

### **BIJLAGE 3**

#### **MEMORIE VAN ANTWOORD VAN DE RAAD VAN BESTUUR VAN PCB**

**OPENBAAR UITKOOPBOD OP ALLE AANDELEN  
DIE NOG NIET DIRECT OF INDIRECT IN HET BEZIT ZIJN VAN  
OCP S.A. IN**

**PCB NV**

**MEMORIE VAN ANTWOORD OPGESTELD DOOR DE RAAD VAN  
BESTUUR VAN PCB NV, OVEREENKOMSTIG ARTIKEL 22 E.V. VAN  
DE WET VAN 1 APRIL 2007 OP OPENBARE OVERNAMEBIEDINGEN EN  
ARTIKEL 7/1 EN 7/2 VAN HET KONINKLIJK BESLUIT VAN 27  
APRIL 2007 OP DE OPENBARE UITKOOPBIEDINGEN (ZOALS  
GEWIJZIGD DOOR HET KONINKLIJK BESLUIT VAN 23 SEPTEMBER  
2018) (het "*Koninklijk Besluit*")**

**Opmerking**

De Nederlandse versie van het Memorie van Antwoord aangehecht bij het Prospectus als bijlage 3 vormt een vertaling van de Franse tekst van het Memorie van Antwoord welke goedgekeurd is door de FSMA.

De persoon die aangewezen is als verantwoordelijke voor de inhoud van het Memorie van Antwoord in overeenstemming met artikel 29, § 1, van het Wet op de openbare overnamebiedingen, is ook verantwoordelijk voor de inhoud van de versie van de Memorie van Antwoord die een vertaling vormt van de versie goedgekeurd door de FSMA.

De Franse versie van het Prospectus en het Memorie van Antwoord zoals goedgekeurd door de FSMA kan worden verkregen op:

- [www.kbcsecurities.com](http://www.kbcsecurities.com);
- [www.kbc.be/corporateactions](http://www.kbc.be/corporateactions);
- [www.cbc.be](http://www.cbc.be);
- [www.bolero.be/fr](http://www.bolero.be/fr) (frans);
- [www.bolero.be/nl](http://www.bolero.be/nl) (nederlands) ;
- [www.ocpsa.fr](http://www.ocpsa.fr),
- [www.pcb.be](http://www.pcb.be).

## **A. ALGEMEEN**

### **1. Definities**

Tenzij anders aangegeven in dit memorie van antwoord (het **Memorie van Antwoord**) hebben de termen met een hoofdletter de onderstaande betekenis:

**Aanbod** betekent het openbaar uitkoopbod dat de Aanbieder heeft uitgebracht op alle Aandelen die nog niet in zijn bezit zijn, overeenkomstig het Koninklijk Besluit;

**Aandelen** betekent elk van de 739.552 momenteel uitstaande aandelen van PCB waar het Aanbod voor wordt uitgebracht (dus alle aandelen van PCB, met uitsluiting van de aandelen van PCB die momenteel direct of indirect in het bezit van de Aanbieder zijn);

**Aandeelhouder** betekent een houder van een of meer Aandelen;

**Aangeboden Prijs** betekent de aangeboden Prijs per Aandeel in het kader van het openbaar uitkoopbod, zijnde EUR 8,40;

**Koninklijk Besluit** betekent het Koninklijk Besluit van 27 april 2007 op de openbare uitkoopbiedingen (zoals gewijzigd door het Koninklijk Besluit van 23 september 2018);

**OCP S.A. of Aanbieder** betekent OCP S.A., een naamloze vennootschap naar Frans recht, met statutaire zetel te 2, rue Galien, 93400 Saint-Ouen (Frankrijk), en ingeschreven in het handels- en vennootschapsregister van Bobigny onder nummer SIREN 345 277 917;

**Onafhankelijke Expert** betekent Degroof Petercam Corporate FinanceNV, met statutaire zetel te Rue Guimard/Guimardstraat 18, 1040 Brussel, ingeschreven in de Kruispuntbank van Ondernemingen onder nummer 0864.424.606, handelend in de hoedanigheid van onafhankelijk expert krachtens artikel 6 van het Koninklijk Besluit;

**Memorie van Antwoord** betekent onderhavig memorie van antwoord, dat is opgesteld door de raad van bestuur van PCB inzake het Aanbod, krachtens artikelen 22 e.v. van de wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen en artikelen 7/1 en 7/2 van het Koninklijk Besluit;

**Prospectus** betekent het prospectus (in het Frans) waarin de voorwaarden van het Aanbod staan beschreven, zoals goedgekeurd door de FSMA op 25 maart 2019;

**PCB** betekent PCB NV, een naamloze vennootschap naar Belgisch recht, met statutaire zetel te Robert Schumanplein 6, bus 5, 1040 Brussel, ingeschreven in de Kruispuntbank van Ondernemingen onder nummer 403.085.181;

**Verslag** betekent het verslag opgesteld door de Onafhankelijke Expert krachtens artikel 6 van het Koninklijk Besluit zoals goedgekeurd door de FSMA op 25 maart 2019.

**WACC** betekent de gewogen gemiddelde kosten van het kapitaal (Weighted Average Cost of Capital);

## 2. Context

Op 22 november 2018 heeft OCP S.A., een naamloze vennootschap (*société anonyme*) naar Frans recht, met statutaire zetel te 2, rue Galien, 93400 Saint-Ouen, Frankrijk, en ingeschreven in het handels- en vennootschapsregister van Bobigny onder nummer SIREN 345 277 917, handelend in onderling overleg met Brugefi Invest S.A.S., een naamloze vennootschap (*société par actions simplifiée*) naar Frans recht, met statutaire zetel te 2, rue Galien, 93400 Saint-Ouen, Frankrijk, en ingeschreven in het handels- en vennootschapsregister van Bobigny onder nummer SIREN 532 365 707, de Autoriteit voor financiële diensten en markten (de **FSMA**) in kennis gesteld van haar voornemen om een openbaar uitkoopbod uit te brengen op alle Aandelen van PCB NV die nog niet direct of indirect in het bezit zijn van OCP S.A., zijnde 739.552 Aandelen (wat overeenstemt met 4,36% van het maatschappelijk kapitaal), tegen een prijs van EUR 8,40 per Aandeel (het **Aanbod**).

Op 22 november 2018 publiceerde de FSMA een kennisgeving met betrekking tot het Aanbod, overeenkomstig artikel 7 van het Koninklijk Besluit.

De raad van bestuur van PCB is samengekomen op 14 maart 2019 om te beraadslagen over het Verslag en het Prospectus zoals goedgekeurd door de FSMA op 25 maart 2019.

Overeenkomstig artikel 24 §1 van de Wet op de Openbare overnamebiedingen moet het Memorie van Antwoord minimaal het volgende omvatten:

- (i) mogelijke bemerkingen van de raad van bestuur betreffende het Prospectus (zie hoofdstuk B.1);
- (ii) een verklaring betreffende bepalingen in de statuten die de overdracht van aandelen of de mogelijkheid om aandelen met stemrecht of die toegang geven tot stemrecht te verwerven, beperken, naast een lijst van de preferentiële rechten tot verwerving van dergelijke aandelen in hoofde van bepaalde personen, voor zover de raad van bestuur hiervan op de hoogte is (zie hoofdstuk D);
- (iii) een met redenen omklede standpunt over het bod (zie hoofdstuk C).

Overeenkomstig artikel 7/2 van het Koninklijk Besluit moet het advies volgende met redenen omklede punten omvatten:

- (iv) het oordeel van PCB over het Verslag (zie hoofdstuk B.2); en
- (v) het standpunt over de vraag of de prijs de belangen van de aandeelhouders (de **Aandeelhouders**) al dan niet miskent (zie hoofdstuk C).

Zoals bepaald in artikel 7/2 van het Koninklijk Besluit moet het oordeel afwijkende standpunten van leden van de raad van bestuur vermelden als er geen unanimititeit is, waarbij moet worden aangegeven of het betrokken lid van de raad een onafhankelijk bestuurder is of een lid dat de facto bepaalde Aandeelhouders vertegenwoordigt.

Alle leden van de raad van bestuur van PCB waren aanwezig of vertegenwoordigd op de vergadering van 14 maart 2019.

## **B. ONDERZOEK VAN HET PROSPECTUS EN HET VERSLAG**

De leden van de raad van bestuur van PCB hebben het Prospectus en het Verslag zoals goedgekeurd door de FSMA op 25 maart 2019 bestudeerd. De leden van de raad van bestuur kregen de mogelijkheid om alle vragen te stellen aan de Aanbieder die zij relevant of nuttig achtten.

Bij het opstellen van hun oordeel hebben de leden van de raad van bestuur zich gebogen over de vraag of de Aangeboden Prijs de belangen van de Aandeelhouders al dan niet miskent.

### **1. Het Prospectus**

#### **a) Voorafgaande opmerkingen**

De leden van de raad van bestuur hebben het Prospectus bestudeerd. Zij hebben daarbij specifieke aandacht besteed aan:

- de presentatie van PCB zoals uiteengezet in hoofdstuk 3 van het Prospectus;
- de context van het Aanbod en de prijs;
- de rechtvaardiging van de Aangeboden Prijs zoals uiteengezet in het Prospectus.

#### **b) Waarderingsmethodes en referentiepunten**

Wat de rechtvaardiging van de Aangeboden Prijs betreft, stellen de leden van de raad van bestuur vast dat de prijs van EUR 8,40 is bepaald op basis van verschillende waarderingsmethodes en referentiepunten

Meer specifiek heeft de Aanbieder de volgende waarderingsmethodes en referentiepunten toegepast:

- discounted cash flow-analyse;
- verhandelingsratio's van vergelijkbare bedrijven;
- analyse van vergelijkbare transacties;
- nettovermogenswaarde-analyse;
- historische prestaties van het PCB-aandeel;
- biedingspremies voor vergelijkbare Belgische openbare overnametransacties.

*(i) Discounted cashflow-analyse*

Bij de uitvoering van de **discounted cash flow-analyse** heeft de Aanbieder de ondernemingswaarde van PCB bepaald door discontering van de toekomstige vrije cash flow en de eindwaarde aan het einde van de voorspellingsperiode (tot BJ2023) bij een gepaste gewogen gemiddelde kostprijs van het kapitaal (weighted average cost of capital, "**WACC**"). De ramingen inzake de toekomstige prestaties van PCB waren gebaseerd op:

- historische financiële cijfers (geconsolideerd op pro forma basis op 31 maart 2018 en gecorrigeerd voor eenmalige kosten in het laatste (fiscale) boekjaar) en
- het businessplan van PCB tot BJ2023, dat de geschatte synergieën omvat die worden verwacht uit de fusie tussen Pharma Belgium en Belmedis, naast de synergieën met andere bedrijven die zijn opgenomen in de consolidatiekring van PCB.

Voor zijn berekening ging de Aanbieder uit van:

- een bestendige groeivoet van 1,0%, en
- een WACC van 7,19%.

Op basis van deze gegevens kwam de Aanbieder uit op een ondernemingswaarde van EUR 144,2 miljoen en een eigenvermogenswaarde van EUR 140,2 miljoen na aftrek van de nettoschuldpositie (aangepast) van EUR 4,0 miljoen, en een aandelenprijs van EUR 8,28.

*(ii) Analyse van vergelijkbare bedrijven*

Op basis van de **verhandelingsratio's van vergelijkbare bedrijven** (en aan de hand van de EBITDA/EBIT-cijfers voor BJ2021), zou de ondernemingswaarde van PCB binnen een vork van EUR 97,9 en EUR 126,6 miljoen liggen, wat een eigenvermogenswaarde tussen EUR 93,9 miljoen en

EUR 122,6 miljoen (OW<sup>1</sup>/EBITDA-ratio's) of tussen EUR 5,54 en EUR 7,24 per aandeel oplevert. Kijken we naar de OW/EBIT-ratio's, dan zou de ondernemingswaarde binnen een vork van EUR 87,0 miljoen en EUR 108,1 miljoen liggen, wat een eigenvermogenswaarde tussen EUR 83,0 miljoen en EUR 104,1 miljoen of tussen EUR 4,90 en EUR 6,14 per aandeel oplevert.

*(iii) Analyse van vergelijkbare transacties*

Op basis van de **ratio's vastgesteld bij geselecteerde vergelijkbare transacties**, resulteerde de analyse van de Aanbieder in een ondernemingswaarde binnen een vork van EUR 70,2 miljoen tot EUR 86,6 miljoen, wat overeenstemt met een eigenvermogenswaarde tussen EUR 66,2 miljoen en EUR 82,6 miljoen (op basis van de OW/EBITDA-ratio's) of tussen EUR 3,91 en EUR 4,88 per aandeel. Op basis van de OW/EBIT-ratio's zou de ondernemingswaarde tussen EUR 56,0 miljoen en EUR 66,8 miljoen bedragen, wat een eigenvermogenswaarde tussen EUR 52,0 miljoen en EUR 62,9 miljoen of tussen EUR 3,07 en EUR 3,71 per aandeel oplevert.

*(iv) Nettovermogenswaarde-analyse*

De waardering op basis van de **nettovermogenswaarde** levert een prijs per aandeel op van EUR 5,77 (EUR 5,23 op basis van geconsolideerde cijfers).

*(v) Analyse van de historische koers van het PCB-aandeel*

Bij de analyse van de **historische prestaties van het PCB-aandeel** onderzocht de Aanbieder de periode van twee jaar van 21 november 2016 tot 21 november 2018. Tijdens deze periode schommelde de aandelenprijs tussen EUR 5,2 en EUR 8,7 per aandeel en was er een daling van 5,1% tijdens de twaalf maanden tot 20 oktober 2017, de datum waarop PCB de prijsvork bekendmaakte bepaald door de Aanbieder ten behoeve van het openbare uitkoop-bod. Het PCB-aandeel sloot die datum af op EUR 5,6 per aandeel. Strikt genomen is de analyse van de historische koersevolutie geen waarderingmethode, maar het blijft wel een belangrijk ijkpunt voor aandeelhouders in de context van een uitkoopbod. Op basis van de historische prestaties van het PCB-aandeel vormt een aandelenprijs van EUR 8,40 een premie van 50% ten opzichte van de aandelenprijs van 20 oktober 2017 en de gemiddelde prijs gedurende de 30 kalenderdagen die deze datum voorafgaan. In vergelijking met de volumegewogen gemiddelde aandelenkoers betaald gedurende de drie maanden (of respectievelijk twaalf

---

<sup>1</sup> Ondernemingswaarde.

maanden) die 20 oktober 2017 voorafgaan, vormt een aandelenprijs van EUR 8,40 een premie van respectievelijk 39,9% en 38,8%.

*(vi) Analyse van biedingspremies in België*

De Aanbieder onderzocht ook een aantal biedingspremies voor **vergelijkbare openbare overnametransacties in België** (na de financiële crisis van 2008), opnieuw als ijkpunt. De Aangeboden Prijs per aandeel van EUR 8,40 vertegenwoordigt een premie van 50% ten opzichte van de slotkoers per 20 oktober 2017 (EUR 5,6 per aandeel). Hij komt daarbij tot een mediane premie van 21,4% boven de slotkoers die werd betaald bij de geselecteerde openbare overnametransacties.

**c) Conclusies van de Aanbieder**

Samengevat stelt de Aanbieder het volgende:

- de Aangeboden Prijs ligt hoger dan het mediaanpunt van de DCF-waarderingsmethode die de hoogste waarde oplevert;
- de andere waarderingsmethodes en referentiepunten leveren een lagere waarde per aandeel op;
- de premie die wordt geboden ten opzichte van de aandelenkoers van PCB per 20 oktober 2017 ligt hoger dan de mediaan die werd vastgesteld bij openbare overnamebiedingen op de Belgische markt sinds 2009;
- daaruit volgt dat de Aangeboden Prijs de belangen van de Aandeelhouders niet miskent.

**d) Verklaring van de raad van bestuur**

De leden van de raad van bestuur zijn van mening dat het Prospectus alle essentiële informatie bevat die nodig is om te beoordelen of de Aangeboden Prijs de belangen van de Aandeelhouders al dan niet miskent.

**De leden van de raad van bestuur hebben geen opmerkingen in verband met de inhoud van het Prospectus.**

## **2. Het Verslag**

### **a) Opdracht van de Onafhankelijke Expert**

De opdracht van de Onafhankelijke Expert is vastgelegd in artikel 6 van het Koninklijk Besluit. De Onafhankelijke Expert moet minstens negen elementen bespreken:

1. *de opgave van de identiteit van de doelvennootschap, de structuur en samenstelling van haar aandeelhouderskring, het geheel van ondernemingen waartoe zij behoort, haar werkzaamheden en uitsplitsing hiervan, de recente ontwikkeling en de identiteit van de leiders;*
2. *de laatste jaarrekening met bijhorende verslagen of, indien beschikbaar, de laatste geconsolideerde jaarrekening met bijhorende verslagen van de doelvennootschap, alsmede een recentere boekhoudkundige staat indien zich sinds de afsluitingsdatum van deze jaarrekeningen belangrijke wijzigingen hebben voorgedaan of meer dan 9 maanden zijn verstreken;*
3. *een duidelijke opgave van de verschillende effecten waarop het bod slaat;*
4. *de omstandig becijferde waardering door de onafhankelijk expert van de effecten waarop het bod slaat volgens methodes die, gelet op de aard en de activiteit van de betrokken vennootschap, relevant zijn en uitgaande van passende feitelijke elementen en hypothesen, evenals de opgave van de toegepaste waarderingsmethodes, de feitelijke elementen en hypothesen die werden weerhouden, de gebruikte bronnen en het bekomen resultaat op grond van de gebruikte waarderingsmethodes;*
- 4/1. *een verklaring die bevestigt dat de hypothesen en methodes die de onafhankelijk expert in zijn verslag gebruikt, redelijk en pertinent zijn;*
5. *een analyse van de waarderingswerkzaamheden verricht door de bieder;*
6. *een onvoorwaardelijke en zonder voorbehoud geformuleerde verklaring van de onafhankelijke expert, die bevestigt dat de prijs de belangen van de effectenhouders niet miskent;*
7. *een verklaring van de onafhankelijk expert dat hij ten volle voldoet aan de vereisten van artikel 5, vergezeld van een passende motivering;*
8. *de vergoeding van de onafhankelijk expert, evenals de opgave van de ingezette middelen in personeel en tijd, een beschrijving van de verrichte werkzaamheden en de vermelding van de gecontacteerde personen.*

## **b) Vaststellingen en conclusies van de Onafhankelijke Expert**

Voor genoemde elementen worden weerspiegeld in het Verslag dat de leden van de raad van bestuur hebben onderzocht.

Het Verslag omvat een waardering van PCB op basis van het continuïteitsbeginsel per 30 augustus 2018, inclusief de potentiële synergieën van de fusie tussen Pharma Belgium en Belmedis, naast de synergieën met andere bedrijven die zijn opgenomen in de consolidatiekring van PCB. In dat kader ontving de Onafhankelijke Expert van PCB een businessplan voor de periode van BJ2019 tot BJ2023, inclusief geschatte synergieën.

De Onafhankelijke Expert heeft de **discounted cash flow-analyse** geselecteerd als de primaire waarderingsmethode voor PCB. 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. Zij worden echter wel gebruikt als referentiepunten en extra toetsingen. Daarnaast maakte de Onafhankelijke Expert gebruik van **aanvullende waarderingsoverwegingen** voor de waardering van PCB: de **aandelenkoersanalyse** van PCB en de **analyse van de openbaarbodpremies**, opnieuw als referentiepunten en extra toetsingen voor de primaire waarderingsmethode, de discounted cash flow-analyse. De Onafhankelijke Expert heeft geen gebruik gemaakt van de **nettovermogenswaardemethode**.

De **discounted cash flow-analyse** levert een geschatte ondernemingswaarde op binnen een vork van EUR 108,6 miljoen tot EUR 133,8 miljoen (mediaanpunt: EUR 120,0 miljoen). Na aftrekking van de aangepaste netto financiële schuld kwam de Onafhankelijke Expert op een geschatte eigenvermogenswaarde tussen EUR 102,3 miljoen en EUR 127,5 miljoen (mediaanpunt: EUR 113,7 miljoen). Na deling van de eigenvermogenswaarde door het volledig verwaterde aantal aandelen kwam de Onafhankelijke Expert op een geschatte eigenvermogenswaarde per aandeel van EUR 6,0 tot EUR 7,5 (mediaanpunt: EUR 6,7).

Op basis van de **analyse van vergelijkbare bedrijven** (waarvoor de Onafhankelijke Expert uitging van de cijfers van BJ2020 om rekening te houden met de meeste geschatte synergieën) reikt de geschatte eigenvermogenswaarde per aandeel van EUR 4,1 tot EUR 4,4 (mediaanpunt: EUR 4,3) (op basis van de OW/EBITDA-ratio's). Op basis van de OW/EBIT-ratio's reikt de geschatte eigenvermogenswaarde per aandeel van EUR 3,1 tot EUR 3,6 (mediaanpunt: EUR 3,3).

De **analyse van vergelijkbare transacties** levert een geschatte ondernemingswaarde van PCB op binnen een vork van EUR 60,7 miljoen tot EUR 77,1 miljoen (mediaanpunt: EUR 68,9 miljoen) (op basis van

OW/EBITDA). De geschatte eigenvermogenswaarde per aandeel reikt van EUR 3,2 tot EUR 4,2 (mediaanpunt: EUR 3,7). De analyse van vergelijkbare transacties op OW/EBIT-basis resulteert in een geschatte ondernemingswaarde binnen een vork van EUR 68,2 miljoen tot EUR 79,1 miljoen (mediaanpunt: EUR 73,6 miljoen). De geschatte eigenvermogenswaarde per aandeel reikt van EUR 3,7 tot EUR 4,3 (mediaanpunt: EUR 4,0).

Daarnaast stelt de Onafhankelijke Expert dat de Aangeboden Prijs een premie van 50% omvat ten opzichte van de slotkoers op de dag voor de aankondiging van de vork voor de aandelenprijs, en een premie van 45% (of respectievelijk 39%) bij vergelijking van de Aangeboden Prijs met de gemiddelde aandelenprijs tijdens de drie maanden (of respectievelijk twaalf maanden) voor de aankondiging.

De Onafhankelijke Expert concludeerde dat de Aangeboden Prijs de belangen van de Aandeelhouders niet miskent.

### **c) Verklaringen van de raad van bestuur**

De vergelijking van de methodes gebruikt door de Aanbieder en de Onafhankelijke Expert toont aan dat:

- De DCF-methode is gekozen door de Onafhankelijke Expert als de voorkeurmethode omdat zij een intrinsieke waarde van PCB oplevert, op basis van het door het management opgestelde businessplan, en omdat zij rekening houdt met de geschatte synergieën van de fusie tussen Pharma Belgium en Belmedis, naast de synergieën met andere bedrijven die zijn opgenomen in de consolidatiekring van PCB. De Onafhankelijke Expert heeft de waarde van een PCB-aandeel geschat tussen EUR 6,0 en EUR 7,5. De Aangeboden Prijs van EUR 8,40 ligt hoger dan de bovengrens van de waarderingsvork zoals bepaald door de Onafhankelijke Expert.
- De Onafhankelijke Expert gebruikte dezelfde waarderingsmethodes als de Aanbieder (met uitzondering van de nettovermogenswaarde-analyse). De Onafhankelijke Expert beschouwt de discounted cash flow-analyse als de meest geschikte methode. Andere methodes worden gebruikt als referentiepunten en extra toetsingen. De Onafhankelijke Expert kwam op basis van de DCF-analyse uit op een mediaanpuntwaardering van het eigen vermogen van EUR 113,7 miljoen, terwijl de Aanbieder een waarde van EUR 140,2 miljoen presenteerde. Naast de aanpassingen voor nettoschulden en andere elementen is het waarderingsverschil vooral het gevolg van de toegepaste WACC (8,73% bij de Onafhankelijke Expert tegen 7,19% bij de Aanbieder). Dit verschil is voornamelijk het gevolg van het feit dat de Onafhankelijke Expert rekening hield met een risicopremie die verband houdt met de grootte van PCB.

- Aan de andere kant zijn er verschillen tussen de DCF-analyse van de Aanbieder en die van de Onafhankelijke Expert die een positieve impact hebben op de waardering van de Onafhankelijke Expert. Die verschillen betreffen de disconteringsmethodologie en de bestendige groeiwoet.
- De Onafhankelijke Expert berekende een aangepaste netto financiële schuld van EUR 6,3 miljoen, tegen EUR 4,0 miljoen zoals gepresenteerd door de Aanbieder. De Onafhankelijke Expert stelde dat de Aanbieder een voordeligere aanpak heeft gehanteerd vanuit het oogpunt van de Aandeelhouders.
- Inzake de analyse van vergelijkbare bedrijven meent de Onafhankelijke Expert dat de OW/EBIT(DA)-ratio's de relevantste waarderingsmaatstaven zijn (in tegenstelling tot OW/omzet).
- Met het oog op de analyse van vergelijkbare bedrijven selecteerde de Onafhankelijke Expert (deels) andere bedrijven dan de Aanbieder, om diverse redenen. Hetzelfde geldt voor de analyse van de vergelijkbare transacties. In beide gevallen heeft dit echter geen wezenlijke impact.
- Wat de aandelenkoersanalyse betreft, heeft de Onafhankelijke Expert de evolutie over een periode van vijf jaar geanalyseerd (Aanbieder: twee jaar).
- De Onafhankelijke Expert beschouwde de biedingspremies voor Belgische openbare overnametransacties niet als relevante parameters.
- De Onafhankelijke Expert hield geen rekening met de nettovermogenswaarde-analyse, in tegenstelling tot de Aanbieder.
- Wat de werkkapitaalramingen in het businessplan betreft (inclusief aanpassing) maakte de Aanbieder gebruik van het handelswerkkapitaal, terwijl de Onafhankelijke Expert het nettowerkkapitaal verkoos.

De Onafhankelijke Expert heeft bevestigd dat de in zijn verslag gebruikte hypothesen en methodes redelijk en pertinent zijn.

De leden van de raad van bestuur besluiten dat:

- het Verslag alle essentiële informatie omvat die wordt voorgeschreven door het Koninklijk Besluit;
- er geen opmerkingen zijn in verband met de inhoud van het Verslag;
- de Onafhankelijke Expert zijn waardering van PCB op onafhankelijke en professionele wijze heeft uitgevoerd;
- de waarde die de Onafhankelijke Expert heeft berekend onder de Aangeboden Prijs ligt.

### **C. MET REDENEN OMKLEDE STANDPUNT OVER HET BOD**

Alle leden van de raad van bestuur hebben het Aanbod onderzocht en hebben dit Memorie van Antwoord opgesteld, met inachtneming van de belangen van de Aandeelhouders.

Op basis van het onderzoek van het Prospectus en het Verslag, en na beraadslaging, zijn alle leden van de raad van bestuur van oordeel dat

- het Prospectus geen specifieke opmerkingen vereist, er geen essentiële punten zijn weggelaten, en het geen informatie bevat die misleidend kan zijn voor de Aandeelhouders;
- het Verslag geen specifieke opmerkingen vereist, er geen essentiële punten zijn weggelaten, en het geen informatie bevat die misleidend kan zijn voor de Aandeelhouders.

**Na bespreking van de rechtvaardiging van de Aangeboden Prijs zoals vermeld in het Prospectus en het Verslag, zijn alle leden van de raad van bestuur van oordeel dat de Aangeboden Prijs de belangen van de Aandeelhouders niet miskent.**

Het standpunt van de leden van de raad van bestuur is hoofdzakelijk gebaseerd op de volgende overwegingen:

- de door de Onafhankelijke Expert uitgevoerde waardering resulteert in een aandeelwaarde binnen een vork van EUR 6,0 tot EUR 7,5, wat minder is dan de Aangeboden Prijs;
- de door de Onafhankelijke Expert uitgevoerde waardering hanteert in hoge mate dezelfde waarderingsmethodes als de door de Aanbieder uitgevoerde waardering;
- de Onafhankelijke Expert beschouwt de DCF-analyse als de meest relevante waarderingsmethode, omdat zij rekening houdt met toekomstige ontwikkelingen en synergieën;
- andere waarderingsmethodes gebruikt door de Onafhankelijke Expert en de Aanbieder geven een waarde van PCB die lager is dan de waarde die is berekend volgens de DCF-methode;
- de door de Onafhankelijke Expert uitgevoerde analyse toont aan dat de waarde van PCB zoals bepaald door de Onafhankelijke Expert lager is dan de door de Aanbieder bepaalde waarde;
- de Onafhankelijke Expert heeft één (hoofd)reden voor dit verschil geïdentificeerd, namelijk het gebruik van een WACC van 8,73% in plaats van 7,19%. De lagere door de Aanbieder toegepaste WACC is in het voordeel van de Aandeelhouders. Hetzelfde geldt voor de bepaling van de aangepaste netto financiële schuld, waar het door de Aanbieder berekende bedrag kleiner is dan het door de Onafhankelijke Expert berekende bedrag, wat in het voordeel van de Aandeelhouders is;

- de Onafhankelijke Expert heeft bevestigd dat de Aangeboden Prijs een premie omvat van 50% ten opzichte van de aandelenkoers op de dag voor de aankondiging van de prijsvork (20 oktober 2017).

#### **D. OVERIGE OPMERKINGEN**

De leden van de raad van bestuur stellen daarnaast het volgende:

- de statuten van PCB omvatten geen statutaire bepalingen inzake de beperking van de overdracht of van de mogelijkheid om effecten met stemrecht of die toegang geven tot stemrecht te verwerven;
- voor zover de leden van raad van bestuur weten, zijn er geen preferentiële rechten tot verwerving van dergelijke effecten in hoofde van bepaalde personen;
- overeenkomstig artikel 29 §1 van de Wet op Openbare overnamebiedingen aanvaardt PCB, vertegenwoordigd door de raad van bestuur, op zijn beurt vertegenwoordigd door Mevrouw Martine Blockx en door Brugefi Invest S.A.S., vertegenwoordigd door Mijnheer Philippe Lacroix, bestuurders, de verantwoordelijkheid voor de informatie in dit Memorie van Antwoord. PCB verklaart dat voor zover het weet, de informatie in dit Memorie van Antwoord per datum van dit Memorie van Antwoord correct is en dat er geen informatie is weggelaten die de strekking van dit Memorie van Antwoord zou kunnen wijzigen.
- Dit Memorie van Antwoord is goedgekeurd door de FSMA op 25 maart 2019, overeenkomstig artikel 28 §3 van de Wet op Openbare overnamebiedingen. Deze goedkeuring houdt geen beoordeling in van de opportuniteit of de kwaliteit van het Aanbod.
- Dit Memorie van Antwoord zal bij het Prospectus worden gevoegd als Bijlage 3. Het Prospectus zal worden gepubliceerd op <https://www.kbcsecurities.com/prospectus-documents-overviews/prospectus-overview> (Nederlands en Frans), [www.kbc.be](http://www.kbc.be) (Nederlands en Frans), [www.cbc.be/](http://www.cbc.be/) (Frans), [www.bolero.be/fr/](http://www.bolero.be/fr/) (Frans), [www.bolero.be/nl](http://www.bolero.be/nl) (Nederlands) en op de website van de Aanbieder ([www.ocpsa.fr](http://www.ocpsa.fr)) of PCB ([www.pcb.be](http://www.pcb.be)). Op verzoek is het Prospectus kosteloos verkrijgbaar bij de bankkantoren van KBC Bank NV of CBC Banque SA, of via telefoon bij KBC Bank NV op telefoonnummer +32 78 15 21 53 (Nederlands en Frans) en bij CBC Banque SA op telefoonnummer +32 (0)800 90 020 (Frans) of bij Bolero op telefoonnummer +32 32 83 29 81 (Nederlands en Frans).

Ondertekend te Waver, op 26 maart 2019.

Namens de leden van de raad van bestuur van PCB NV

---

Martine Blockx

---

Brugefi Invest S.A.S.  
vertegenwoordigd  
door Philippe Lacroix