



KPMG Advisory  
Deal Advisory  
Bourgetlaan - Avenue du Bourget 40  
1130 Brussel - Bruxelles  
Belgium

Tel. +32 (0)2 708 43 00  
Fax +32 (0)2 708 43 99  
www.kpmg.be

Jetma SPRL, représenté par son  
représentant permanent Jean-Marie Limpens  
Lumeur SCS, représenté par son  
représentant permanent Luc Meurrens  
Delvero SPRL, représentée par sa  
représentante permanente Véronique Delens

Notre réf. JDN/SG/SM

Comité des administrateurs indépendants  
PCB SA  
Rond-point Robert Schuman 6, box 5  
1040 Brussels

9 Août 2017

Cher comité des administrateurs indépendants

## Rapport de l'expert indépendant

Conformément à notre lettre de mission du 8 août 2016, veuillez trouver aux présentes notre rapport en tant qu'expert indépendant assistant le comité des administrateurs indépendants de PCB SA dans le contexte d'une application volontaire d'une procédure sensiblement similaire à la procédure énoncée à l'article 524 du Code belge des Sociétés, lié à l'apport en nature proposée sous forme de McKesson Belgium Holdings SPRL dans PCB SA par OCP S.A.S.

Ce rapport présente les conclusions de KPMG Deal Advisory, l'un des départements de KPMG Advisory SCRL civile quant à notre évaluation, d'un point de vue financier, de la valorisation proposée par PCB SA et Celesio AG concernant l'apport proposé. Nous comprenons que ce rapport sera joint au rapport préparé par le comité des administrateurs indépendants. Nous nous référons aux Parties 1 et 2 de notre rapport pour plus de détails sur notre cadre de travail et les restrictions y afférant.

Si vous souhaitez discuter du contenu de ce projet de rapport, ou si nous pouvons vous être utiles, n'hésitez pas à nous contacter.

Cordialement,

KPMG Deal Advisory

**Rapport de l'expert indépendant dans le contexte d'une application volontaire d'une procédure sensiblement similaire à la procédure énoncée à l'article 524 du Code belge des Sociétés, lié à l'apport en nature proposé sous forme de McKesson Belgium Holdings SPRL dans PCB SA**

## 1 Introduction

Le 15 décembre 2015, Celesio Holdings Deutschland GmbH & Co. KGaA a conclu un accord d'achat d'actions avec la Coopérative Welcoop, dans le but d'acheter toutes les actions de Belmedis SA, Alphar Partners SA, Cophana SA, Espafarmed SLU et une part de 54.26% dans Sofiadis CVBA. En parallèle, Celesio Holdings Deutschland GmbH & Co. KGaA a également conclu un contrat d'achat d'actifs pour le secteur de l'exportation européenne de Sofarex BVBA (ensemble « Medibel »).

Dans le but d'acquérir Medibel, une nouvelle société a été incorporée par Celesio Holdings Deutschland GmbH & Co. KGaA: McKesson Belgium Holdings SPRL (ci-après «McKBH»), une société privée à responsabilité limitée belge. Suite à cette incorporation, toutes les actions, sauf une, ont été transférées à OCP SAS. L'action restante a été transférée à Admenta Deutschland GmbH.

Après avoir rempli toutes les conditions précédentes, y compris l'approbation de l'Autorité belge de la Concurrence, l'acquisition a été clôturée le 2 mai 2017.

KPMG Deal Advisory, l'un des départements de KPMG Advisory SCRL civile (ci-après « KPMG Deal Advisory » ou « KMPG » ou « nous/notre ») a été engagé par le comité des administrateurs indépendants de PCB SA, constituée par Jetma SPRL, représenté par son représentant permanent Jean-Marie Limpens, Lumeur SCS, représenté par son représentant permanent Luc Meurrens et Delvero SPRL, représenté par sa représentante permanente Véronique Delens en tant qu'administrateurs indépendants (ci-après « les Administrateurs indépendants ») de PCB SA (ci-après « PCB » ou « la Société »), pour les assister dans le contexte de l'apport en nature proposé par OCP SAS, l'actionnaire majoritaire de la Société, de McKBH<sup>1</sup> dans la Société (ci-après « l'Apport proposé »).

Bien que cela ne soit pas juridiquement requis, le Conseil d'Administration de la Société a décidé d'appliquer volontairement une procédure sensiblement similaire à la procédure énoncée à l'article 524 du Code belge des Sociétés. Par conséquent, le Conseil d'Administration a réuni un comité de trois Administrateurs indépendants afin de revoir la transaction proposée

---

<sup>1</sup> Nous comprenons qu'avant l'Apport en nature, McKesson Belgium Holdings cédera Alphar Partners à une autre entité Celesio. Nous notons que les bénéfices de la vente d'Alphar Partners resteront à McKesson Belgium Holdings et feront partie de l'Apport.

conformément aux principes sensiblement similaires aux exigences de l'article 524 du Code belge des Sociétés.

Les Administrateurs indépendants ont nommé KPMG Deal Advisory comme expert indépendant afin de les assister dans leur revue de l'Apport proposé, plus précisément afin d'assister les Administrateurs indépendants dans l'évaluation, d'un point de vue financier, de la valorisation présentée par la Société en ce qui concerne l'Apport proposé.

À cet égard, KPMG Deal Advisory a préparé ce rapport (ci-après « le Rapport »), qui est simplement un résumé de l'analyse détaillée que KPMG Deal Advisory a établi afin de tirer ses conclusions, et qui contient les éléments ci-dessous:

- Une description du cadre de travail et des tâches réalisées;
- Une déclaration d'indépendance;
- Une analyse de la valorisation réalisée et proposée par la Société et l'actionnaire contribuant;
- Une analyse de la valorisation concernant la Société et MckBH, incluant une vue d'ensemble des méthodologies de valorisation appliquées;
- Une description des principales informations factuelles utilisées et des hypothèses appliquées;
- Les sources d'informations;
- Nos conclusions;

Un glossaire est joint à l'Annexe II.

## **2 Cadre de travail, restrictions y afférant, et indépendance**

### *Cadre de travail et restrictions y afférant*

Le rôle de KPMG Deal Advisory a été d'assister les Administrateurs indépendants dans l'évaluation, d'un point de vue financier, de la valorisation relative présentée par la Société pour l'Apport proposé. La valorisation relative formera la base pour la détermination du nombre de nouvelles actions à émettre dans la Société ainsi que le prix d'inscription pour l'achat d'une nouvelle action dans la Société.

Ce rapport résume les conclusions de notre analyse, effectuée dans la période comprise entre le 8 août 2016 et le 4 juillet 2017 par KPMG Deal Advisory. Notre analyse établie de bonne foi et sur base des pratiques du marché, a été préparée au seul bénéfice des Administrateurs indépendants.

Notre analyse se base sur des informations qui nous sont parvenues avant le 4 juillet 2017. Nous n'actualiserons pas automatiquement notre rapport pour tout événement ou circonstance pouvant avoir lieu après cette date.

Notre opinion sur la valeur intrinsèque de PCB et MckBH se base sur les conditions économiques et du marché en vigueur au 30 avril 2017. Les conditions peuvent changer sur des périodes relativement courtes. Tout changement conséquent des conditions susmentionnées pourrait avoir un impact, aussi bien positif que négatif, sur la valeur. En outre, les prévisions et projections telles qu'elles nous sont fournies se basent sur des hypothèses

concernant des événements et des circonstances qui n'ont pas encore eu lieu. Nous ne faisons aucune déclaration dans ce rapport quant à savoir si les prévisions ou projections inclues dans ce rapport seront atteintes, ou si les hypothèses et données sous-jacentes des informations financières potentielles sont précises, exhaustives ou raisonnables. Nous ne garantissons pas la réalisation desdites prévisions ou projections.

Nous avons préparé notre rapport sur base des informations qui nous ont été fournies par la direction de Celesio AG et de la Société. Nous nous sommes fiés à la véracité, la précision et l'exhaustivité des informations qui nous ont été fournies ou rendues disponibles en rapport avec nos services, sans les vérifier indépendamment. Nous nous dégageons de toute responsabilité quant auxdites informations, qui relèvent de la responsabilité de la direction. Les détails de nos sources d'informations principales sont énoncés dans l'Annexe I.

KPMG Deal Advisory n'a pas réalisé de vérification indépendante de ces éléments d'informations et ne peut donc pas être tenu responsable des erreurs ou inexactitudes pouvant en découler.

Nous notons que KPMG Deal Advisory n'avait pas d'accès direct à la direction de Medibel et que les informations concernant Medibel se basent principalement sur le projet de rapport de due diligence du 6 novembre 2015 par Deloitte et sur des informations financières plus récentes fournies par la Société et la direction de Celesio AG. Nous comprenons que, pour toute question ne pouvant être répondue par le management de Celesio ou de PCB, le Directeur Financier des entités de Medibel a été consulté par l'équipe de fusions-acquisitions de Celesio.

Les directions de Celesio et de PCB ont été responsables de s'assurer que les informations fournies par leur(s) représentant(s) soient précises, justes et exhaustives, et forment une base fiable pour notre rapport. Malgré les éléments susmentionnés, au moment de la préparation de ce rapport, certaines informations manquaient, y compris mais sans s'y limiter, les comptes financiers consolidés de MckBH (on fait référence aux sections 6.2.1. et 6.2.2).

KPMG Deal Advisory n'a pas fourni, obtenu ni revu des conseils spécialisés, y compris mais sans s'y limiter, des conseils juridiques, comptables, environnementaux, ou en matière d'actuariat, de technologie de l'information ou de taxes.

Les services fournis dans notre lettre de mission n'ont pas été entrepris conformément aux normes d'audit, de revue ou d'assurance. Toute référence à l'« audit » et à la « revue » tout au long de ce Rapport n'est pas destinée à transmettre que les services ont été réalisés conformément aux normes d'audit, de revue ou d'assurance. Étant donné que notre cadre de travail ne constitue pas un audit ou une revue conformément aux normes d'audit, de revue ou d'assurance, notre travail ne divulguera pas nécessairement tous les problèmes importants concernant PCB ou MckBH, ni ne révélera des erreurs et irrégularités, le cas échéant, dans les informations sous-jacentes.

Ce Rapport ne doit pas être considéré comme approprié pour une utilisation par toute partie ou personne autre que les Administrateurs indépendants. Il est fourni uniquement pour le bénéfice des Administrateurs Indépendants en rapport à et en but de leur évaluation de l'apport en nature proposé en accord

avec les principes sensiblement comparables aux conditions de l'Article 524 du Code belge des Sociétés. Le rapport ne peut être utilisé ou invoqué pour nulle raison et par nulle personne autre que les Administrateurs indépendants.

Une partie, autre que les Administrateurs indépendants, peut compter uniquement sur notre rapport si elle a signé une *reliance letter* avec KPMG Advisory civil SCRL (dont KPMG Deal Advisory est l'un des départements) (« KPMG Deal Advisory »). Si vous n'avez pas signé de *reliance letter* avec KPMG Deal Advisory, KPMG Deal Advisory:

- n'a aucune obligation envers vous (contractuellement, délictuellement, légalement ou autre) concernant directement ou indirectement le Rapport ou toute partie de ce dernier;
- ne sera aucunement responsable envers vous de toute perte ou de tout dommage subi, ou de tout coût encouru par vous ou toute autre personne, découlant de ou en lien avec la disposition du Rapport ou de toute partie de ce dernier, sauf si la perte ou le dommage est causé, y compris mais sans s'y limiter, suite à une négligence.

Si vous n'avez pas signé de *reliance letter* avec KPMG Deal Advisory et souhaitez compter sur ce Rapport ou sur toute partie de ce dernier, cela sera entièrement à vos propres risques.

Nous notons que ce Rapport est émis en anglais. Si une traduction de ce rapport est fournie, la version anglaise prévaudra en cas de divergence entre les différentes versions.

#### *Indépendance*

Dans le cadre de cet engagement, nous confirmons que KPMG Deal Advisory présente les garanties d'indépendance suivantes pour l'exercice de sa mission dans le cadre de la présente lettre. Notamment, à la date du présent rapport:

- aucun mandat de commissaire n'est exercé ou n'a été exercé les deux années précédant la date de notre rapport, pour la Société ou Celesio, par KPMG Deal Advisory, KPMG Advisory ou une société membre du réseau KPMG;
- ni KPMG Deal Advisory, ni KPMG Advisory, ni aucune société membre du réseau KPMG n'est rémunérée par la Société, McKBH ou Celesio AG dans le cadre de l'Apport proposé, autre que; celle prévue par la présente lettre;
- ni KPMG Deal Advisory, ni KPMG Advisory, ni aucune société membre du réseau KPMG, n'a d'intérêt pécuniaire, autre que la rémunération de KPMG Deal Advisory pour la présente mission, dans le succès de l'augmentation de capital envisagée; il n'existe aucune prime (*'success fee'*) liée à la réalisation de cette augmentation de capital;
- ni KPMG Deal Advisory, ni KPMG Advisory, ni un cabinet membre du réseau KPMG n'est rémunéré par la Société, McKBH ou Celesio AG dans le cadre de l'acquisition de Medibel par McKBH;
- KPMG Deal Advisory n'a effectué aucune mission pour Celesio ou la Société dans les deux années précédant la date de notre rapport; KPMG Advisory

SCRL civile a effectué certaines missions d'audit interne, de *management consulting* et de *IT advisory* pour Celesio ou la Société au cours des deux années précédant la date du rapport; nous considérons cependant que ces missions ne portent pas atteinte à l'indépendance de KPMG Deal Advisory pour l'exercice de la présente mission car (a) les sommes payées à KPMG Advisory SCRL civile dans le cadre de ces missions antérieures ne sont pas susceptibles d'avoir un impact dans le cadre de la présente mission et (b) chaque division de KPMG Advisory SCRL civile dispose de ses propres équipes de professionnels (principe des *Chinese Walls*).

#### Tâches réalisées

En rapport avec la présente mission, nous avons, entre autres:

- Confirmé notre compréhension de la Transaction proposée;
- Revu les activités passées et les informations financières suivantes, liées à la Société et à McKBH, ainsi qu'à ses filiales:
  - comptes consolidés audités de la Société pour l'exercice 2015 et 2016, comptes consolidés non audités pour la période de 1 avril 2014 au 31 mars 2015 (suivant le changement de la date de clôture) et l'exercice 2017 (version préliminaire);
  - bilan comptable non consolidé et non audité (US GAAP) pour McKBH le 31 mai 2017, incluant l'impact prévu du transfert des actions dans Alphar Partners à une autre entité Celesio;
  - version préliminaire des comptes de clôture non audités pour les entités Medibel (à l'exclusion des actifs Sofarex) le 30 avril 2017;
  - bilan comptable agrégé pour les exercices 2015 et 2016 pour les entités Medibel (excl. Sofarex). Nous notons que le bilan comptable agrégé n'est pas audité. Cependant, nous comprenons que les états financiers réglementaires du 31 décembre 2015 de chacune des entités ont été audités;
  - projet de rapport de *due diligence* financier sur Medibel préparé par Deloitte, le 6 novembre 2015.
- Revu la convention de cession d'actions et la vue d'ensemble du prix d'acquisition liée à l'acquisition par McKBH de toutes les actions Belmedis SA, Alphar Partners SA, Cophana SA, Espafarmed SLU et une part de 54.26% dans Sofiadis CVBA;
- Revu les conditions générales financières énoncées dans le projet de rapport « Convention d'apport et de souscription » du 16 juin 2017;
- Cherché à comprendre l'environnement actuel du marché et le paysage concurrentiel dans le secteur de la vente en gros de produits pharmaceutiques;
- Revu les valorisations DCF par la Société et Celesio de la Société et de Medibel, ainsi que d'autres informations fournies (voir l'Annexe I pour une vue d'ensemble);



- Tenu des discussions avec les membres de la direction supérieure de la Société et de Celesio concernant les activités et les informations financières (historiques et potentielles) de la Société et de Medibel afin d'évaluer les hypothèses prises dans le business plan et de comprendre la base pour leur valorisation en général (y compris mais sans s'y limiter l'approche sélectionnée, les hypothèses adoptées et les valeurs résultantes proposées); Nous notons que nous nous sommes fiés à la confirmation de la direction selon laquelle les transactions entre parties liées sont incluses dans le business plan aux conditions du marché.
- Revu les cours historiques et les volumes de transactions des actions dans la Société;
- Revu le groupe de référence et les multiples de transactions impliquant les sociétés largement comparables;
- Réalisé notre propre analyse concernant la valeur de marché intrinsèque de la Société et de McKBH, en sélectionnant les méthodologies de valorisation appropriées, en appliquant les méthodologies sélectionnées et considérant les résultats de valorisation;
- Conduit d'autres analyses financières que nous considérons appropriées;
- Tiré une conclusion sur le caractère raisonnable de la valorisation relative proposée à utiliser dans l'Apport proposé, en la comparant à nos fourchettes de valorisation résultantes et de valorisation relatives.

Les résultats de notre analyse ont été résumés dans les parties suivantes.

### **3 Notre compréhension du périmètre de l'Apport proposé**

PCB est une société cotée belge, sise à Bruxelles et active en tant que grossiste de produits pharmaceutiques à des clients de détail (pharmacies) en Belgique, à travers sa filiale opérationnelle Pharma Belgium SA.

Il est proposé que toutes les actions (1,240,371) de McKBH soient apportées à PCB. McKBH est une holding spécifiquement destinée à l'acquisition de Medibel. À la date du présent rapport, McKBH ne détient aucune activité par elle-même et est presque entièrement financée par des capitaux propres.

Nous comprenons qu'avant l'Apport en nature, McKBH cédera Alphar Partners à une autre entité du groupe Celesio. Nous notons que les bénéfices de la vente d'Alphar Partners resteront dans McKBH et feront partie de l'Apport proposé. Les filiales de McKBH à la date de l'Apport proposé seront les suivantes:

- Belmedis (100 %): Grossiste de produits pharmaceutiques aux pharmacies, laboratoires et hôpitaux en Belgique. Belmedis est le deuxième plus grand grossiste en Belgique, après Febelco. La société détient six entrepôts, dont cinq sont entièrement automatisés. Elle détient également un intérêt financier dans une pharmacie;
- Sofiadis (54.26%): groupement d'achats pour pharmaciens belges (environ 430 pharmaciens indépendants détenant une part de 45.74%). Sofiadis procure les produits pour ses membres et les vend à Medibel avec une

- marge de 5.0 %. Medibel organise ensuite la livraison et les services logistiques. Sofiadis se provisionne occasionnellement auprès de Belmedis;
- Cophana (100 %): une société de logistique (pré-grossiste) offrant des services dans l'entreposage, la préparation de commandes, la livraison aux pharmaciens ainsi qu'aux distributeurs, et la facturation ainsi que le recouvrement de créances pour les laboratoires. Cophana loue un entrepôt thermorégulé de 6,000 m<sup>2</sup>;
  - Espafarmed (100 %): agent commercial espagnol procurant des produits espagnols;
  - Sofarmex (100%): une entité établie ayant pour but spécifique d'acquérir les actifs Sofarex sélectionnés liés aux activités de l'espace économique européen de Sofarex (exportant principalement des produits espagnols en UE).

OCP SAS, McKBH, PCB font partie d'un groupe de sociétés contrôlées par Celesio AG et ultimement contrôlées par une société basée aux États-Unis, McKesson Corporation.

## **4 Base de valorisation et méthodologies généralement acceptées de valorisation**

### *4.1.1 Base de valorisation*

Notre analyse, tout comme l'analyse effectuée par la Société et Celesio, a été préparée sur la base de la « valeur de marché » et valorise un intérêt financier de 100 % dans PCB et un intérêt financier de 100 % dans McKesson Belgium Holdings au 30 avril 2017. La définition généralement acceptée de l'expression « valeur de marché » est la valeur telle qu'appliquée entre un vendeur consentant hypothétique et un acheteur consentant, prudent et hypothétique dans un marché ouvert et ayant accès à toutes les informations pertinentes.

La valeur de marché exclue la surcote en sus de la valeur de marché qu'un acheteur spécifique, pouvant réaliser des bénéfices de synergie ou autres à partir de l'acquisition, peut être prêt à payer. De ce fait, nous avons considéré la valeur sur une base intrinsèque et n'avons pas pris en compte les synergies potentielles pouvant éventuellement être réalisées au travers de la fusion des deux sociétés.

### *4.1.2 Méthodologies de valorisation pour les sociétés établies*

Lors de la valorisation des sociétés établies, la « valeur de marché » est généralement dérivée en appliquant une ou plusieurs des approches de valorisation suivantes:

- Une approche par actualisation des *cash flows* futurs ( « discounted cash flow » ou « DCF »).

Dans une approche DCF, les *cash flows* prévus sont actualisés à la date d'aujourd'hui, générant ainsi une valeur actuelle nette pour le flux monétaire de l'entreprise. Une valeur terminale à la fin de la période explicite prévue est ensuite déterminée et cette valeur est également actualisée à la date de valorisation afin de donner une valeur d'ensemble pour l'entreprise.



Le taux auquel les *cash flows* futurs sont actualisés (« le taux d'actualisation ») doit refléter non seulement la valeur de rendement de l'argent mais également le risque associé aux futures opérations de l'entreprise. Cela signifie qu'afin qu'un DCF puisse produire un chiffre de valorisation sensé, l'importance de la qualité des prévisions de *cash flows* sous-jacents est fondamentale. Le taux d'actualisation le plus employé généralement est le coût moyen pondéré du capital (« WACC »), reflétant un idéal, et non la structure de financement actuelle, qui est appliqué aux *cash flows* opérationnels libres, et résulte en une valeur pour l'entreprise (« Valeur d'entreprise » ou « EV », voir 4.1.3).

- Une approche des multiples du marché, en référence aux comparables boursiers (« CoCo ») ou aux comparables transactionnels (« CoTrans »).

Une approche des multiples basée sur les bénéfices estime un niveau durable de bénéfices futurs pour une entreprise (« bénéfices maintenables ») et applique un multiple approprié à ces bénéfices, en les capitalisant en une valeur pour l'entreprise. Les types de bénéfices auxquelles un multiple est généralement appliqué incluent les revenus, l'EBITDA, l'EBIT, et le résultat après impôt. Tandis que les trois premiers types de bénéfices conduisent à une EV, cette dernière conduirait directement à une valeur des actions.

Un second type d'approche du marché peut être adopté si la société est cotée. Dans ce cas, quelqu'un doit également considérer si le cours boursier est une approximation raisonnable pour la valeur de marché. Cela est généralement effectué via une analyse du cours moyen pondéré au volume (Volume Weighted Average Price ou « VWAP »).

- Une approche du coût, généralement des actifs nets (corrigés). Dans une approche des actifs nets, la valeur totale se base sur la somme de la valeur des actifs nets plus, le cas échéant, une surcote afin de refléter la valeur des actifs incorporels non enregistrés dans le bilan comptable. Une valeur des actifs nets est un équivalent de la valeur des actions.

La valeur des actifs nets est déterminée en marquant chaque actif et passif du bilan comptable de la société (ainsi que ceux en dehors du bilan) aux valeurs actuelles de marché. Une méthodologie concernant les actifs nets est la plus applicable pour les entreprises où la valeur se situe dans les actifs sous-jacents et non dans les opérations en cours de l'entreprise (ex.: sociétés holding immobilières), ou là où le taux de rendement sur les actifs est considéré comme étant faible.

#### 4.1.3 Valeur d'entreprise ou valeur des actions

En fonction de la méthodologie de valorisation sélectionnée, et du traitement de l'endettement existant de l'entreprise, la fourchette de valorisation calculée résultera soit en une valeur d'entreprise (EV) soit en une valeur des actions.

Une EV reflète la valeur de toute l'entreprise (c'est-à-dire le total des actifs de l'entreprise incluant les actifs immobilisés, le fonds de roulement et le goodwill /

les incorporels) dont la dette financière et les fonds propres reviennent aux fournisseurs de capitaux.

Une valeur des actions reflète la valeur revenant aux actionnaires.

Afin de comparer une EV à une valeur des actions, le niveau de dette nette doit être déduit de la valeur d'entreprise.

## **5 Valorisation proposée par la Société et Celesio**

### **5.1 Méthodes de valorisation sélectionnées**

#### **5.1.1 McKBH**

La Société et Celesio ont adopté une approche des actifs nets (corrigés) afin de déterminer la valeur des actions de McKBH, où la valeur de l'actionnariat dans Medibel est incluse selon deux méthodologies:

- Basée sur le coût de la récente transaction;
- En utilisant une approche DCF.

En guise de corroboration de la valeur des activités (EV) de McKBH, PCB et Celesio ont également réalisé une analyse des multiples, basée sur les CoCos et les CoTrans.

#### **5.1.2 PCB**

En déterminant la valeur des actions de PCB, PCB et Celesio ont sélectionné l'approche DCF comme méthode de valorisation principale.

En outre, les méthodes suivantes ont été appliquées en guise de corroboration:

- Approche des actifs nets;
- Analyse basée sur le cours boursier.

Nous comprenons que la méthode des multiples (CoTrans / CoCo) n'a pas été retenue pour corroborer les résultats en raison de la faible rentabilité actuelle de PCB.

### **5.2 Application des méthodes de valorisation sélectionnées**

#### **5.2.1 McKBH**

##### **5.2.1.1 Actifs nets corrigés basés sur le prix d'acquisition**

PCB et Celesio ont argumenté que, comme Medibel a récemment été acquise par Celesio et que le prix d'acquisition a été le résultat de négociations entre deux parties non liées, la valeur comptable des actifs financiers (c'est-à-dire l'investissement en actions dans les entités Medibel) dans le bilan comptable de McKBH sont une approximation raisonnable pour leur valeur du marché.

De plus, il est argumenté que les valeurs de marché des autres actifs dans le bilan comptable de McKBH sont égaux à leur valeur comptable. Ces actifs comprennent principalement les créances intragroupe sur les entités Medibel (en remplaçant les créances / dettes qui étaient en place avec les entités Welcoop avant la transaction).

En outre, PCB et Celesio ont supposé que:

- Alphar Partners sera vendue à la valeur comptable à une autre entité Celesio (cash en échange d'actions et d'une créance intragroupe);
- Une augmentation du capital sera effectuée avant l'Apport proposé afin de financer le paiement de la partie finale du prix d'acquisition, estimée à €6.4m.

En fonction du bilan comptable (non audité) du 31 mai 2017 et des ébauches de comptes de clôture du 30 avril 2017, la valeur comptable des actifs nets est de €60.2m. En ajoutant à ce montant la future augmentation du capital de €6.4m, la valeur comptable des actifs nets de MckBH est estimée à €66.6m en utilisant cette approche.

#### 5.2.1.2 Actifs nets corrigés basés sur la valorisation DCF de Medibel

Cette approche est pratiquement la même que celle décrite dans la partie précédente, mais dans ce cas, la valeur comptable des participations dans les entités Medibel est remplacée par la valeur des actions basée sur des DCF.

La valorisation DCF s'est basée sur des projections financières pour Belmedis, Cophana, Sofiadis et Espafarmed. Nous comprenons que la base et les principales hypothèses dans ce business plan, qui couvre la période FY18 (31 mars 2018) à FY32 sont les suivantes:

- Le business plan a été construit sur une base intrinsèque (c'est-à-dire qu'aucune synergie potentielle n'est prise en compte). En 2015, un business plan pour Medibel a été effectué par Celesio dans le cadre de l'acquisition, et plus précisément, afin de soutenir le prix d'acquisition. Le plan a été mis à jour en mai 2017 selon le statut financier de pré-clôture du 30 avril 2017, qui était en ligne avec les projections incluses dans le plan précédent.
- Le business plan a été établi selon un niveau de marge brute, pour lequel les chiffres pour l'année se terminant le 31 décembre 2016 servent comme base. La direction de Celesio attend que le chiffre d'affaires de Medibel augmente à un taux annuel de 1.5 % entre FY19 et FY26, pour atteindre un taux de croissance à long terme de 1.0 % à partir de FY27.
- La marge brute en % du chiffre d'affaires est censée rester constante sur la période prévue du business plan à 5.9 %, ce qui est en ligne avec les performances historiques. La marge d'EBITDA de Medibel est censée augmenter lentement pendant les premières années de la période de 1.1 % à 1.3 % (FY18-FY25) suite à l'augmentation du chiffre d'affaires et la légère diminution des dépenses d'exploitation (en % du chiffre d'affaires). Les autres dépenses d'exploitation, censées augmenter à un taux de 1.0%, incluent principalement les coûts salariaux.
- Le fonds de roulement prend en compte un investissement unique dans le fonds de roulement au début de la période de projection, en raison d'un déficit du fonds de roulement à la date de clôture, et pour les années suivantes, le fonds de roulement est estimé à 6.0 % du chiffre d'affaires.
- Les investissements annuelles en immobilisations (« capex ») se situent entre €0.5m et €0.8m.

- Pour la valeur terminale (après FY32), une croissance annuelle des ventes de 1.0 %, une marge brute de 5.9 % et une marge d'EBITDA de 1.3 % ont été adoptées.

L'EV des entités susmentionnées a été calculée en actualisant les *cash flows* libres opérationnels (Free cash flow to the firm ou « FCFF ») à un coût moyen pondéré du capital (« WACC ») de 7.0%. Le coût de la proportion des capitaux propres dans le WACC a été estimé en fonction du modèle d'évaluation des actifs financiers (Capital Asset Pricing Model ou « CAPM ») qui est généralement accepté. Cela a résulté en une valeur DCF dans un scénario de base de €71.8m.

PCB et Celesio ont également réalisé une analyse de sensibilité, en utilisant un WACC de 6.5% à 7.5 % avec un taux de croissance perpétuel de 1%. La valeur résultante se situe entre €66.1m et €78.6m.

Afin d'arriver à une valeur des actions pour Medibel, PCB et Celesio ont entrepris les étapes suivantes:

- Déduit la valeur attribuable aux actionnaires minoritaires de Sofiadis;
- Déduit la dette nette de Belmedis, Cophana, Sofiadis et Espafarmed;
- Ajouté la valeur comptable de l'investissement dans Janus SA, étant donné que ses *cash flows* ne sont pas inclus dans le business plan;
- Ajouté la valeur des actions de Sofarmex.

Dans le bilan comptable de MckBH, la valeur comptable des actions dans les entités Medibel est ensuite remplacée par la valeur du marché calculée des actions, s'élevant à €49.3m dans le scénario de base, résultant en une valeur d'actifs nets corrigés de €76.4m.

#### 5.2.1.3 Corroboration en utilisant des multiples

En ligne avec la pratique générale du marché, PCB et Celesio ont corroboré l'EV résultant de l'approche DCF. Basée sur les informations financières disponibles pour une sélection de sociétés comparables cotées en bourse (groupe de référence) et de comparables transactionnels, une fourchette d'EV a été calculée en fonction des multiples d'EBITDA. PCB et Celesio ont conclu que:

- le scénario de base de la valeur DCF de €76.4m se situe dans la fourchette d'EV basée sur les CoTrans, mais est plus élevé que la fourchette d'EV basée sur les CoCo;
- la valeur basée sur l'approche des actifs nets (prix d'acquisition) se situe au sein de ces deux fourchettes.

#### 5.2.2 PCB

##### 5.2.2.1 Valorisation DCF

La valorisation DCF de PCB en date du 30 avril 2017 est basée sur le business plan développé par la direction de PCB et Celesio. Les comptes financiers au 31 mars 2017 ont été utilisés comme base pour ce plan intrinsèque, établi selon l'hypothèse clé que PCB sera en mesure de regagner la part de marché et de

restaurer la rentabilité à des niveaux comparables à Medibel, après qu'un modèle de croissance similaire est suivi.

Nous comprenons que la base et les principales hypothèses dans le business plan de PCB, couvrant la période FY18 (31 mars 2018) à FY32 sont les suivantes:

- La croissance du chiffre d'affaires est censée atteindre 3.7 % en FY18 puis diminuer progressivement à 1.0 % pour FY23. La direction pense que cette croissance est atteignable car elle vise à regagner certaines des parts de marchés perdues après l'incendie à Evere en 2012.
- La marge brute est censée rester stable, à environ 5.7 % sur la période prévue du business plan.
- Les coûts de personnel sont censés diminuer de 0.5 % en FY18 en raison de l'efficacité réalisée à travers le transfert dans le nouvel entrepôt d'Epegem. Entre FY19 et FY22, une augmentation annuelle de 0.5 % est estimée (comparée à l'inflation prévue de 1.5 %). La direction pense qu'une efficacité opérationnelle supplémentaire peut être atteinte à travers une réduction progressive de la fréquence des livraisons quotidiennes, soit deux livraisons par jour (par rapport aux trois livraisons actuelles). Une tendance similaire se fait observer sur le marché.
- Le business plan inclut les dépenses de location opérationnelle de €0.6m, liées à la location du « fonds de commerce » de Laboratoria Flandria NV, qui inclut les clients de Flandria ainsi que sa marque. Le contrat de location a commencé le 1er avril 2010 puis a été modifié en 2013, lorsqu'il a été convenu que le coût de la location annuelle ne serait pas inférieure à €0.6m ou supérieure à €0.8m, et serait ensuite revu chaque année puis révisé en fonction de l'évolution du EBIT de PCB généré à travers la base de clients de Flandria (incluant les synergies réalisées). Dans le business plan, il est supposé que PCB paiera une location annuelle de €0.6m à la société mère de Flandria, Pharma Partners NV (aucune augmentation prévue). En FY21 il est supposé que PCB achètera la marque et le portefeuille de clients de Laboratoria Flandria pour un montant de €4.2m.
- La marge d'EBITDA est censée augmenter de 0.5% en FY18 à une marge d'EBITDA long-terme de 1.2% en FY22. L'amélioration de la marge est due à l'augmentation des ventes prévue entre FY18 et FY22 (phase de redressement) et aux efficacités opérationnelles attendues.
- Le business plan de PCB tel qu'estimé par PCB/Celesio entend que le niveau de fond de roulement sera de 6.85% des ventes. Ce pourcentage est en ligne avec les niveaux de fond de roulement historiques (c'est-à-dire 6.86% en FY17).
- Les investissements en immobilisations en FY18 et FY19 incluent les investissements supplémentaires liés à la mise en œuvre d'un système PGI. Les coûts estimés s'élèvent à €1.2m et €0.3m pour FY18 et FY19 respectivement. En outre, la direction pense que les investissements en immobilisations annuelles de €0.6m représente un niveau durable pour PCB.

- Pour la valeur terminale (après FY32), une croissance annuelle des ventes de 1 %, une marge brute de 5.7% et une marge d'EBITDA de 1.2% ont été adoptées.

L'EV de PCB a été calculée en actualisant les FCFF à un WACC de 7.0%. Le coût de la proportion des capitaux propres dans le WACC a été estimé en fonction du modèle généralement accepté de valorisation des actifs financiers CAPM. Cela a résulté en une valeur DCF de €48.7m dans un scénario de base.

PCB et Celesio ont également réalisé une analyse de sensibilité, en utilisant un WACC de 6.5% à 7.5% avec un taux de croissance perpétuel de 1.0%. La valeur résultante se situe entre €44.2m et €54.1m.

Afin d'arriver à une valeur des actions pour PCB, PCB et Celesio ont déduit une dette nette s'élevant à €24.6m, résultant en une valeur des actions pour PCB de €24.1m, ou €4.31 par action.

#### 5.2.2.2 Actifs nets

PCB et Celesio ont également considéré la valeur comptable des actifs nets comme étant une approximation raisonnable de la valeur des actions du marché. La valeur comptable des actifs nets de PCB s'élève à €21.9m ou €3.91 par action. Cela se base sur le projet de bilan comptable non audité du 31 mars 2017.

#### 5.2.2.3 Analyse du cours de l'action

PCB et Celesio ont également considéré la capitalisation boursière de PCB, égale au nombre d'actions (5,596,520) multiplié par le cours de l'action. La fourchette de valorisation ayant été présentée par PCB et Celesio est la suivante:

- Point le plus bas de €26.6m basé sur le cours de clôture le jour précédent l'annonce de la transaction (c'est-à-dire le 24 mai 2016);
- Point le plus haut de €29.4m basé sur la capitalisation boursière moyenne de la société pendant 24 mois jusqu'au 31 mars 2017.

### **5.3 Valeurs proposées et valorisation relative**

Les valeurs des actions suivantes ont été retenues et proposées par PCB et Celesio:

- McKBH: €66.6m, qui représente la valeur résultant de l'approche des actifs nets, c'est-à-dire prenant en compte Medibel au prix d'acquisition. Cette valeur est inférieure au point le plus bas de la fourchette de valeurs des actions calculée par PCB et de Celesio, selon l'approche DCF.
- PCB: €24.1m (€4.31 par action), selon le scénario de base de valorisation DCF. L'approche de valorisation des actifs nets n'a pas été retenue et est généralement considérée comme la valeur plancher d'une société, et ne prend pas en compte le potentiel de croissance future de la société. En outre, les résultats de l'analyse du cours boursier n'ont pas été retenus car la direction a considéré que le cours de bourse n'est pas un indicateur raisonnable pour la valeur des actions de la Société pour les raisons suivantes:



- Le nombre limité d'actions librement échangées de la Société et le faible niveau de volumes de transactions suggère fortement que le marché boursier pour la société n'est pas liquide. Le prix est donc déterminé sur base de petits volumes et d'échanges peu fréquents.
- En outre, le prix n'a pas été déterminé par un large groupe d'investisseurs étant donné que trois actionnaires ont acheté une grande partie des actions.

Selon une valeur d'apport de McKBH de €66.6m et une valeur de marché par action de PCB de €4.31, environ 15.46 millions de nouvelles actions de PCB seraient émises.

Dans le cadre de notre évaluation de la valorisation relative qui a été proposée, nous avons réalisé notre propre analyse de valorisation de PCB et McKBH. Ce sujet sera abordé dans la partie suivante.

## **6 Analyse de valorisation par KPMG**

### **6.1 Méthodologies sélectionnées**

#### *6.1.1 McKBH*

Comme mentionné ci-dessus, Celesio propose de contribuer en nature McKBH (excluant Alphar Partners) dans PCB. Étant donné que McKBH a été spécifiquement destinée à l'acquisition de Medibel, n'a pas ses propres activités et, en dehors des actions dans les sociétés liées à Medibel, dispose uniquement d'éléments de bilans comptables limités, toutes les valeurs opérationnelles résident actuellement dans Medibel. Dans ce contexte, nous avons valorisé les actions de McKBH comme la somme de l'EV de Medibel (valeur des activités) moins la position de la dette financière nette consolidée pro-forma.

En déterminant la méthodologie de valorisation appropriée à adopter dans la valorisation de Medibel, nous avons considéré les éléments suivants:

- Medibel a récemment été acquise par Celesio. Le prix d'acquisition a été le résultat de négociations entre deux parties non liées. De ce fait, cette transaction respecterait la définition de la valeur de marché (cf. infra)
- La direction de Celesio a argumenté que le prix d'acquisition n'inclut pas la valeur de toute synergie potentielle pouvant être réalisée à travers la fusion avec PCB.
- Entre l'annonce de l'acquisition le 15 décembre 2015 et la clôture de la transaction le 2 mai 2017, Medibel a performé en ligne avec les attentes et avec les hypothèses utilisées par Celesio pendant les négociations du prix d'acquisition à payer.

Sur base de ce qui précède, nous avons pensé que le prix d'acquisition serait un point de référence approprié. Nous pensons qu'il serait juste d'adopter une approche DCF afin de confirmer que le prix d'acquisition est une approximation raisonnable pour la valeur de marché de Medibel sur une base intrinsèque.

Nous avons également corroboré les résultats en comparant les multiples implicites résultant des deux méthodes de valorisation principales, aux multiples des CoCo et CoTrans.

La valeur des actions de McKBH est dérivée en déduisant la position de la dette financière nette consolidée pro-forma de l'EV estimée de Medibel. Nous notons que, par manque de bilan comptable consolidé pour McKBH, la position de la dette financière nette consolidée pro-forma est basée sur le bilan comptable non consolidé de McKBH au 31 mai 2017 et de la version préliminaire des comptes de clôture pour les entités Medibel (au 30 avril 2017).

### 6.1.2 PCB

En déterminant la méthodologie de valorisation appropriée à adopter dans la valorisation de PCB, nous avons considéré les éléments suivants:

- PCB est actuellement dans la situation où, après plusieurs années de rentabilité faible (ou même négative), la société semble regagner des parts de marché tout en améliorant ses marges.
- Bien que la rentabilité actuelle soit toujours en-dessous des niveaux historiques, la direction s'attend à une amélioration dans les prochaines années.

Sur cette base, nous avons considéré une approche DCF comme la méthode la plus appropriée afin d'évaluer PCB sur une base intrinsèque, car elle permet de prendre en compte les circonstances du marché à la date de valorisation, le potentiel de générer des *cash flows* futurs, et l'augmentation potentielle et attendue en matière de rentabilité, risque et valeur temporelle de l'argent.

Nous ne considérons pas une approche des multiples comme appropriée, étant donné que les bénéfices de PCB se situent actuellement en-dessous de ce qui est considéré comme un niveau atteignable durablement.

Par conséquent, en guise de corroboration à l'approche DCF et étant donné la faible rentabilité de PCB ces dernières années, nous avons également sélectionné une approche des actifs nets.

En outre, étant donné que PCB est une compagnie cotée, nous avons également considéré la pertinence du cours boursier de PCB dans le cadre de notre valorisation.

## 6.2 McKesson Belgium Holdings SPRL

### 6.2.1 Prix d'acquisition

Notre première méthode de valorisation pour McKBH est en substance la même que l'approche des actifs nets adoptée par PCB et Celesio (voir 5.2.1.1). En calculant la valeur des actions se basant sur le prix d'acquisition payé pour les entités Medibel, nous arrivons à la même valeur, c'est-à-dire €66.6m.

Nous considérons cela comme l'une des méthodes de valorisation principales pour estimer la valeur des actions dans McKBH, étant donné que la valeur de Medibel se base sur une transaction entre deux parties non liées et de ce fait, est utilisée pour refléter la valeur de marché.

Nous avons calculé l'EV implicite pour Medibel (excluant Alphar Partners) comme étant d'environ €62.6m, en déduisant la dette financière consolidée pro-forma (€4.0m) ainsi que les éléments de types cash et dette, consolidés et pro-forma (€0.1m)<sup>2</sup>. Avec un EBITDA pour FY17 à €6.2m, le multiple implicite des douze derniers mois pour cette transaction est donc d'environ 10.1x.

Nous notons qu'au moment de l'émission de ce rapport, nous n'avons pas reçu les comptes consolidés de MckBH et, en tant que tels, l'analyse de valorisation de MckBH repose sur des comptes non consolidés. Cependant, en fonction des interactions ultérieures avec la direction, y compris les discussions sur les comptes pro forma non consolidés qui offrent un confort supplémentaire, nous n'avons aucune indication que la réception des comptes consolidés (pro forma) aurait un impact important sur notre analyse.

#### 6.2.2 Méthode des flux de trésorerie actualisés:

Notre valorisation DCF en date du 30 avril 2017 s'est basée sur le business plan reçu par PCB et Celesio. Comme mentionné ci-dessus, l'actualisation au WACC des FCFF du business plan résulte en une EV pour les activités des sociétés susmentionnées.

Selon une analyse des informations reçues de la part de Celesio et selon notre jugement professionnel, nous avons effectué plusieurs ajustements à ces *cash flows*, menés par les considérations en matière de comptabilité, taxes ou autres.

Selon les informations reçues de la part de la direction, notre compréhension des facteurs spécifiques de la société (ex.: taille, risque prévu), et selon notre jugement professionnel, nous avons adopté un coût moyen pondéré du capital (« WACC ») de 7.4%, selon lequel le coût des fonds propres a été développé en utilisant le CAPM.

L'EV résultant (scénario de base) s'élève à €65.6m, ce qui correspond à la valeur des activités de Belmedis, Sofiadis, Cophana et Espafarmed et doit être comparée à la valeur du scénario de base €71.8m résultant de l'analyse DCF par PCB et Celesio.

Avec un WACC variant entre 7.2% et 7.6% et un taux de croissance perpétuel variant entre 0,75 % et 1,25 %, l'EV ajustée<sup>3</sup> pour Medibel se situe entre €62.0m et €68.2m. Avec une dette financière nette consolidée pro-forma positive d'environ €4.0m (c'est-à-dire la trésorerie nette), la valeur des actions pour MckBH, basée sur notre analyse des DCF, se situerait entre €65.9m et €72.1.

Analyse de sensibilité - EV				Analyse de sensibilité - Valeur des actions					
		WACC					WACC		
€000		7.20%	7.40%	7.60%	€000	7.20%	7.40%	7.60%	
<b>Tx de</b>	<b>0.75%</b>	65,572	63,723	61,951	<b>Tx de</b>	<b>0.75%</b>	69,510	67,661	65,889
<b>croiss</b>	<b>1.00%</b>	66,816	<b>64,866</b>	63,002	<b>croiss</b>	<b>1.00%</b>	70,754	<b>68,804</b>	66,940
<b>perp</b>	<b>1.25%</b>	68,164	66,102	64,136	<b>perp</b>	<b>1.25%</b>	72,102	70,041	68,074

<sup>2</sup> Pourrait ne pas réconcilier pour cause d'arrondissements effectués

<sup>3</sup> Ajusté sur base des intérêts minoritaires dans Sofiadis, EV de Sofarex et fonds propres de Janus (ces deux derniers étant des filiales pour lesquelles les flux de trésorerie non pas été inclus dans les projections financières).

Nous référons au dernier paragraphe dans la section précédente (6.2.1) pour les comptes consolidés.

### 6.2.3 Méthode de multiples

Une approche de multiples est généralement appliquée aux types de bénéfices suivants: ventes, EBITDA, EBIT et bénéfices (c'est-à-dire le revenu net). Nous considérons l'EBITDA comme la ligne de bénéfices la plus appropriée étant donné que l'EBITDA est moins sensible aux différences dans les structures de financement, les politiques d'amortissement et les traitements fiscaux.

Concernant les autres types de bénéfices:

- Ventes: les multiples de ventes (EV / Ventes) affichent souvent une corrélation positive avec la rentabilité des sociétés (ex.: marge d'EBITDA). Par conséquent, pour les sociétés dans le groupe de référence, nous avons réalisé une analyse de régression de la marge d'EBITDA vs. le multiple EV / Ventes, et avons appliqué la formule de régression résultante aux données de Medibel.
- EBIT: nous considérons que l'application d'un multiple d'EBIT aux niveaux actuels d'EBIT de Medibel n'est pas appropriée, étant donné que la somme de l'amortissement actuel ne semble pas être à un niveau récurrent. Le business plan prévoit une diminution significative de l'amortissement dans les prochaines années, de €2.5m en FY17 à €1.7m en FY22, et jusqu'à €0.6m pour la dernière année du business plan.
- Bénéfices (revenu net): de toutes les mesures susmentionnées, cette mesure est le plus impactée par différentes structures de financement, politiques d'amortissement, traitements fiscaux et éléments exceptionnels.

Dans ce contexte, notre métrique la plus importante pour la base de bénéfices est l'EBITDA.

Selon l'analyse des multiples EV / EBITDA des comparables boursiers (EBITDA réalisé pendant ces douze derniers mois et les douze prochains mois), l'EV ajustée de Medibel se situe entre €52.1m (8.5 fois l'EBITDA des douze prochains mois) et €65.4m (10.7 fois l'EBITDA des douze derniers mois).

CoCos - EV de Medibel basée sur le multiple d'EBITDA						
	LTM	LTM	LTM	NTM	NTM	NTM
	Quartile de 25%	Median	Q. de 75%	Q. de 25%	Median	Q. de 75%
EBITDA	6,182	6,182	6,182	6,188	6,188	6,188
Multiple d'EBITDA	8.8x	9.9x	10.7x	8.5x	9.1x	9.7x
EV	54,616	61,145	66,096	52,812	56,094	60,181
EV ajustée	53,922	60,451	65,401	52,117	55,400	59,487

Source: Capital IQ; Analyse KPMG

Après avoir pris en compte la dette financière nette, la valeur des actions pour McKBH basée sur l'approche de multiples se situe entre €56.1m et €69.3m. En plus de l'analyse des comparables boursiers, nous avons également identifié plusieurs transactions impliquant des sociétés largement comparables pendant la période septembre 2012 et novembre 2016. Selon l'analyse des CoTrans, l'EV ajustée de Medibel se situe entre €52.3 et €66.8m (de 8.6 à 10.9 fois l'EBITDA des douze derniers mois). Après avoir pris en compte la dette

financière nette, la valeur des actions pour MckBH se situe entre €56.2m et €70.7m.

CoTrans - EV de Medibel basée sur le multiple d'EBITDA			
	LTM	LTM	LTM
	Quartile de 25%	Median	Q. de 75%
EBITDA	6,182	6,182	6,182
Multiple d'EBITDA	8.6x	9.6x	10.9x
EV	52,982	59,435	67,461
EV ajustée	52,288	58,740	66,767

Source: S&P Capital IQ; Mergemarket; Analyse KPMG

Nous avons également réalisé une analyse de régression du multiple des ventes des sociétés du groupe de référence vs. leur marge d'EBITDA respective<sup>4</sup>. Le coefficient de détermination ( $R^2$ ) est de 0.7. En appliquant l'équation de régression à la marge EBITDA FY17 de Medibel, qui s'élève à 1.1 %, nous obtenons un multiple de ventes implicite de 0.12 x. En appliquant le multiple des ventes implicite sur le chiffre des ventes FY17 de Medibel, nous obtenons une EV ajustée de €67.4m et une valeur des actions de €71.3m.

Une vue d'ensemble plus détaillée de l'analyse des multiples est fournie dans l'Annexe III.

#### 6.2.4 Conclusion sur MckBH

Les résultats de notre analyse de valorisation de MckBH sont résumés dans le Schéma 1 ci-dessous. Nous avons adopté deux méthodes de valorisation principales et avons corroboré les résultats de ces méthodes en utilisant la méthode des multiples (sous trois angles différents).

L'EV ajustée:

- inclut la valeur des actions des sociétés pour lesquelles les flux de trésorerie ne sont pas inclus dans les comptes financiers de Medibel, étant Sofarmex et Janus;
- exclut la propriété d'un tiers dans Sofiadis.

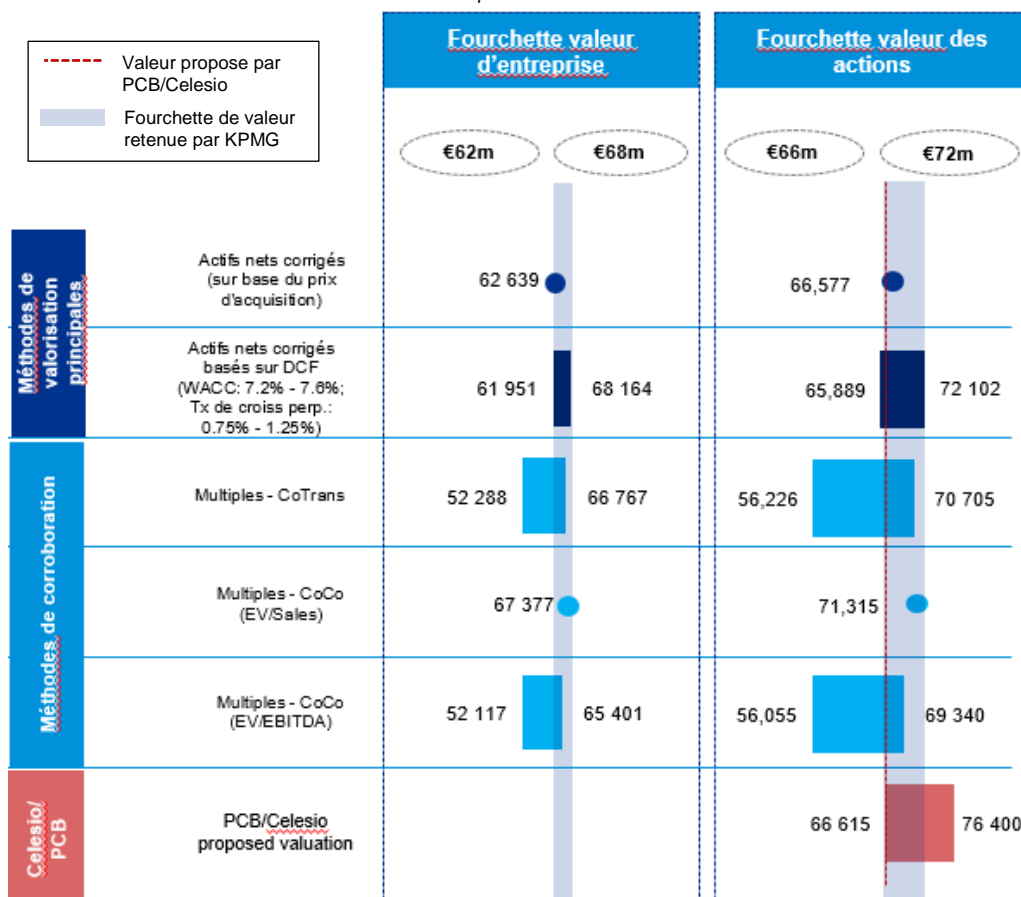
L'EV ajustée basée sur le prix d'acquisition est en ligne avec notre résultat de valorisation DCF dans le scénario de base.

Nous avons également corroboré les résultats en utilisant plusieurs approches de valorisation sur base de multiples. La fourchette de valorisation résultant des approches principales se situe dans la fourchette basée sur les multiples EV / EBITDA ou EV / Ventes, bien que située plutôt vers le plafond. Nous notons qu'une analyse basée sur la méthode des multiples est fondamentalement moins précise que les deux approches principales. La valeur des actions de MckBH est estimée sur base du niveau de cash net consolidé pro-forma de €4.0m et sur base des éléments de types cash pro-forma et consolidés de

<sup>4</sup> Les multiples de ventes (EV / Ventes) affichent souvent une corrélation positive avec la rentabilité des sociétés (ex.: marge d'EBITDA). Appliquer un multiple des ventes sans vérifier la rentabilité sous-jacente n'est généralement pas approprié. L'objectif de l'analyse de régression est d'estimer le multiple EV / ventes comme une fonction (linéaire) de la rentabilité de la Société.

€0.1m. Sur base de notre analyse, nous considérons qu'une fourchette de €66.0 à €72.0m est raisonnable pour McKBH.

Schéma 1: Vue d'ensemble des résultats de valorisation pour McKBH



La valeur des actions de McKBH comme proposée par Celesio et PCB se situe dans la partie inférieure de cette fourchette.

### 6.3 PCB

#### 6.3.1 Méthode des cash flows actualisés

Notre valorisation DCF en date du 30 avril 2017 est basée sur le business plan reçu de PCB et Celesio.

Selon les discussions avec la direction de PCB et une analyse des informations reçues de la part de PCB et Celesio, nous avons effectué plusieurs ajustements à ces *cash flows*, menés par les considérations en matière de comptabilité, taxes ou autres. L'impact de ces ajustements est négligeable.

Selon les informations reçues de la direction, notre compréhension des facteurs spécifiques de la société (ex.: taille, risque prévu) et selon notre jugement professionnel, nous considérons un WACC de 7.4% comme étant également raisonnable pour PCB. En actualisant les *cash flows* opérationnels libres au WACC susmentionné, nous obtenons une valeur d'entreprise DCF de €47.3m dans le scénario de base.



Avec un WACC variant entre 7.2% et 7.6% et un taux de croissance perpétuel variant entre 0.75% et 1.25%, l'EV pour PCB basée sur nos DCF se situe entre €44.7m et €50.3m. Avec une dette financière nette de €24.7m, la valeur des actions se situe entre €20.0m et €25.6m.

Analyse de sensibilité - EV				Analyse de sensibilité - EV/EBITDA 31/3/17					
		WACC					WACC		
€000		7.20%	7.40%	7.60%		7.20%	7.40%	7.60%	
<b>Tx de</b>	<b>0.75%</b>	48,054	46,335	44,690	<b>Tx de</b>	<b>0.75%</b>	27.8x	26.8x	25.9x
<b>croiss</b>	<b>1.00%</b>	49,139	<b>47,332</b>	45,606	<b>croiss</b>	<b>1.00%</b>	28.5x	<b>27.4x</b>	26.4x
<b>perp</b>	<b>1.25%</b>	50,315	48,409	46,593	<b>perp</b>	<b>1.25%</b>	29.2x	28.1x	27.0x

Analyse de sensibilité - Valeur des actions				Analyse de sensibilité - Valeur par action					
		WACC					WACC		
€000		7.20%	7.40%	7.60%	€	7.20%	7.40%	7.60%	
<b>Tx de</b>	<b>0.75%</b>	23,353	21,634	19,989	<b>Tx de</b>	<b>0.75%</b>	4.17	3.87	3.57
<b>croiss</b>	<b>1.00%</b>	24,438	<b>22,631</b>	20,904	<b>croiss</b>	<b>1.00%</b>	4.37	<b>4.04</b>	3.74
<b>perp</b>	<b>1.25%</b>	25,614	23,708	21,892	<b>perp</b>	<b>1.25%</b>	4.58	4.24	3.91

Avec 5,596,520 d'actions en circulation de PCB, la valeur des actions estimée par action se situe entre €3.57 et €4.58 en combinant le WACC et les fourchettes des taux de croissance perpétuels décrites ci-dessus.

### 6.3.2 Actifs nets

Nous avons adopté l'approche des actifs nets (sur une base de continuité d'exploitation) en guise de corroboration aux conclusions tirées grâce à la méthode DCF. Dans une approche des actifs nets, la valeur des actions est calculée comme la somme (nette) des valeurs du marché de tous les actifs et passifs.

Nous comprenons de la direction qu'aucune correction de valeur majeure ne doit être réalisée sur les bilans comptables. De ce fait, la valeur comptable des fonds propres de €21.9m au 31 mars 2017 devrait être considérée comme une indication de la valeur des actions du marché de PCB, bien qu'il s'agisse probablement d'une indication du point le plus bas de la fourchette.

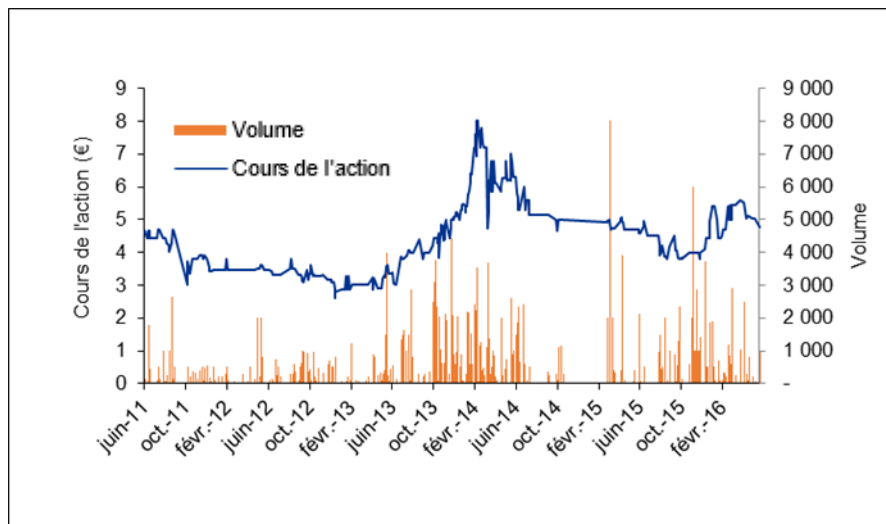
### 6.3.3 Analyse du cours moyen pondéré du volume

#### 6.3.3.1 Évolution du cours boursier de PCB

Des actions PCB ont été échangées sur la Bourse Euronext Bruxelles depuis le début des années 90. En raison des faibles liquidités, les actions dans PCB sont cotées au « double fixing », c'est-à-dire qu'un prix est généré deux fois par jour (si les ordres accumulés permettent de fixer un prix).

Le graphique ci-dessous démontre l'évolution du cours boursier de PCB (ainsi que les volumes échangés) dans les 5 ans précédant la date de l'annonce de l'Apport proposé en nature, étant le 25 mai 2016.

Schéma 2: Évolution du cours boursier de PCB (juin 2011 - juin 2016)

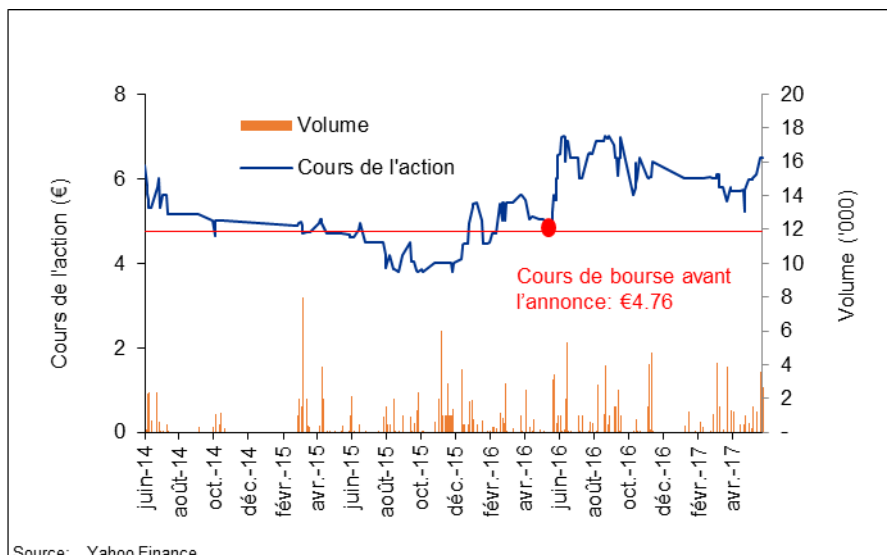


Certaines des dates et évolutions à souligner sont les suivantes:

1. 29 août 2012: le Conseil de Pharma Belgium a approuvé l'acquisition de Sambria et Oostende Pharma. Pharma Belgium avait conclu un contrat de bail à rente avec les deux entités en septembre 2002. L'acquisition de Sambria et Oostende Pharma met fin au contrat de location.
2. 13 décembre 2012: La direction de Pharma Belgium a revu les estimations de ventes pour l'année 2012 à la baisse suite à l'incendie ayant eu lieu à l'entrepôt d'Evere le 30 novembre 2012. En outre, un contrat de location a été conclu le 12 décembre pour un entrepôt de remplacement temporaire à Zaventem.
3. Entre le début de l'année 2013 et février 2014, le cours boursier de PCB a augmenté d'environ €3.0 à €8.0, avec des volumes plus élevés, particulièrement en octobre et novembre 2013. À première vue, il ne semble pas y avoir d'explication immédiate pour cette augmentation. L'annonce faite par McKesson Corporation le 24 octobre 2013 de son intention d'acquérir la majorité des actions dans Celesio AG pourrait être pertinente à cet égard.
4. 27 février 2014: PCB a émis une déclaration (provisoire) indiquant les résultats relativement faibles de l'année 2013 par rapport à ceux de l'année 2012 (diminution des ventes de 6.0 %), dus principalement à une forte concurrence sur le marché et à l'incendie à l'entrepôt d'Evere. Le cours boursier de PCB a diminué de 6.3 %.
5. 17 mars 2015: PCB a publié ses résultats provisoires pour l'année 2014. La diminution des ventes (3.95 %) ainsi que la marge brute (6.54 %) par rapport à l'année 2013 sont principalement dues aux mesures d'austérité du gouvernement ainsi qu'à la perte de part de marché causée par l'incendie à l'entrepôt d'Evere. Suite à ces résultats, PCB a décidé de ne pas distribuer de dividende pour l'année 2014.
6. 15 décembre 2015: un accord a été conclu sur l'acquisition de Belmedis par Celesio.

Le graphique suivant fournit plus de détails sur l'évolution du cours boursier ces trois dernières années (dernière date de détermination du prix: 9 juin 2017).

Schéma 3: Évolution du cours boursier de PCB (juin 2014 - juin 2017)



Comme mentionné ci-dessus, l'entrepôt de PCB situé à Evere a été touché par un incendie en novembre 2012, conduisant à une perte de part de marché et à une augmentation des coûts. La diminution résultante dans les ventes et la rentabilité combinée aux mesures d'austérité du gouvernement ont eu pour résultat que la société n'était pas en mesure de distribuer de dividende en FY14.

Le 25 mai 2016, le cours boursier de PCB a augmenté d'environ 10% et a continué de gagner du momentum les semaines suivantes. Cependant, les volumes d'échanges sont restés relativement bas.

Le cours boursier de PCB a augmenté d'environ 40.3% entre l'annonce de l'apport potentielle en nature et le 4 juillet 2017. À un cours boursier de €6.68, la capitalisation boursière de PCB est d'environ €37.4m. Nous considérons que ce prix pourrait refléter certaines des valeurs censées être générées à travers la combinaison proposée de PCB et Medibel, et de ce fait, ne pourrait pas constituer un indicateur raisonnable pour une valeur de marché intrinsèque de PCB.

### 6.3.3.2 VWAP et liquidité des actions PCB

Le tableau ci-dessous fournit une vue d'ensemble des éléments suivants:

- L'analyse du VWAP pour une période allant jusqu'à 12 mois avant l'annonce de l'apport potentiel en nature;
- Volume cumulé d'actions PCB échangées sur une période donnée;
- Nombre de jours pendant lesquels des échanges de l'action PCB ont eu lieu.

Action PCB - Analyse VWAP jusque 24 mai 2016								
Période	Cours plus haut (en €)	Prix plus bas (€)	VWAP (en €)	Valeur cumulée (€k)	Volume cumulé ('000)	% du capital émis	Jours où action PCB fut échangé	% de jours d'échange PCB vs. total de jour d'échange
1 jour	4,76	4,76	4,76	4,76	1,00	0,02%	1	100%
1 week	4,76	4,76	4,76	4,76	1,00	0,02%	1	20%
1 month	4,76	5,04	4,82	6,17	1,28	0,02%	3	14%
3 months	4,76	5,60	5,21	59,70	11,46	0,20%	17	27%
6 months	3,81	5,60	4,80	146,79	30,60	0,55%	42	32%
12 months	3,80	5,60	4,37	288,14	66,01	1,18%	84	32%

Source: S&P Capital IQ; Analyse KPMG

Le cours boursier de PCB au 24 mai 2016 était de €4.76. Selon les informations disponibles sur S&P Capital IQ, 1,000 actions ont été échangées ce jour-là.

Le VWAP pour la période d'un mois précédant la date d'annonce s'élève à 4.82€. Pour les trois mois précédents, le VWAP s'élève à €5.21. Le VWAP basé sur les cours et volumes pour la période de 12 mois précédant la date d'annonce s'élève à €4.37.

En analysant la période précédant l'annonce de l'apport potentiel en nature, environ 66,000 actions PCB ont été échangées dans les 12 mois précédant le 25 mai 2016, représentant seulement 1.18 % des actions totales en circulation (5,596,520 actions en circulation). Ce niveau de d'échange est très bas comparé au groupe de référence sur la même période (moyenne de 81.7 % et médiane de 32.0 %).

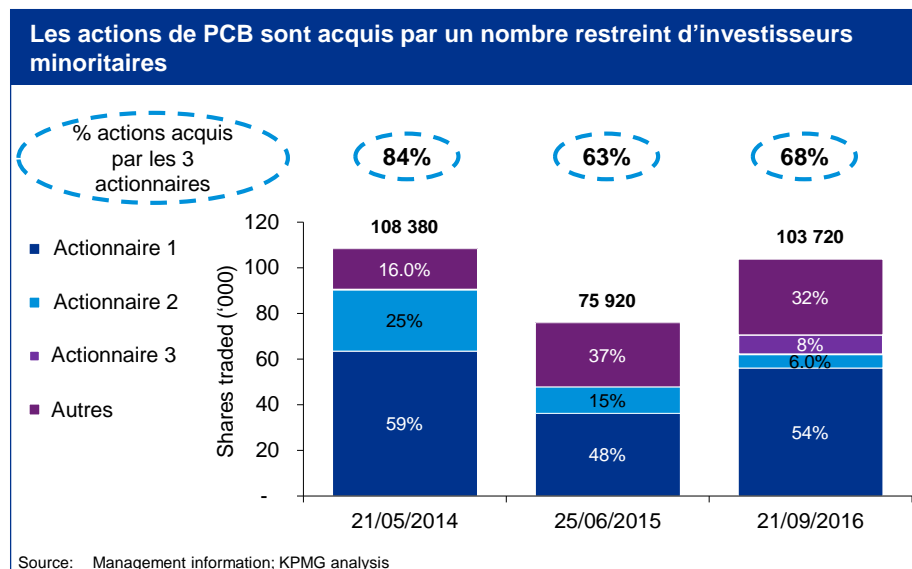
Le nombre de jours pendant lesquels des actions PCB ont été échangées avant la date d'annonce est également limité. Pendant les 12 mois précédant l'annonce de la transaction de Medibel le 25 mai 2016, des échanges ont eu lieu seulement 1 jour d'échange sur 3, signifiant que le mécanisme de double enchère ne peut souvent pas générer de prix.

Le nombre limité d'actions PCB cotées en bourse et le faible niveau d'activité d'échange observé indique que le marché pour les actions PCB est plutôt illiquide.

### 6.3.3.3 Investisseurs PCB

Le tableau ci-dessous fournit une estimation des actions cotées en bourse et acquises par trois actionnaires minoritaires spécifiques, chaque fois dans la période comprise entre les dates de l'Assemblée générale des actionnaires (AGA).

Schéma 4: Analyse des actions acquises entre les AGA



Les pourcentages ont été calculés comme l'augmentation de la position nette de participation de chaque actionnaire minoritaire (1, 2 et 3) divisée par le nombre total d'actions échangées durant ces dates.

Nous notons que ces pourcentages sont uniquement indicatifs car le nombre d'actions cotées doit être communiqué à la Société quelques temps avant que l'Assemblée générale des actionnaires n'ait lieu. Cependant, nous considérons ces nombres comme une approximation raisonnable.

Sur les trois périodes rapportées, le nombre d'actions PCB acquises par les trois actionnaires principaux a dépassé 60% du total des actions échangées, atteignant 84% pendant la période allant de mai 2013 à mai 2014. En 2016, sur les 103,720 actions échangées, il semble que 70,646 actions aient été acquises par les trois mêmes actionnaires.

Sur base de ce qui précède, il semblerait que récemment, le marché des actions PCB ait été principalement mené par trois actionnaires minoritaires augmentant leur position.

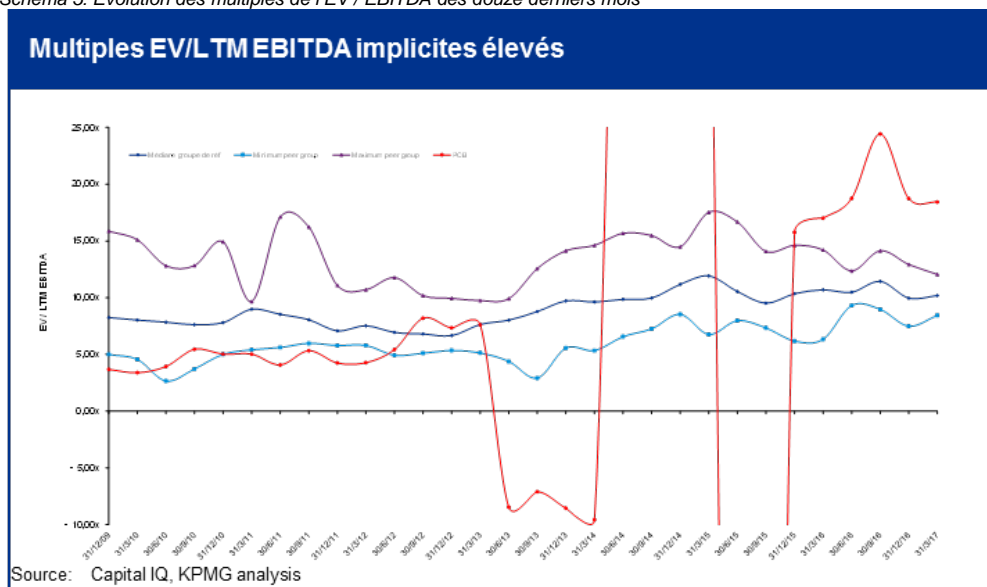
En fonction des informations limitées dont nous disposons, il semble que cela ait été fait à des prix ne paraissant pas avoir attiré une large fourchette d'investisseurs.

#### 6.3.3.4 Évolution des multiples de l'EV implicite / EBITDA des douze derniers mois

Le graphique ci-dessous montre l'évolution des multiples bas, élevés et médians de l'EV / EBITDA des douze derniers mois des sociétés du groupe de référence pour chaque trimestre depuis décembre 2009. Ces informations proviennent de la base de données de S&P Capital IQ. Nous avons exclu Salus comme valeur extrême, se situant au point le plus bas durant toute la période. En outre, nous avons également exclu le multiple implicite d'Oriola pour le 3e trimestre de l'année 2011 et d'Amerisource Bergen du 2e trimestre de l'année 2012 au 1er

trimestre de l'année 2013 comme valeurs extrêmes se situant au point le plus haut de la fourchette.

Schéma 5: Évolution des multiples de l'EV / EBITDA des douze derniers mois



Remarque: Le pourcentage de jours de non-négociation est estimé en fonction du nombre de jours pendant lesquels des négociations ont eu lieu et du nombre de jours ouvrables dans cette période  
Source: S&P Capital IQ; Analyse KPMG

Historiquement, le multiple d'EBITDA des douze derniers mois implicite de PCB s'échangeait légèrement au-dessus du seuil observé pour le groupe de référence. La perte de la part de marché et la diminution des ventes causée par l'incendie en novembre 2012, associées à l'impact des mesures d'austérité continues du gouvernement ont eu pour résultat une volatilité élevée des multiples pour PCB.

Depuis fin 2015, les multiples implicites des douze derniers mois se sont échangés (bien) au-dessus de la fourchette maximale observée pour les sociétés du groupe de référence. Cela pourrait être - entre autre - indicatif pour l'anticipation du marché des améliorations futures en matière de rentabilité (sur une base intrinsèque) et, depuis mai 2016, de synergies potentielles à partir d'une transaction avec Medibel.

### 6.3.3.5 Conclusion sur l'analyse du cours boursier

En fonction de l'analyse ci-dessus, nous ne considérons pas la capitalisation boursière de PCB comme représentative de sa valeur de marché intrinsèque, étant donné les éléments suivants:

- Faible liquidité des actions PCB et capitalisation flottante (très) limitée. Le cours boursier est ainsi déterminé en fonction d'échanges peu fréquents de petites parties d'actions.
- La majorité des actions négociées ont été acquises par trois actionnaires. Par conséquent, la demande d'actions et la détermination de prix ne semble pas avoir été menée par une large base d'investisseurs.

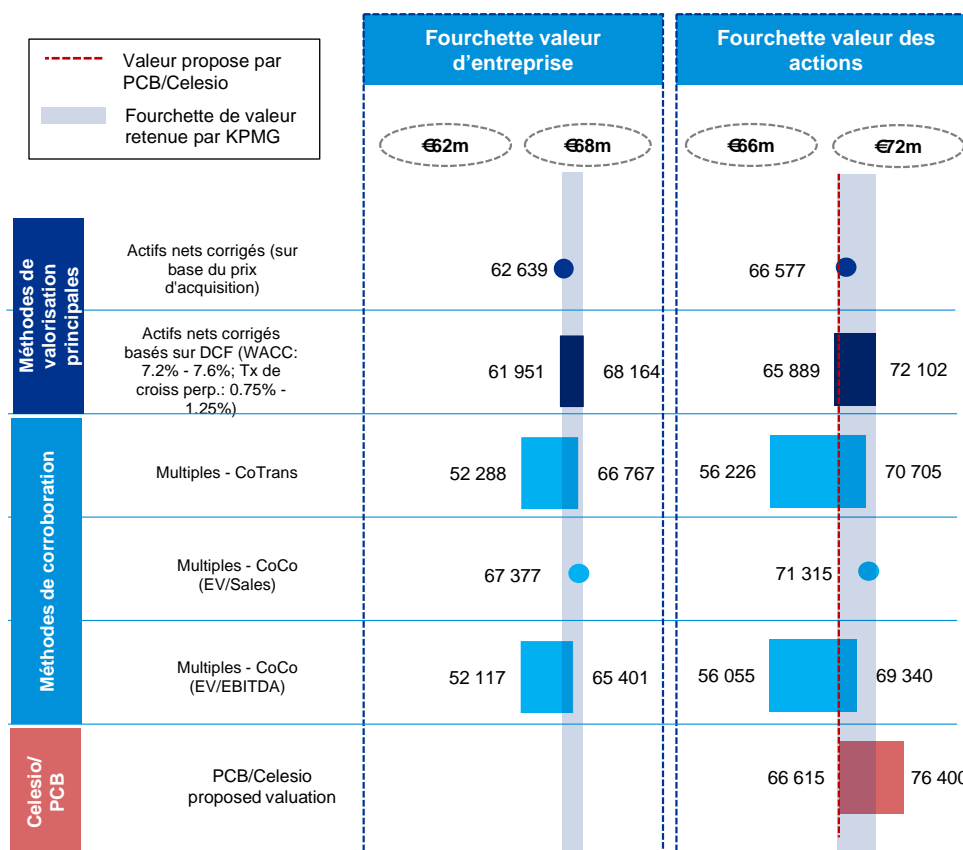


- Immédiatement après l'annonce d'une fusion potentielle avec Medibel, le cours boursier a augmenté de 10 %. De ce fait, il est possible que le cours boursier actuel reflète déjà l'attente de synergies potentielles futures.
- Les multiples implicites de l'EV / EBITDA des douze derniers mois se situent bien au-dessus du groupe de référence maximal depuis environ 18 mois maintenant.

### 6.3.4 Conclusion

Les résultats de notre analyse de valorisation de PCB sont résumés dans le schéma 6 ci-dessous. Nous avons adopté une approche DCF comme méthode de valorisation principale et avons corroboré le résultat de cette méthode en utilisant une approche des actifs nets corrigés ainsi qu'une analyse du VWAP.

Schéma 6: Vue d'ensemble des résultats de valorisation de PCB



- L'EV basée sur l'approche des actifs nets (corrigés) semble être en ligne avec l'estimation médiane basée sur notre approche DCF.
- Nous ne considérons par le cours boursier juste avant l'annonce de la transaction proposée ni l'analyse du VWAP couvrant les mois précédant la date de l'annonce comme des indicateurs entièrement fiables pour la valeur de marché de PCB, en raison principalement de la faible liquidité des actions PCB et à la capitalisation flottante très limitée, selon laquelle la majorité des actions échangées ont fini dans les mains d'un petit nombre (3) d'investisseurs. Néanmoins, le point le plus bas de la fourchette résultant de

l'analyse du cours boursier chevauche le point le plus haut de notre fourchette de valorisation DCF.

- De plus, immédiatement après l'annonce d'une fusion potentielle avec Medibel, le cours boursier a augmenté de 10 % et a depuis lors affiché une augmentation plus importante. Nous considérons que le cours boursier à la date actuelle pourrait déjà refléter la réalisation attendue de synergies potentielles futures et de ce fait, ne pas refléter la valeur de marché intrinsèque de PCB.

Sur cette base, nous considérons notre fourchette de valorisation DCF de €20.0m à €25.6m, avec un point médian de €22.6m (€4.04 par action) légèrement au-dessus de la valeur des actifs nets (corrigés), comme notre meilleure estimation pour la valeur de marché intrinsèque des actions de PCB.

La valeur des actions de PCB telle que proposée par Celesio et PCB (€24.1m ou €4.31 par action) se situe dans notre fourchette, plus précisément légèrement au-dessus de notre point médian.

## **7 Conclusion**

L'objectif de notre mission en tant qu'expert indépendant était d'assister les Administrateurs indépendants dans l'évaluation, d'un point de vue financier, de la valorisation relative présentée concernant l'Apport proposé.

À cette fin, nous avons cherché à comprendre les bases des valorisations de PCB et McKBH tel que proposé par PCB et Celesio, et avons réalisé notre propre analyse de valorisation en estimant une fourchette pour la valeur de marché des actions dans chaque société, sur une base intrinsèque. Les valorisations proposées par PCB et Celesio pour PCB et McKBH se situent dans nos fourchettes respectives, plus précisément la valeur proposée pour PCB se situe légèrement au-dessus de la valeur médiane de notre fourchette tandis que la valeur proposée pour McKBH se situe au point le plus bas de notre fourchette.

Dans le tableau ci-dessous, nous avons calculé la valorisation relative des deux sociétés, c'est-à-dire la valeur par action de McKBH divisée par la valeur par action de PCB. Nous avons également calculé le nombre de nouvelles actions PCB, qui serait émises dans le contexte de l'Apport proposé, considérant que toutes les 1,240,371 actions dans McKBH seront mise en Apport.

Nous avons calculé la fourchette de valorisation relative et le nombre résultant d'actions à émettre en combinant le point le plus bas de la fourchette de valorisation pour PCB avec le point le plus bas de la fourchette de valorisation pour McKBH et de façon similaire pour les points médians respectifs et les points les plus hauts des fourchettes de valorisation. Cela résulte en une fourchette se situant entre 15.75 millions et 18.45 millions d'actions à émettre. Le nombre d'actions proposées à émettre, basé sur les valorisations proposés par Celesio et PCB, est d'environ 15.46m. Cela se situe légèrement en-dessous du point le plus bas de cette fourchette calculée (1,9 % en-dessous). Nous notons q' en effectuant d'autres combinaisons, cela conduirait à un nombre légèrement différent d'actions à émettre et à une fourchette légèrement différente.

Schéma 8: Valorisation relative

<b>Valorisation relative et actions à émettre</b>				
	<b>PCB McKBH</b>	<b>Bas Bas</b>	<b>Moyen Moyen</b>	<b>Haut Haut</b>
<b>Pre transaction</b>				
PCB valeur des actions (100%) (€)		19 988 963	22 630 615	25 614 186
McKBH valeur des actions (100%) (€)		65 888 703	68 804 483	72 101 886
PCB - total des actions		5 596 520	5 596 520	5 596 520
Valeur de marché/action (€)		3,57	4,04	4,58
McKBH - total des actions		1 240 371	1 240 371	1 240 371
Valeur de marché/action (€)		53,12	55,47	58,13
Valorisation relative des actions (McKBH/PCB)		14,87	13,72	12,70
Nombre d'actions McKBH apportées		1 240 371	1 240 371	1 240 371
<b>Nombre d'actions PCB à émettre</b>		<b>18 447 552</b>	<b>17 015 254</b>	<b>15 753 757</b>

Compte tenu et sous réserve de ce qui précède, nous considérons que la valorisation relative est raisonnable, d'un point de vue financier, à la Société pour l'Apport proposé.

## **8 Annexes**

### **Annexe I – Sources d'informations:**

- Vue d'ensemble de valorisation de PCB et Medibel telle que proposée par PCB et Celesio, contenues dans le document « Projet Nestor – Mise à jour de la valorisation, en date du 28 juin 2017 »
- Statut financier historique de Medibel tel que préparé par Deloitte
- Informations sur les créances irrécouvrables de Medibel.
- Informations générales sur Alphar Partners
- Statut financier de clôture de Medibel tel que préparé par Deloitte
- Projet de rapport financier de due diligence sur Medibel préparé par Deloitte, le 6 novembre 2015
- Valorisation de Medibel telle que proposée par Celesio (document 170628\_Medibel\_base\_case\_PP67.0\_TV1%\_incl.remedies\_7.0%WACC.xlsx)
- Vue d'ensemble du prix d'acquisition payé pour l'acquisition de Medibel
- Projet de bilan comptable de PCB en date du 31 mars 2017
- Vue d'ensemble des dépenses de location de l'entreprise Flandria
- Vue d'ensemble de l'actionnariat de PCB tel que préparé par Linklaters
- Procès-verbal de la réunion du comité des administrateurs indépendants du 5 mars 2010
- Procès-verbal de PCB de la réunion du conseil d'administration tenue le 18 mars 2010
- Procès-verbal de PCB de la réunion du conseil d'administration tenue le 18 mars 2010
- Statut financier des P&L (pertes et profits) historiques de Laboratoria Flandria
- Informations générales sur Sofarex
- Fractionnement en considération de Sofarex
- Valorisation de PCB telle que proposée par Celesio (document 170623\_PCB\_1%TV\_7.0%WACC\_LTPFY18\_adjusted)
- Programme des paiements d'acquisition pour Flandria
- Ajustement du prix d'achat convenu pour Flandria
- Contrat de location de fonds de commerce daté du 31 mars 2010
- Rapport du comité d'administrateurs indépendants de PCB SA assisté d'un expert indépendant en date du 29 août 2012



- Avenant du contrat de location de fonds de commerce en date du 6 décembre 2013
  - Rapports annuels de PCB pour les années allant de 2014 à 2016
  - Comptes-rendus de l'Assemblée générale régulière du 21 septembre 2016
  - Comptes-rendus de l'Assemblée générale régulière après ajournement du 25 juin 2015
  - Comptes-rendus de l'Assemblée générale régulière du 21 mai 2015
  - Convention de cession d'actions pour l'acquisition de Flandria
  - Analyse de location de l'entreprise Flandria et estimation du prix d'achat de base de clients
  - Bilan comptable McKBH du 31 mai 2017 (USGAAP)
  - Description du bilan comptable McKBH
  - Programmes Medibel (méthode de calcul de la dette nette de clôture)
  - Convention d'achat d'actions Medibel en date du 15 décembre 2015
  - Structure d'acquisition Medibel
  - Projet d'apport à l'augmentation du capital et convention de souscription
  - Rapport de l'expert indépendant sur les opérations projetées par la société Pharma Belgium
  - Présentation intitulée «Rapprochement de Pharma Belgium, Sambria et Ostend Pharma »
  - Rapport annuel 2012 Ostend Pharma
  - Rapport annuel 2012 Sambria
  - Pronostic du marché IMS 2017-2021
  - Pronostic du marché IMS 2014-2018
- Informations manquantes:
- Bilan comptable consolidé de McKBH

## **Annexe II – Glossaire:**

— AG	Société anonyme
— AGM	Assemblée générale des actionnaires
— CAPM financiers)	Capital Asset Pricing Model (Modèle d'évaluation des actifs financiers)
— CoCo	Comparables boursiers
— CoTrans	Comparables transactionnels
— CVBA	Société anonyme coopérative à responsabilité limitée
— DCF	DCF
— EBIT	Bénéfice avant intérêts et impôts
— EBITDA	Bénéfice avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement
— EV	Valeur d'entreprise
— FCFF	Flux de trésorerie ( <i>cash flows</i> ) opérationnels libres
— FY	Année fiscale
— LTM	Douze derniers mois
— m	million
— McKBH	McKesson Belgium Holdings SPRL
— NTM	Douze prochains mois
— SA	Société anonyme
— SPRL	Société privée à responsabilité limitée
— US GAAP	Reporting financier aux États-Unis
— VWAP	Cours moyen pondéré du volume
— WACC	Coût moyen pondéré du capital



## Annexe III – Approche des multiples de marché

### Comparables boursiers

Nous avons identifié une série d'entreprises cotées en bourse aux activités comparables à celles de Medibel. Ces entreprises sont listées dans le tableau ci-dessous. Une description de leurs activités est fournie plus loin dans cette annexe.

Entreprises comparables - Données financières				
Nom de l'entreprise	Pays	Date du dernier rapport annuel	Capitalisation boursière (€m)	EV (€m)
AmerisourceBergen Corporation	Etats-Unis	30/09/2016	16,362	18,830
Australian Pharmaceutical Industries	Australie	31/08/2016	749	789
Cardinal Health, Inc.	Etats-Unis	30/06/2016	21,016	24,425
Celesio AG	Allemagne	31/03/2016	5,254	6,705
McKesson Corporation	Etats-Unis	31/03/2016	26,914	34,404
Medika d.d.	Croatie	31/12/2016	62	118
NEUCA SA	Pologne	31/12/2016	406	429
Oriola Oyj	Finlande	31/12/2016	706	807
Owens & Minor, Inc.	Etats-Unis	31/12/2016	1,943	2,291
Pelion S.A.	Pologne	31/12/2016	141	268
Profarma Distribuidora de Produtos Farmacêuticos	Brésil	31/12/2016	241	357
SALUS, Ljubljana, d. d.	Slovenie	31/12/2016	45	34
Sigma Healthcare Limited	Australie	31/01/2017	849	856

Source: S&P Capital IQ; Analyse KPMG; Données aux 30 April 2017

Lors de l'analyse de l'information des comparables boursiers, il faut noter que:

- Pour cause du manque d'entreprises cotées parfaitement comparables situées en Belgique, nous avons également considéré les entreprises cotées (mondialement) pour lesquelles l'activité de vente de gros de produits pharmaceutiques est importante.
- Malgré que les entreprises sélectionnées aient des similarités avec Medibel en ce qui concerne leurs opérations et marchés principaux, d'importantes différences sont à noter en termes de taille, d'opérations, diversification de produits, croissance.
- Les multiples boursiers d'entreprises cotées reflètent les attentes d'un investisseur en portefeuilles et n'incluent donc pas de prime de contrôle.

Le tableau ci-dessous apporte une vue d'ensemble des multiples EV/EBITDA des comparables boursiers (LTM: les 12 derniers mois; NTM: les 12 prochains mois).

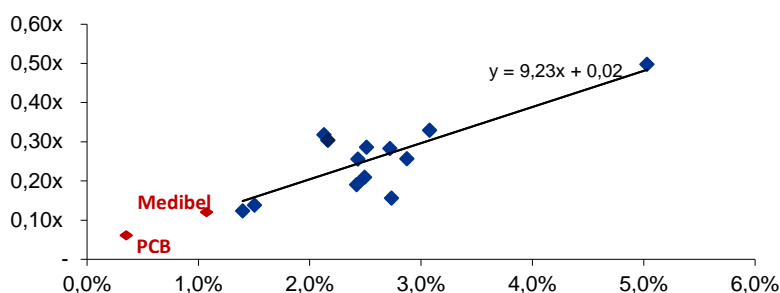
Entreprises comparables - Données financières					
Nom de l'entreprise	Pays	Multiple d'EBITDA	Multiple d'EBITDA	Marge d'EBITDA	Marge d'EBITDA
		LTM	NTM	LTM	NTM
AmerisourceBergen Corporation	États-Unis	9.2x	9.0x	1.5%	1.4%
Australian Pharmaceutical Industries	Australie	10.4x	9.2x	2.7%	3.0%
Cardinal Health, Inc.	États-Unis	8.4x	8.5x	2.5%	2.3%
Celesio AG	Allemagne	14.9x	n/a	2.1%	n/a
McKesson Corporation	États-Unis	7.9x	9.2x	2.4%	2.0%
Medika d.d.	Croatie	10.7x	n/a	3.1%	n/a
NEUCA SA	Pologne	10.5x	10.8x	2.4%	2.2%
Oriola Oyj	Finlande	9.9x	8.8x	5.0%	5.4%
Owens & Minor, Inc.	États-Unis	8.9x	9.9x	2.9%	2.6%
Pelion S.A.	Pologne	8.8x	7.1x	1.4%	1.7%
Profarma Distribuidora de Produtos Farmacêuticos	Brésil	14.0x	8.1x	2.2%	3.5%
SALUS, Ljubljana, d. d.	Slovenie	5.7x	n/a	2.7%	n/a
Sigma Healthcare Limited	Australie	11.4x	10.6x	2.5%	2.6%
Point le plus bas		5.7x	7.1x	1.4%	1.4%
Point le plus haut		14.9x	10.8x	5.0%	5.4%
Moyenne		10.1x	9.1x	2.6%	2.7%
Médiane		9.9x	9.1x	2.5%	2.5%

Source: S&P Capital IQ

En outre de l'analyse des multiples EV/EBITDA, nous avons aussi effectué une analyse de régression sur le groupe d'entreprises comparable en étudiant le rapport entre leurs marges d'EBITDA et leurs multiples de ventes. Le coefficient de détermination ( $R^2$ ) est de 0.7.

En appliquant notre équation de régression à la marge d'EBITDA de FY17 de Medibel, qui est de 1.1%, nous obtenons un multiple de ventes de 0.12x. En appliquant ce multiple implicite aux ventes de Medibel de FY17, nous obtenons une EV ajustée de €67.4m.

#### Multiples de ventes vs. Marge d'EBITDA



Source: S&P Capital IQ; Analyse KPMG



Groupe de référence - Description des activités		
Entreprise	Pays	Description des activités
AmerisourceBergen Corporation	Etats-Unis	AmerisourceBergen Corporation procure et distribue des produits pharmaceutiques aux États-Unis et à l'étranger. Son département de distribution pharmaceutique distribue des produits pharmaceutiques de marque et génériques, des produits médicaux en vente libre, etc.
Australian Pharmaceutical Industries Limited	Australie	Australian Pharmaceutical Industries Limited se spécialise principalement dans la distribution en gros de produits pharmaceutiques, médicaux, de santé, de beauté et de style de vie dans les pharmacies. Il opère dans deux segments, en Australie et en Nouvelle-Zélande.
Cardinal Health, Inc.	Etats-Unis	Cardinal Health, Inc. est une société de services et de produits de santé à travers le monde. Le département pharmaceutique de la société distribue des produits pharmaceutiques de marque et génériques, des médicaments en vente libre, des spécialités pharmaceutiques et des produits de consommation aux détaillants, aux hôpitaux et aux autres fournisseurs de soins de santé.
Celesio AG	Allemagne	Celesio AG fournit de la logistique et des services aux secteurs pharmaceutique et médicaux dans le monde entier. La société opère à travers deux divisions, Consumer Solutions et Pharmacy Solutions. La division Consumer Solutions exploite environ 1 913 pharmacies de détail et environ 4 500 participants dans ses projets de partenariat de marque. La division Solutions de pharmacie s'engage dans la vente en gros de produits pharmaceutiques.
McKesson Corporation	Etats-Unis	McKesson Corporation fournit des produits pharmaceutiques et médicaux aux États-Unis et à l'étranger.
NEUCA SA	Pologne	NEUCA SA s'engage dans la distribution en gros de produits pharmaceutiques dans les pharmacies et les hôpitaux en Pologne. Il fonctionne à travers les secteurs de la vente en gros de produits pharmaceutiques, des marques professionnelles, des services de marketing, des services informatiques et des soins ambulatoires.
Oriola Oyj	Finlande	Oriola Oyj opère dans la distribution pharmaceutique et les marchés de détail en Suède, en Finlande, en Estonie, en Lettonie et en Lituanie. La société commercialise des produits de santé et de bien-être, des produits de gré à gré et négociés, des vitamines, des compléments alimentaires, etc.
Owens & Minor, Inc.	Etats-Unis	Owens & Minor, Inc., ainsi que ses filiales, opère comme une société de services de santé aux États-Unis, au Royaume-Uni, en Irlande, en France, en Allemagne et dans d'autres pays européens. La société opère dans trois segments: Domestique, International et Solutions Cliniques et Procédures. Il offre une assistance en matière de chaîne d'approvisionnement aux fournisseurs de services de santé; et les fabricants de produits, fournitures et appareils médicaux.
Profarma Distribuidora de Produtos Farmacêuticos S.A.	Brésil	Profarma Distribuidora de Produtos Farmacêuticos S.A., ainsi que ses filiales, s'engage dans la distribution et la vente au détail de produits pharmaceutiques et hospitaliers au Brésil.
SALUS, Ljubljana, d. d.	Slovénie	SALUS, Ljubljana, d. d. s'engage dans le commerce de gros de produits pharmaceutiques, médicaux et connexes en Slovénie.
Sigma Healthcare Limited	Australie	Sigma Healthcare Limited, avec ses filiales, s'engage dans le commerce de gros et la distribution de produits pharmaceutiques dans les hôpitaux et les pharmacies de détail en Australie et en Nouvelle-Zélande.
Sopharma Trading AD	Bulgarie	Sopharma Trading AD fournit des produits pharmaceutiques en Bulgarie. La société est basée à Sofia, en Bulgarie. Sopharma Trading AD est une filiale de Sopharma AD.

Source: S&P Capital IQ

**Comparables transactionnels**

En outre de l'analyse des comparables boursiers, nous avons identifié une série de transactions impliquant des entreprises similaires, et ce pour la période de Septembre 2012 à Novembre 2016. Un tableau résumant l'analyse se trouve ci-dessous. Pour cause du manque de transactions parfaitement comparables en Belgique, nous avons considéré un univers de transactions mondial au sein du secteur de la distribution de produits pharmaceutiques.

Comparables transactionnels									
Date d'annonce	Entreprise cible	Entreprise offrente	Seller Company	Valeur de transaction (€m)		Chiffre d'affaire (€m)	Multiple de chiffre d'affaire	Multiple d'EBITDA	Multiple d'EBIT
21/11/2016	ABC Pharmacia LTD	Georgia Healthcare Group Plc	Enrico Beridze and Mikheil Abramidze	19	34	67	0.49x	7.70x	9.75x
18/08/2014	Alloga UK Limited (50% Stake)	Walgreens Boots Alliance, Inc.	UDG Healthcare Plc	82	164	60	2.62x	9.44x	10.59x
18/09/2015	MASTA Limited; United Drug Supply Chain Services; Temperature Controlled Pharmaceuticals Ltd	McKesson Corporation	UDG Healthcare Plc	408	408	1,363	0.30x	13.58x	na
23/10/2014	Imres B.V. (70% Stake)	Imperial Holdings Limited		46	46	60	1.10x	9.61x	9.83x
23/01/2014	Celesio AG (75.93% Stake)	McKesson Corporation	Franz Haniel & Cie GmbH; Elliott Management Corporation	4,989	6,138	21,408	0.29x	11.52x	15.08x
24/10/2013	Celesio AG	McKesson Corporation	Franz Haniel & Cie GmbH	5,598	5,598	22,270	0.25x	10.31x	15.13x
08/08/2013	ACP Pharma S.A	Penta Investments Limited; Neuca SA	Mediq NV	103	103	386	0.27x	na	na
24/09/2012	Mediq NV	Advent International Corporation		1,077	1,077	2,658	0.41x	7.23x	9.70x
27/04/2011	PBG Group BV	Mediq NV	Mentha Capital B.V.	40	40	61	0.66x	na	na
<b>Moyenne</b>							<b>0.71x</b>	<b>9.91x</b>	<b>11.68x</b>
<b>Médiane</b>							<b>0.41x</b>	<b>9.61x</b>	<b>10.21x</b>

Source: Mergermarket

Les multiples d'EBITDA CoTrans se situent entre 8.6x et 10.9x (quartiles de 25% et de 75%). Les multiples implicites de Medibel tombent dans cette fourchette de multiples.

CoTrans - EV de Medibel basée sur le multiple d'EBITDA			
	LTM	LTM	LTM
	Quartile de 25%	Médiane	Quartile de 75%
EBITDA	6,182	6,182	6,182
Multiple d'EBITDA	8.6x	9.6x	10.9x
EV	52,982	59,435	67,461
EV ajustée	52,288	58,740	66,767

Source: S&amp;P Capital IQ; Mergermarket; Analys KPMG



**Comité des Administrateurs Indépendants**

*Rapport de l'expert indépendant*

9 Août 2017

©2017 KPMG Advisory, une société civile belge coopérative à responsabilité limitée et cabinet membre du réseau KPMG des cabinets membres indépendants affiliés à KPMG International Cooperative (« KPMG International »), une entité suisse. Tous droits réservés.

Le nom et le logo de KPMG sont des marques ou des marques déposées de KPMG International.