyseerde periode, 5 jaar tegen 3 jaar bij de Bieder, en de benchmarking van de aandelenkoers met de BEL 20 index - Wij gaan akkoord met de resultaten van de door de Bieder uitgevoerde analyse en met de stelling van de Bieder dat de analyse van de historische aandelenkoers moet worden beschouwd als niet meer dan een referentiepunt, gelet op de lage liquiditeit van het PCB-aandeel
5	Biedingspremie-analyse	- Wij beschouwen de biedingspremies voor Belgische openbare overnametransacties niet als een relevante waarderingsoverweging, gelet op de zeer beperkte liquiditeit van het PCB-aandeel. Om redenen van volledigheid heeft DPCF de biedingspremies opgesomd die zijn betaald voor Belgische openbare overnametransacties tijdens de periode 2010-2018 door bieders met en zonder controle - Wij stellen vast dat de Bieder enkel de biedingspremies betaald door bieders met controle vermeldt. Wij kunnen de relevantie en de conformiteit van de selectie van de Bieder bevestigen
6	NVW	De Bieder heeft gebruik gemaakt van de NVW-aanpak, die wij echter niet als relevant beschouwen voor de waardering van PCB. De NVW wordt vooral gebruikt voor bedrijven die aanzienlijke materiële activa bezitten of waar de waarde niet afhangt van de voortzetting van de activiteiten van het bedrijf

Analyse van de door de Bieder uitgevoerde waardering (5/6)

- Wij komen uit op een aangepaste netto financiële schuld van € 6,3 miljoen, tegenover € 4,0 miljoen gepresenteerd door de Bieder
- De Bieder heeft een meer conservatieve aanpak gehanteerd (vanuit het oogpunt van de minderheidsaandeelhouders), terwijl wij een meer fijnmazige aanpak hanteerden voor de aanpassing van de netto financiële schuld door rekening te houden met het volgende:
 - fiscaal overgedragen verliezen als een met liquide middelen vergelijkbare post;
 - (pre-)pensioen- en juridische voorzieningen na belastingen als een met schulden vergelijkbare post; en
 - minderheidsbelangen als een met schulden vergelijkbare post

Aangepaste netto financiële schuld, per 31 maart 2018 (in € m)			
	Bieder	DPCF	
Financiële schulden	23,2	23,2	
Liquide middelen	(2,0)	(2,0)	
Netto financiële schuld	21,2	21,2	
Aanpassingen netto financiële schuld			
Cash pool vordering	(37,0)	(37,0)	
Minderheidsbelang		2,4	
Overgedragen fiscale verliezen		(1,1)	
(Pre-)pensioenvoorzieningen		1,1	
NWK aanpassing	19,8	19,8	
Totale aanpassingen	(17,2)	(14,9)	
Aangepaste netto financiële schuld	4,0	6,3	

- Voor de werkkapitaalramingen in het Businessplan en de aanpassing van het werkkapitaal opgenomen in de aangepaste netto financiële schuld heeft de Bieder gebruik gemaakt van de definitie van handelswerkkapitaal ("HWK"), die bestaat uit debiteuren, crediteuren en voorraden
- Bovendien zijn er enkel maandelijkse HWK-cijfers beschikbaar vanaf juli 2017, dus een periode van 9 maanden



Analyse van de door de Bieder uitgevoerde waardering (6/6)

NWK

- Wij merken op dat in een fusie- en overnamecontext, het een marktpraktijk is om:
 - NWK te gebruiken, inclusief overige activa en verplichtingen, in plaats van HWK voor zowel ramingen als de aanpassing van de netto financiële schuld; en
 - minstens 12 maanden van het maandelijksse NWK te analyseren ter ondersteuning van de onderliggende veronderstellingen in het Businessplan en om het genormaliseerde niveau van het werkkapitaal te bepalen
- Wij vernamen van de Bieder dat er geen maandelijksse HWK-gegevens inclusief McKBH zijn vóór juli 2017, en dat de HWK-cijfers voor de eerste 3 maanden van BJ2019 (die het mogelijk zouden hebben gemaakt om een periode van 12 maanden te bestrijken) een abnormaal niveau van handelsschulden vertonen vanwege integratieproblemen gelinkt met de juridische fusie van PCB en McKBH (die plaatsvond in april 2018)
- Wij gaan akkoord met de Bieder dat de HWK-positie per 31 maart 2018 (€ 41,7 miljoen) aanzienlijk lager ligt dan het genormaliseerde niveau van het werkkapitaal (€ 61,5 miljoen) – gedefinieerd als het gemiddelde van de laatste 9 maanden – en dat een correctie van € 19,8 miljoen in de netto financiële schuld dan ook gerechtvaardigd is
- Om zeker te zijn van onze keuze voor HWK-cijfers in plaats van NWK-cijfers, hebben wij de HWK- en NWK-positie per 31 maart 2018 vergeleken, waaruit slechts een klein verschil bleek (zie Bijlage 4). Dat bood ons de nodige zekerheid om dezelfde definitie van werkkapitaal aan te nemen als de Bieder

Deel IX

Bijlagen



Bijlage 1 – Lijst van de ontvangen informatie

- In het kader van onze waardering, ontvingen wij de volgende informatie van de Bieder:
 1. Marktinformatie:
 - concurrentielandschap van PCB; en
 - IQVIA™ marktstudies van de Belgische farmaceutische markt (K1-2018 en K3-2017)
 2. Financiële informatie:
 - jaarverslag 2018;
 - Businessplan opgesteld door de Bieder en zijn adviseur voor de periode BJ2018-BJ2028, inclusief pro forma aanpassingen en synergieeringen;
 - NWK aangepast door de Bieder en zijn adviseur; en
 - aangepaste nettoschuld berekend door de Bieder en zijn adviseur
 3. Waardering uitgevoerd door de Bieder en zijn adviseur:
 - een eerste versie op 2 oktober 2018; en
 - een herziene versie op 26 oktober 2018
 4. Overige:
 - verslag van KPMG als onafhankelijk expert per 9 augustus 2017 in de context van de liiN van McKBH in PCB; en
 - addendum van het verslag van KPMG als onafhankelijk expert per 13 november 2017

Bijlage 2 - CCA

Ratio's

Bedrijf	Land	Beursw. Agp. NFD (€m)	OW (€m)	OW/Omzet			OW/EBITDA			OW/EBIT		
				2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
AmerisourceBergen Corporation (ABC)	VS	16.715	1.938	18.653	0,1x	0,1x	9,3x	8,7x	8,1x	10,6x	10,0x	9,5x
Australian Pharmaceutical Industries Ltd	Australië	575	53	628	0,2x	0,2x	8,1x	7,5x	n.a.	10,4x	9,5x	n.a.
Cardinal Health, Inc.	VS	13.895	4.996	18.891	0,2x	0,2x	7,5x	7,6x	7,4x	8,8x	8,9x	8,5x
McKesson Corporation (MCK)	VS	22.274	4.668	26.942	0,1x	0,1x	7,3x	7,3x	7,1x	8,1x	8,0x	7,8x
NEUCA S.A.	Polen	277	60	337	0,2x	0,2x	8,9x	8,1x	7,5x	11,3x	10,5x	9,8x
Profarma Distribuidora de Produtos Farmaceuticos	Brazilië	117	57	173	0,2x	0,2x	8,1x	5,9x	4,9x	12,1x	7,6x	5,8x
Sinopharm Group Co., Ltd.	China	11.572	5.970	17.542	0,5x	0,4x	9,9x	8,6x	7,7x	10,7x	9,5x	8,5x
Selcuk Ecza Deposu Ticaret ve Sanayi A.S.	Turkije	249	274	523	0,3x	0,3x	8,9x	7,1x	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P75				0,3x	0,2x	0,2x	9,0x	8,3x	7,6x	11,0x	9,8x	9,3x
Mediaan				0,2x	0,2x	0,2x	8,5x	7,6x	7,5x	10,6x	9,5x	8,5x
P50				0,2x	0,2x	0,1x	7,9x	7,2x	7,2x	9,6x	8,4x	8,0x

Benchmark

Bedrijf	Land	CAGR omzet			EBITDA marge			EBIT marge			Kapitaalinvest. als % van omzet		
		17-'19	17-'20	18-'20	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
AmerisourceBergen Corporation (ABC)	VS	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	Australië	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.	VS	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)	VS	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.	Polen	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	Brazilië	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.	China	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.	Turkije	n.a.	n.a.	n.a.	3,5%	3,6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
P75		6,8%	4,8%	5,0%	3,1%	3,3%	3,2%	2,1%	2,5%	2,7%	0,6%	0,6%	0,6%
Mediaan		5,2%	4,4%	4,9%	2,3%	2,6%	2,1%	1,8%	1,8%	1,7%	0,4%	0,4%	0,3%
P50		3,9%	4,3%	4,6%	2,0%	2,0%	1,9%	1,6%	1,7%	1,7%	0,3%	0,3%	0,2%

Bronnen: Factset 30/08/2018, websites van de bedrijven

Opmerking: cijfers zijn geannualiseerd op 31/12; nettoschuldaanpassingen omvatten aanpassingen voor pensioenvoorzieningen, investeringen in geassocieerde deelnemingen, minderheidsbelangen enz.

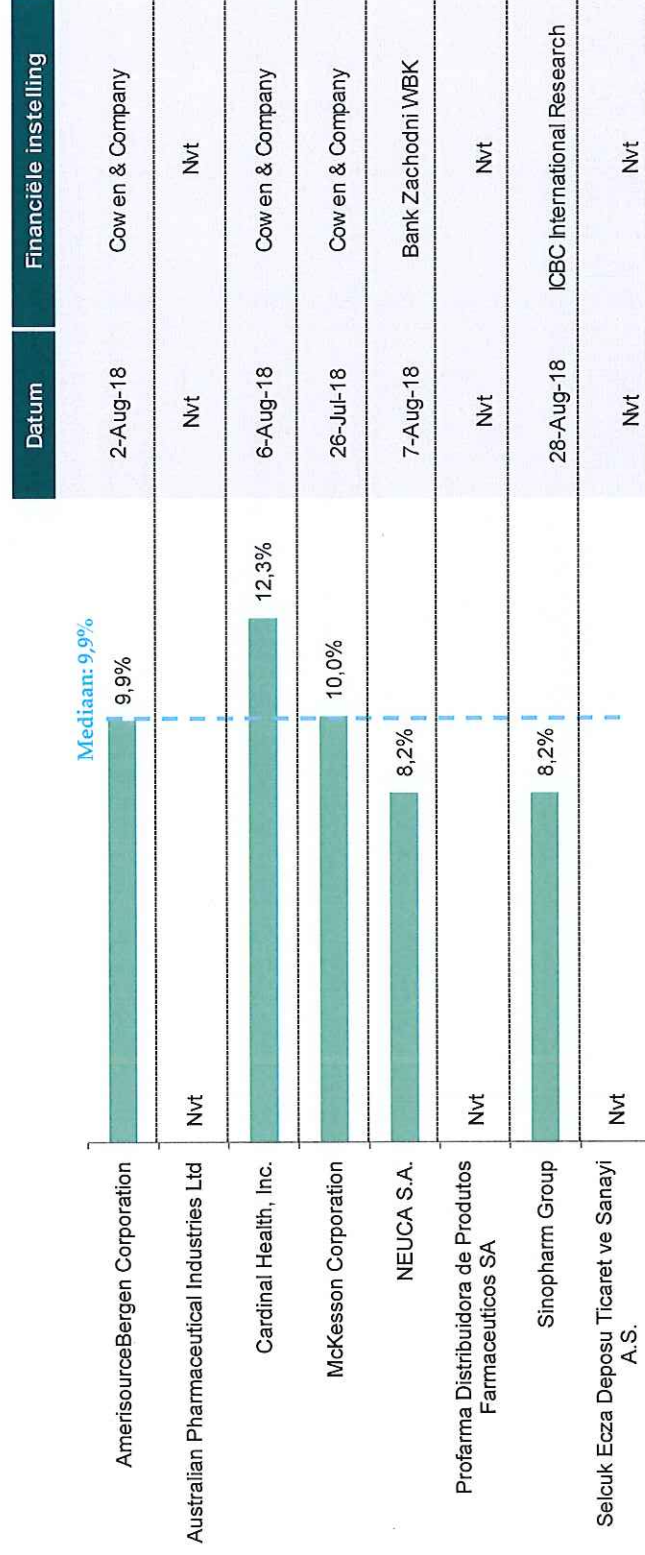


Bijlage 3 – WACC-referenties van aandelenanalisten

Referentiegroep-WACC gebruikt door aandelenanalisten

- Ter controle van het niveau van de WACC zoals gebruikt in onze waardering, hebben wij onze analyse vergeleken met recente WACC's⁽¹⁾ die financieel analisten hebben gebruikt in hun waardering

WACC



(1) Laatste schattingen van aandelenanalisten per 30/08/2018

Bronnen: Factset, Bloomberg



Bijlage 4 – NWK vs. HWK

Vergelijking van HWK met NWK

	PCB	DPCF
	31/03/2018	31/03/2018
Voorraden	68.870.766	68.870.766
Handelsvorderingen	-	127.354.218
Belasting en sociale vorderingen	-	1.539.624
Vorderingen	129.059.973	128.893.842
Handelsschulden	(156.278.254)	(161.547.596)
HWK	1 41.652.485	36.217.012
Andere activa	Niet inbegrepen	11.456.942
Andere passiva	Niet inbegrepen	(12.113.231)
Belastingsschulden	Niet inbegrepen	(507.692)
NWK		35.560.723
Vershil (HWK - NWK)		2 656.289

- 1 Zoals eerder vermeld heeft de Bieder NWK gedefinieerd als HWK omdat het niet mogelijk was om een maandelijks cijfer voor de NWK te krijgen
- 2 Als extra toetsing vergeleken we het NWK met het HWK en kwamen we uit op een nettoverschil van € 0,7 miljoen
- 3 We stelden ook verschillen vast tussen de handelsvorderingen en handelsschulden zoals gepresenteerd in de jaarrekening en zoals gepresenteerd in het waarderingsmodel van de Bieder
 - Het management legde uit dat de belangrijkste reden daarvoor is dat de gegevens die in het model werden gebruikt afkomstig zijn van de SAP+1 rapportage, waarin gegevens meteen na de afsluitingsdatum worden geüpload (begin april, zonder aanpassingen achteraf), terwijl voor de jaarrekening verdere opschoning/herclassificaties worden uitgevoerd tussen vorderingen en schulden en de definitieve positie wordt bepaald na de uiteindelijke opschoning



Bijlage 5 – Degroef Petercam's vakkennis in bedrijfswaarderingen en fairness opinies (1/7)

Corporate Finance maakt deel uit van de kernactiviteiten van Degroef Petercam



- Opgericht in **1871**
- **Onafhankelijk**
- Netto omzet (2017): € 468 miljoen
- Bruto bedrijfswinst (2017): € 129 miljoen
- Activa onder beheer (2017): **€ 54.8 miljard**
- Werknemers (2017): **1.371**
- **17,1%** Basel III kapitaal ratio
- Aanwezig in 8 **landen**: België, Luxemburg, Nederland, Frankrijk, Italië, Zwitserland, en Spanje

Vermogensbeheer

Private Banking	Institutionele klanten	Corporate Finance	Marktactiviteiten	Gestructureerde Kredieten
▪ Activa onder beheer (2017): € 34.9 miljard ▪ 'Best Private Bank 2016-2017 in Belgium' (Euromoney)	▪ Beheer van € 8.0 miljard via institutionele mandaten ▪ Beveks in bezit van derden: € 9.3 miljard ▪ Beheer door derden: € 2.6 miljard	▪ Een van de belangrijkste spelers in Corporate Finance op de Belgische en Franse markt ▪ Meer dan 90 gerealiseerde opdrachten in 2017 waarvan 3 miljard in M&A	▪ Intern team van 13 sell-side aandelenanalisten ▪ Aandelenmakelaar op 21 markten	▪ LMBO/LMBI faciliteiten ▪ Gestructureerde club deals in samenwerking met specialisten uit de sector

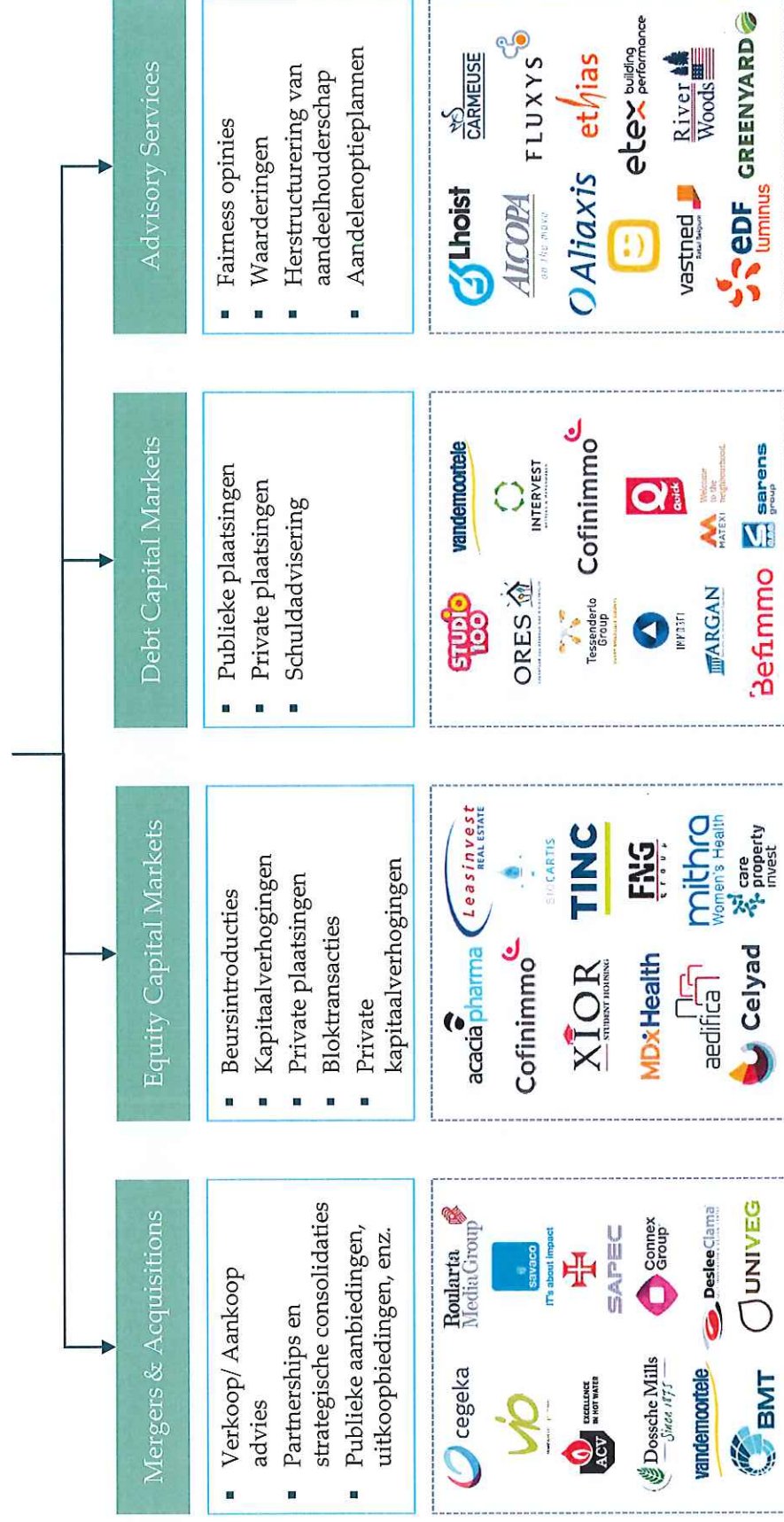
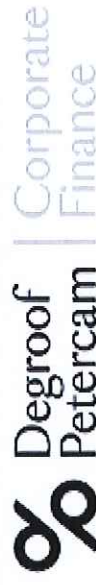
Zakenbankieren

Private Banking	Institutionele klanten	Corporate Finance	Marktactiviteiten	Gestructureerde Kredieten
▪ Activa onder beheer (2017): € 34.9 miljard ▪ 'Best Private Bank 2016-2017 in Belgium' (Euromoney)	▪ Beheer van € 8.0 miljard via institutionele mandaten ▪ Beveks in bezit van derden: € 9.3 miljard ▪ Beheer door derden: € 2.6 miljard	▪ Een van de belangrijkste spelers in Corporate Finance op de Belgische en Franse markt ▪ Meer dan 90 gerealiseerde opdrachten in 2017 waarvan 3 miljard in M&A	▪ Intern team van 13 sell-side aandelenanalisten ▪ Aandelenmakelaar op 21 markten	▪ LMBO/LMBI faciliteiten ▪ Gestructureerde club deals in samenwerking met specialisten uit de sector



Bijlage 5 – Degroef Petercam's vakkennis in bedrijfswaarderingen en fairness opinies (2/7)

Degroef Petercam verleent financiële adviesdiensten aan bedrijven en hun aandeelhouders



Bijlage 5 – Degroef Petercam's vakkenis in bedrijfswaarderingen en fairness opinies (3/7)

Ervaren partner door onze kennis als onafhankelijke expert voor zowel fairness opinies als private transacties

- Degroef Petercam heeft een ruime ervaring als financieel expert. Wij zijn actief in:
 - Bedrijfswaarderingen voor algemene doeleinden
 - Fairness opinies in het kader van private en publieke transacties en openbare overnamebiedingen
- Onze ervaring en onafhankelijkheid levert ons de meest actuele en beschikbare kennis betreffende marktpraktijken in het opmaken van fairness opinies en expertwaarderingen

Bijlage 5 – Degroof Petercam's vakkennis in bedrijfswaarderingen en fairness opinies (4/7)

Degroof Petercam referenties in bedrijfswaarderingen en fairness opinies (1/4)

Adviser to the independent directors of
vastned
Retail Belgium

on public bid by
vastned
Venues 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



bpifrance

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

STMicroelectronics

Financial expert
November 2016



bpifrance

Fairness Opinion regarding the session of a minority stake in

ERAMET

Financial Expert
August 2016



Fairness opinion regarding the public takeover bid by
Perennitas SA
on

PAIRIS DAI ZA

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

HEX

Financial Expert
December 2013



Oil & gas company

Fairness opinion

Financial Expert
October 2013



Bijlage 5 – Degroof Petercam's vakkennis in bedrijfswaarderingen en fairness opinies (5/7)

Degroof Petercam referenties in bedrijfswaarderingen en fairness opinies (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.L.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

helonet
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

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

Bijlage 5 – Degroof Petercam's vakkennis in bedrijfswaarderingen en fairness opinies (6/7)

Degroof Petercam referenties in bedrijfswaarderingen en fairness opinies (3/4)

Valuation of



Financial Expert
July 2011

CNP

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

ARGENTA

Fairness opinion regarding the capital increase by Argen - Co

Financial Expert
September 2010

Electrabel

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

FLUXYS

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

Financial Expert
June 2010

FLUXYS

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

Bijlage 5 – Degroof Petercam's vakkennis in bedrijfswaarderingen en fairness opinions (7/7)

Degroof Petercam referenties in bedrijfswaarderingen en fairness opinions (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 CHARLEROI 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 America 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 2006



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

Financial Expert
November 2006



DEXIA IMMO LUX

Fairness opinion regarding the public takeover bid on Dexia Immo 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

