



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, vertegenwoordigd door zijn
permanente vertegenwoordiger Jean-Marie
Limpens
Lumeur SCS, vertegenwoordigd door zijn
permanente vertegenwoordiger Luc
Meurrens
Delvero SPRL, vertegenwoordigd door zijn
permanente vertegenwoordiger Véronique
Delens

Ref. JDN/SG/SM

Comité van Onafhankelijke Bestuurders
PCB SA
Ronde Robert Schuman 6, bus 5
1040 Brussel

9 augustus 2017

Geacht comité van onafhankelijke bestuurders,

Rapport van de onafhankelijke expert

Overeenkomstig onze opdrachtbrief van 8 augustus 2016 vindt u hierbij het rapport, door ons als onafhankelijk expert opgesteld, ter ondersteuning van het comité van onafhankelijke bestuurders van PCB SA in het kader van een vrijwillige toepassing van een procedure die grotendeels werd gebaseerd op artikel 524 van het Belgische Wetboek van Vennootschappen. De procedure heeft betrekking op de voorgestelde inbreng in natura door OCP S.A.S. van McKesson Belgium Holdings SPRL in PCB SA (de "Voorgestelde Transactie").

Dit rapport zet de conclusies uiteen van KPMG Deal Advisory, een divisie van KPMG Advisory burgerlijke CVBA, met betrekking tot onze evaluatie, vanuit financieel oogpunt, van de waardering die door PCB SA en Celesio AG is voorgesteld met betrekking tot de Voorgestelde Transactie. We begrijpen dat dit rapport aan het rapport van het comité van onafhankelijke bestuurders zal worden toegevoegd. Voor meer informatie over de draagwijdte van onze diensten en onze beperkingen verwijzen we naar de hoofdstukken 1 en 2 van ons rapport.

Aarzel niet om contact met ons op te nemen wanneer u de inhoud van dit rapport wil bespreken of wanneer we u verder van dienst kunnen zijn.

Hoogachtend

[CONCEPT]

KPMG Deal Advisory

Rapport van de onafhankelijke expert in het kader van een vrijwillige toepassing van een procedure die grotendeels werd gebaseerd op artikel 524 van het Belgische Wetboek van Vennootschappen met betrekking tot de voorgestelde inbreng in natura van McKesson Belgium Holdings SPRL in PCB SA

1 Inleiding

Op 15 december 2015 sloot Celesio Holdings Deutschland GmbH & Co. KGaA een koopovereenkomst van aandelen met de Franse Cooperatieve Welcoop met de bedoeling om alle aandelen in Belmedis SA, Alphar Partners SA, Cophana SA, Espafarmed SLU en een meerderheidsbelang van 54.26% in Sofiadis CVBA te verwerven. Tegelijkertijd verwierf Celesio Holdings Deutschland GmbH & Co. KGaA de Europese activiteiten van Sofarex BVBA door middel van een afzonderlijke overeenkomst tot overdracht van bedrijfstak (samen 'Medibel').

Voor de overname van Medibel werd door Celesio Holdings Deutschland GmbH & Co. KGaA een nieuwe vennootschap opgericht, zijnde McKesson Belgium Holdings SPRL (hierna 'McKBH'), een Belgische besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid. Na het finaliseren van de transactie werden op één na alle aandelen in McKBH aan OCP SAS overgedragen. Het resterende aandeel werd aan Admenta Deutschland GmbH overgedragen.

Na uitvoering van de opschortende voorwaarden, met inbegrip van de goedkeuring van de mededingingsautoriteiten, werd op 2 mei 2017 de overname afgerond.

KPMG Deal Advisory, een divisie van KPMG Advisory Burgerlijke CVBA (hierna 'KPMG Deal Advisory' of 'KMPG' of 'wij/ons'), werd door het comité van onafhankelijke bestuurders van PCB SA, bestaande uit Jetma SPRL vertegenwoordigd door de permanent vertegenwoordiger Jean-Marie Limpens, Lumeur SCS, vertegenwoordigd door de permanent vertegenwoordiger Luc Meurrens en Delvero SPRL, vertegenwoordigd door de permanent vertegenwoordiger Véronique Delens als onafhankelijke bestuurders (hierna 'de Onafhankelijke Bestuurders') van PCB SA ('PCB' of 'de Onderneming') gevraagd om ondersteuning te bieden in het kader van de inbreng in natura door OCP SAS, de meerderheidsaandeelhouder van de Onderneming, van McKBH¹ in de Onderneming (hierna 'de Voorgestelde Transactie').

Hoewel de raad van bestuur van de Onderneming daartoe niet wettelijk is verplicht, besloot deze om vrijwillig een procedure op te starten die grotendeels

¹ We begrijpen dat McKesson Belgium Holdings voorafgaand aan de inbreng in natura Alphar Partners zal afstoten aan een andere entiteit van de Celesio Group. We merken op dat de inkomsten uit de opbrengst van Alphar Partners in McKesson Belgium Holdings zullen blijven en deel zullen uitmaken van de inbreng.

gebaseerd is op de procedure die wordt beschreven in artikel 524 van het Belgische Wetboek van Vennootschappen. De raad van bestuur vroeg derhalve een comité van drie onafhankelijke bestuurders om de Voorgestelde Transactie te beoordelen overeenkomstig principes in lijn met de vereisten van artikel 524 van het Wetboek van Vennootschappen.

De Onafhankelijke Bestuurders stelden KPMG Deal Advisory aan als onafhankelijke expert om hen te helpen bij hun beoordeling van de Voorgestelde Transactie – meer specifiek om hen te ondersteunen bij de evaluatie, vanuit financieel oogpunt, van de waardering die door de Onderneming en Celesio in het kader van de Voorgestelde Transactie werd voorgesteld.

KPMG Deal Advisory heeft derhalve dit rapport (hierna 'het Rapport') opgesteld. Dit Rapport vormt slechts een samenvatting van een uitgebreide ondersteunende analyse die wij hebben uitgevoerd om tot onze conclusies te komen. Het Rapport bevat de volgende elementen:

- Een beschrijving van de draagwijdte van onze diensten en de uitgevoerde taken;
- Een verklaring van onafhankelijkheid;
- Een analyse van de door de Onderneming en de inbrengende aandeelhouder uitgevoerde en voorgestelde waardering;
- Een waarderingsanalyse voor de Onderneming en McKBH, met inbegrip van een overzicht van de toegepaste waarderingsmethodieken;
- Een beschrijving van de belangrijkste feitelijke informatie die werd gebruikt en van de toegepaste veronderstellingen;
- Een lijst met informatiebronnen;
- Onze conclusies.

In Bijlage II is een verklarende woordenlijst toegevoegd.

2 Draagwijdte, beperkingen en onafhankelijkheid

Draagwijdte en beperkingen

De rol van KPMG Deal Advisory bestond uit het ondersteunen van de Onafhankelijke Bestuurders bij de financiële beoordeling van de relatieve waardering die door de Onderneming voor de Voorgestelde Transactie werd voorgesteld. Deze relatieve waardering vormt de basis voor het vaststellen van het aantal nieuw uit te geven aandelen in PCB en de uitgifteprijs per nieuw aandeel.

Het Rapport bevat een samenvatting van de conclusies van onze analyse die tussen 8 augustus 2016 en 4 juli 2017 werd uitgevoerd. Deze analyse, die te goeder trouw is uitgevoerd op basis van gangbare marktpraktijken, is uitsluitend opgesteld voor gebruik door de Onafhankelijke Bestuurders.

Onze analyse is gebaseerd op informatie die tot 4 juli 2017 aan ons beschikbaar is gesteld. We zullen ons rapport niet automatisch bijwerken voor enige gebeurtenissen of omstandigheden die zich na deze datum voordoen.

Onze opinie over de 'stand-alone' marktwaarde van PCB en Medibel is gebaseerd op heersende markt-, economische en andere omstandigheden op 30 april 2017. Omstandigheden kunnen op relatief korte tijd veranderen. Alle veranderingen in deze omstandigheden op latere datum kunnen een positieve of negatieve impact hebben op de waarde. Daarnaast zijn de prognoses en projecties die aan ons zijn verstrekt gebaseerd op assumpties met betrekking tot gebeurtenissen en omstandigheden die zich nog niet hebben voorgedaan. Wij spreken ons in dit Rapport niet uit over de vraag of enige prognoses of projecties die in dit rapport zijn opgenomen zullen worden gerealiseerd, of de veronderstellingen en gegevens die de grondslag vormen voor de toekomstige financiële informatie nauwkeurig, volledig of redelijk zijn. We bieden geen garanties voor de realisatie van deze prognoses of projecties.

We hebben ons rapport opgesteld op basis van informatie die door het management van Celesio AG en van PCB aan ons is verstrekt. We hebben vertrouwd op de waarheid, nauwkeurigheid en volledigheid van informatie die aan ons is verstrekt of die aan ons beschikbaar is gesteld in het kader van onze opdracht, zonder deze onafhankelijk te verifiëren. We aanvaarden geen verantwoordelijkheid voor deze informatie, die de verantwoordelijkheid blijft van het management. Bijlage I bevat details over onze belangrijkste informatiebronnen.

Wij hebben deze informatie niet onafhankelijk geverifieerd en kunnen dan ook niet verantwoordelijk worden gehouden voor fouten of onvolkomenheden die daaruit voortvloeien.

We merken op dat we geen directe interactie hebben gehad met het management van Medibel en dat de informatie met betrekking tot Medibel hoofdzakelijk is gebaseerd op de conceptversie van het due diligence-rapport van Deloitte van dd. 6 november 2015, alsook op recentere financiële informatie die door het management van PCB en van Celesio werd verstrekt. We begrijpen evenwel dat voor onze vragen die niet door het management van PCB of van Celesio konden worden beantwoord, men voor het antwoord hierop de financieel directeur van de Medibel entiteiten heeft geconsulteerd.

Het management van Celesio en PCB is verantwoordelijk geweest dat de informatie die door henzelf of hun vertegenwoordigers werd verstrekt, nauwkeurig en volledig was, een eerlijk beeld schetste en een betrouwbare basis voor ons rapport vormde. Niettegenstaande het voorgaande ontbrak ten tijde van het opstellen van dit rapport bepaalde informatie, inclusief maar niet beperkt tot de geconsolideerde financiële gegevens van McKBH (zie secties 6.2.1 en 6.2.2 in dit verband).

KPMG Deal Advisory heeft geen specialistisch advies verstrekt, ingewonnen of nagekeken, met inbegrip van, maar niet beperkt tot, juridisch, boekhoudkundig, fiscaal, actuariael en milieu-gerelateerd advies of advies in verband met informatietechnologie.

De diensten die op grond van onze opdrachtbrief zijn geleverd, zijn niet uitgevoerd overeenkomstig enige audit-, review- of 'assurance' standaarden. Enige verwijzingen naar 'audit' en 'review' in dit Rapport zijn dus niet bedoeld om aan te geven dat de diensten zijn geleverd overeenkomstig zulke standaarden. Onze werkzaamheden zullen bijgevolg niet noodzakelijk alle

belangrijke kwesties ten aanzien van PCB of Medibel of eventuele fouten en onregelmatigheden in de onderliggende informatie aan het licht brengen.

Dit Rapport dient niet te worden beschouwd als zijnde geschikt voor gebruik door enige andere partijen of personen dan de Onafhankelijke Bestuurders. Het is uitsluitend bedoeld voor de Onafhankelijke Bestuurders in connectie met hun beoordeling van de Voorgestelde Transactie op basis van principes die grotendeels gebaseerd zijn aan de vereisten van artikel 524 van het Belgische Wetboek van Vennootschappen. Het dient dus niet door iemand anders dan door hen te worden gebruikt, voor welk doeleinde ook.

Een andere partij dan de Onafhankelijke Bestuurders mag zich alleen op ons Rapport beroepen na ondertekening van een formele 'reliance letter' met KPMG Deal Advisory. Als u geen formele 'reliance letter' hebt ondertekend met KPMG Deal Advisory, geldt dat KPMG Deal Advisory:

- geen enkele verplichting heeft jegens u (hetzij contractueel of op basis van aansprakelijkheid, op grond van wetgeving of anderszins) ten aanzien van of in relatie tot het Rapport of enig deel daarvan;
- geen enkele aansprakelijkheid heeft jegens u voor enig verlies of enige schade die u lijdt, noch voor kosten die u of enige andere persoon maakt als gevolg van of in relatie tot de verstrekking van het Rapport of van enig deel daarvan aan u, tenzij het verlies of de schade is veroorzaakt door bijvoorbeeld, maar niet beperkt tot, nalatigheid.

Als u geen formele reliance letter hebt ondertekend met KPMG Deal Advisory en u op dit Rapport of op enig deel daarvan wilt beroepen, doet u dat geheel op eigen risico.

We wijzen erop dat dit Rapport origineel in het Engels werd opgesteld. Bij enige verschillen tussen deze vertaling enerzijds en de originele Engelstalige versie anderzijds, heeft de Engelstalige versie de bovenhand.

Onafhankelijkheid

KPMG Deal Advisory heeft in de context van deze opdracht geheel onafhankelijk van PCB en van McKBH gehandeld. In het bijzonder geldt dat ten tijde van de datum van dit Rapport:

- door KPMG Deal Advisory, KPMG Advisory of een ander lid van het KPMG-netwerk geen auditmandaat wordt uitgeoefend of gedurende de afgelopen twee jaar is uitgeoefend voor PCB, McKBH of Celesio AG;
- noch KPMG Deal Advisory noch KPMG Advisory of een ander lid van het KPMG-netwerk door PCB, McKBH of Celesio AG bezoldigd wordt in de context van de Voorgestelde Transactie, behalve dan voor de opdracht die in dit Rapport is beschreven;
- noch KPMG Deal Advisory noch KPMG Advisory of een ander lid van het KPMG-netwerk een geldelijk belang in (het succes van) de Voorgestelde Transactie heeft, anders dan de bezoldiging van KPMG Deal Advisory in de context van het Rapport. Er wordt geen *success fee* betaald die afhangt van de uitvoering van de Voorgestelde Transactie;

- noch KPMG Deal Advisory noch KPMG Advisory of een ander lid van het KPMG-netwerk wordt door PCB, McKBH of Celesio vergoed in de context van de overname van Medibel door McKBH;
- KPMG Deal Advisory in de laatste twee jaar voorafgaand aan de datum van ons Rapport geen opdrachten voor PCB of voor Celesio AG heeft uitgevoerd. KPMG Advisory burgerlijke CVBA heeft in de laatste twee jaar voorafgaand aan de datum van ons Rapport een beperkt aantal kleinschalige adviesopdrachten, zoals met betrekking tot een interne audit, management consulting of IT advies, voor Celesio AG of voor PCB uitgevoerd. Geen van deze dient echter als significant te worden beschouwd en van invloed op de onafhankelijkheid van KPMG Deal Advisory in de context van dit Rapport te worden beschouwd.

Uitgevoerde taken

We hebben in het kader van deze opdracht onder andere:

- ons begrip van de Voorgestelde Transactie bevestigt;
- de volgende historische bedrijfsgegevens en financiële informatie met betrekking tot de Onderneming en McKBH en hun dochterondernemingen doorgenomen:
 - geauditeerde geconsolideerde jaarrekeningen van PCB voor de boekjaren eindigend op 31 december 2015 en 31 maart 2016, alsook niet-geauditeerde geconsolideerde jaarrekeningen voor de boekjaren eindigend op 31 maart 2015 (vergelijkende jaarrekening na een verandering van het jaareinde) en 31 maart 2017 (conceptversie);
 - niet-geauditeerde, niet-geconsolideerde balans (US GAAP) voor McKBH dd. 31 mei 2017, met inbegrip van de geprojecteerde impact van de overdracht van de aandelen in Alphar Partners naar een andere entiteit van Celesio;
 - niet-geauditeerde *closing accounts* voor entiteiten van Medibel (met uitzondering van activa van Sofarex) opgesteld dd. 30 april 2017;
 - geaggregeerde balans voor de jaren die eindigend op 31 december 2015 en 31 december 2016 voor entiteiten van Medibel (met uitzondering van Sofarex). We merken op dat de geaggregeerde balans niet is geauditeerd, maar we begrijpen dat de statutaire jaarrekeningen tot 31 december 2015 voor alle onderliggende entiteiten zijn geauditeerd;
 - conceptversie van financieel due diligence-rapport op Medibel, zoals door Deloitte opgesteld dd. 6 november 2015;
- de overeenkomst tot aankoop van alle aandelen in Belmedis SA, Alphar Partners SA, Cophana SA, Espafarmed SLU en van een belang van 54.26% in Sofiadis CVBA doorgenomen inclusief de overeengekomen koopprijs;

- de financiële bepalingen doorgenomen zoals deze zijn vastgelegd in het concept van de Inbreng- en Onderschrijvingsovereenkomst van 16 juni 2017;
- getracht de huidige marktomstandigheden en het concurrentielandschap in de sector voor groothandel in farmaceutische producten te begrijpen;
- de DCF-waarderingen van de Onderneming en Celesio van de Onderneming en van Medibel, alsook andere verstrekte informatie (zie Bijlage I voor een overzicht) nagekeken;
- gesprekken gevoerd met leden van het senior-management van PCB en van Celesio met betrekking tot de verschillende vennootschappen en financiële informatie (historisch en prospectief) van de Onderneming en van Medibel teneinde de veronderstellingen die in het business plan zijn opgenomen te beoordelen, evenals de basis voor de waardering in het algemeen (met inbegrip van, maar niet beperkt tot, de geselecteerde methode, aangenomen assumpties en daaruit voortvloeiende voorgestelde waarden). Verder merken we op dat we vertrouwd hebben op de bevestiging door het management dat enige transacties met gelieerde entiteiten in het business plan zijn opgenomen aan marktconforme voorwaarden;
- historische prijzen en handelsvolumes voor de aandelen in de Onderneming geanalyseerd;
- multiples geanalyseerd van vergelijkbare beursgenoteerde bedrijven (“Comparable Companies” of “CoCos”) en van M&A transacties waarbij bedrijven overgenomen werden die in hoofdlijnen vergelijkbaar waren (“Comparable Transactions” of “CoTrans”);
- onze eigen analyse uitgevoerd met betrekking tot de stand-alone waarde van PCB en van MckBH door gepaste waarderingmethoden te selecteren, de geselecteerde methoden toe te passen en de verschillende waarderingresultaten in beschouwing te nemen;
- andere financiële analyses uitgevoerd die we gepast vonden;
- een conclusie getrokken met betrekking tot de redelijkheid van de relatieve waardering die wordt voorgesteld om te worden toegepast in het kader van de Voorgestelde Transactie, door deze voorgestelde relatieve waardering te vergelijken met onze resulterende waarderingsscales en de relatieve waarderingen.

Onze bevindingen zijn in de volgende hoofdstukken samengevat.

3 Ons begrip van de perimeter van de Voorgestelde Transactie

PCB is een Belgische beursgenoteerde onderneming met hoofdkantoor in Brussel. De onderneming is actief als farmaceutische groothandel die klanten in de detailhandel (apotheken) in België bedient via Pharma Belgium SA, haar operationele dochteronderneming.

Voorgesteld wordt om alle aandelen (1,240,371) in MckBH in te brengen in PCB. MckBH is een holding die speciaal werd opgezet voor de overname van Medibel. MckBH heeft ten tijde van dit Rapport geen zelfstandige activiteiten en

is bijna geheel gefinancierd met eigen vermogen (d.w.z. bijna geen vreemd vermogen).

We begrijpen dat, voorafgaand aan de inbreng in natura, McKBH Alphas Partners zal afstoten aan een andere entiteit van de Celesio-groep. We merken op dat de opbrengsten van de verkoop van Alphas Partners bij McKBH zullen blijven en deel zullen uitmaken van de Voorgestelde Transactie. Op de datum van de Voorgestelde Transactie zal McKBH de volgende dochterondernemingen hebben:

- Belmedis (100%): groothandel in farmaceutische producten voor apotheken, laboratoria en ziekenhuizen in België. Belmedis is na Febelco de grootste groothandel in België. Belmedis bezit 6 magazijnen waarvan er 5 volledig zijn geautomatiseerd. Ook heeft het een financieel belang in 1 apotheek;
- Sofiadis (54.26%): een inkoopcoöperatie van Belgische apothekers (ca. 430 zelfstandige apothekers die samen een aandeel van 45.74% hebben). Sofiadis koopt de producten voor diens leden in en verkoopt ze met een marge van 5.0% aan Medibel. Medibel zorgt vervolgens voor de levering en logistieke diensten. Sofiadis koopt af en toe in bij Belmedis;
- Cophana (100%): een logistiek bedrijf (in de keten gepositioneerd vóór de groothandel) die diensten aanbiedt op het gebied van opslag, orderbereiding, leveringen aan apothekers en distributeurs. Cophana levert ook diensten in verband met de facturatie en schuldingen voor laboratoria, en huurt een magazijn met temperatuurcontrole en een oppervlak van 6,000m²;
- Espafarmed (100%): Spaanse agent die Spaanse producten inkoopt;
- Sofarmex (100%): een entiteit die is opgericht met het specifieke doel om geselecteerde activa van Sofarex te verwerven met betrekking tot activiteiten van Sofarex in de Europese Economische Ruimte (hoofdzakelijk export van Spaanse producten naar de EU).

OCP SAS, McKBH en PCB maken deel uit van een groep van bedrijven die door Celesio AG worden gecontroleerd en uiteindelijk onder controle van het Amerikaanse bedrijf McKesson Corporation staan.

4 Basis voor de waardering en algemeen aanvaarde waarderingmethoden

4.1.1 Basis van waardering

Onze analyse, en naar we begrijpen ook de analyse door PCB en Celesio, is opgesteld op basis van de 'marktwaarde' en resulteert in een waarde voor een aandelenbelang van 100% in PCB en een aandelenbelang van 100% in McKesson Belgium Holdings op 30 april 2017. De algemeen aanvaarde definitie van 'marktwaarde' is de waarde zoals gehanteerd tussen een hypothetische, bereidwillige verkoper en een hypothetische, bereidwillige, voorzichtige koper in een open markt waarin toegang is tot alle relevante informatie.

Marktwaarde sluit de premie over en boven marktwaarde uit die een specifieke koper, die met de overname synergetische of andere voordelen kan behalen, bereid is te betalen. Daarom hebben we de waarde op zelfstandige ('stand-

alone') basis bekeken en geen rekening gehouden met potentiële synergiën die mogelijk kunnen worden gerealiseerd door een fusie tussen de twee bedrijven.

4.1.2 Waarderingsmethoden voor mature bedrijven

Tijdens het waarderen van mature bedrijven wordt de 'marktwaarde' doorgaans afgeleid door een of meerdere van de volgende waarderingsmethoden toe te passen:

- Een inkomstenbenadering, over het algemeen een methode van 'verdisconteerde kasstromen' (Discounted Cash Flow of "DCF").

Bij een DCF-methode worden inschattingen van toekomstige kasstromen verdisconteerd naar de waarderingsdatum, waardoor de netto actuele waarde wordt berekend van de kasstromen die worden gegenereerd door de onderneming. Vervolgens wordt een terminale waarde aan het einde van de expliciete prognoseperiode vastgesteld, waarna ook deze waarde tot de waarderingsdatum wordt verdisconteerd om een algehele waarde voor de onderneming af te leiden.

Het percentage waartegen de toekomstige kasstromen worden verdisconteerd (de discontovoet), dient niet alleen rekening te houden met de tijdswaarde van geld, maar ook met het risico dat gepaard gaat met de toekomstige activiteiten van de Onderneming. Dit betekent dat de kwaliteit van de onderliggende kasstroomprognoses fundamenteel is om een betrouwbaar waarderingscijfer op basis van DCF te verkrijgen. De meest toegepaste discontovoet is de gewogen gemiddelde kapitaalkost ('WACC'). Deze weerspiegelt een optimale en geen daadwerkelijke financieringsstructuur en wordt op vrije operationele kasstromen toegepast. De resulterende netto contante waarde is een waarde voor de bedrijfsactiviteiten ('ondernemingswaarde', 'Enterprise Value' of 'EV', zie 4.1.3);

- Een marktbenadering, meestal een multiple benadering.

De multiple methode is gebaseerd op de verhouding tussen enerzijds de waarde en anderzijds elementen van de resultatenrekening (meestal EBITDA, EBIT, nettowinst en omzet) en/of het eigen vermogen, en wordt uitgedrukt in multiples. Deze multiples kunnen worden berekend op basis van een groep vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen (CoCos) en/of op basis van vergelijkbare transacties (CoTrans).

De multiple methode maakt een indirecte inschatting van de waarde van de onderneming. In tegenstelling tot de DCF methode maakt de multiple methode geen onderscheid tussen de verschillende waardedrijvers zoals omzetgroei, brutomarge, investeringen in werkkapitaal en vaste activa. Toepassing van een multiple op omzet, EBITDA en EBIT leidt tot een ondernemingswaarde (EV), toepassing op nettowinst of eigen vermogen leidt rechtstreeks tot een aandelenwaarde.

Als het te waarderen bedrijf beursgenoteerd is, kan een tweede soort marktbenadering worden toegepast. In dat geval dient ook te worden gekeken naar de vraag of de aandelenprijs een redelijke proxy is voor de

marktwaarde. Dit gebeurt over het algemeen via een analyse van de volume-gewogen gemiddelde prijs (Volume Weighted Average Price of "VWAP");

- Een kostenbenadering, over het algemeen is dit de berekening van het (gecorrigeerde) netto-actief. Bij deze benadering is de totale aandelenwaarde gebaseerd op de som van de marktwaardes van de individuele activa en passiva plus een eventuele premie om de waarde van immateriële activa die niet op de balans staan te weerspiegelen.

Deze methode wordt vooral gebruikt voor ondernemingen waarbij het rendement en bijgevolg de waarde afhankelijk is van de onderliggende activa (bijvoorbeeld holdingmaatschappij of bedrijven met onroerend goed) of voor ondernemingen waarvan het rendementsniveau van de activa laag is.

4.1.3 Ondernemingswaarde of aandelenwaarde

Afhankelijk van de geselecteerde waarderingmethode en de behandeling van de bestaande schuldpositie van de onderneming, resulteert de waardering in een ondernemingswaarde of aandeelhouderswaarde.

Een ondernemingswaarde (Enterprise Value of 'EV') weerspiegelt de waarde van de gehele onderneming (met onder andere het vast actief, werkkapitaal en goodwill/immateriële activa), die toebehoort aan de verstrekkers van zowel schulden als kapitaal.

Een aandelenwaarde weerspiegelt de waarde die toekomt aan de kapitaalverschaffers (aandeelhouders).

Om de ondernemingswaarde te kunnen vergelijken met de aandeelhouderswaarde, dient de netto financiële schuld te worden afgetrokken van de ondernemingswaarde. De netto financiële schuld is gelijk aan de marktwaarde van rentedragende schulden en de marktwaarde van eventuele andere geldelijke verplichtingen (bijvoorbeeld provisies) min de overtollige liquide middelen plus de waarde van het belang van derden.

5 Waardering die door PCB en Celesio is voorgesteld

5.1 Geselecteerde waarderingmethoden

5.1.1 McKBH

PCB en Celesio hebben de methode van het (gecorrigeerde) netto-actief toegepast om de aandelenwaarde van McKBH vast te stellen. De waarde van Medibel is opgenomen op basis van twee methodes:

- Gebaseerd op de prijs betaald in de recente overname;
- Aan de hand van een DCF-benadering.

Als cross-check voor de waarde van de activiteiten (ondernemingswaarde, EV) van McKBH, werd door PCB en Celesio ook de marktmethodes toegepast op basis van CoCos en CoTrans.

5.1.2 PCB

Voor het vaststellen van de aandelenwaarde van PCB, selecteerden PCB en Celesio de DCF-methode als primaire waarderingmethode.

Daarnaast zijn de volgende methoden toegepast als cross-check:

- Gecorrigeerde netto-actiefbenadering;
- Analyse op basis van aandelenprijs.

We begrijpen dat de multiple methode (CoTrans/CoCos) niet weerhouden is vanwege de huidige lage winstgevendheid van PCB.

5.2 Toepassing van de geselecteerde waarderingmethoden

5.2.1 McKBH

5.2.1.1 Gecorrigeerd netto-actief (gebaseerd op koopprijs)

PCB en Celesio argumenteren dat de boekwaarde van de financiële activa (d.w.z. de aandelen in de verschillende Medibel-entiteiten) op de balans van McKBH een redelijke proxy van hun marktwaarde vormt omdat Medibel recent door Celesio werd overgenomen en de transactieprijs het resultaat was van onderhandelingen tussen twee onafhankelijke partijen.

Daarnaast wordt betoogd dat de marktwaarden van de andere activa op de balans van McKBH gelijk zijn aan hun boekwaarde. Deze activa bestaan hoofdzakelijk uit inbare vorderingen op de Medibel-entiteiten, die de bestaande vorderingen/schulden vervangen die voorafgaand aan de transactie ten opzichte van entiteiten binnen de groep Welcoop bestonden.

Daarnaast hebben PCB en Celesio verondersteld dat:

- Alphar Partners tegen boekwaarde aan een andere entiteit van Celesio zal worden verkocht (cash in ruil voor aandelen en een intern inbare vordering);
- voorafgaand aan de Voorgestelde Transactie een kapitaalverhoging zal worden doorgevoerd om de betaling van het laatste deel van de koopprijs te financieren, geschat op €6.4mln.

De boekwaarde van het gecorrigeerde netto-actief bedraagt €60.2mln op basis van de (niet-geauditeerde) balans op 31 mei 2017. Als hieraan de toekomstige kapitaalsverhoging van €6.4mln wordt toegevoegd, wordt, op basis van de methode van het gecorrigeerd netto-actief, de marktwaarde van het eigen vermogen van McKBH geschat op €66.6mln.

5.2.1.2 Gecorrigeerd netto-actief op basis van DCF-waardering van Medibel

Deze benadering is grotendeels dezelfde als in de vorige sectie, met het verschil dat de boekwaarde van de financiële activa (zijnde de aandelen aangehouden door McKBH in de entiteiten van Medibel) vervangen wordt door de waarde berekend op basis van een DCF.

De DCF-waardering is gebaseerd op de financiële projecties voor Belmedis, Cophana, Sofiadis en Espafarmed. We begrijpen dat de basis voor de belangrijkste veronderstellingen in dit business plan, dat de periode FY18 (31 maart 2018) tot en met FY32 beslaat, als volgt is:

- Het business plan is opgesteld op een stand-alone basis (er is dus geen rekening gehouden met mogelijke synergiën). In 2015 werd in het kader van de overname door Celesio een business plan voor Medibel opgesteld,

specifiek bedoeld ter ondersteuning van de prijsbepaling. Het plan werd in mei 2017 bijgewerkt op basis van de financiële gegevens voorafgaand aan de 'closing' op 30 april 2017 – die in lijn waren met de projecties die in het eerdere plan waren opgenomen;

- Het business plan is opgesteld op brutomargeniveau, gebaseerd op de financiële gegevens voor het jaar dat eindigde op 31 december 2016. Het management van Celesio verwacht dat de omzet van Medibel tussen FY19 en FY26 jaarlijks met 1.5% zal toenemen en in FY27 het langetermijngroeipercentage van 1.0% zal bereiken;
- De brutowinst als % van de omzet zal in de toekomst naar verwachting constant blijven op 5.9%. Dit percentage is in lijn met de historische prestaties. De EBITDA-marge van Medibel wordt verwacht om langzaam toe te nemen van 1.1% tot 1.3% in de periode FY18 tot FY25. Dit zal het resultaat zijn van omzetgroei en iets lagere operationele uitgaven (als % van de omzet). De andere operationele uitgaven, waarvoor management inschat dat die jaarlijks met 1.0% zullen toenemen, betreffen hoofdzakelijk personeelskosten;
- Het werkkapitaal bevat een éénmalige investering in werkkapitaal aan het begin van de projectieperiode. Dit is het gevolg van een tekort in werkkapitaal op de datum van de closing accounts. Het werkkapitaal wordt voor de volgende jaren geschat op 6.0% van de omzet;
- De jaarlijkse kapitaalsinvesteringen variëren tussen €0.5mln en €0.8mln;
- Voor de berekening van de terminale waarde (na FY32) is een perpetuele omzetgroei van 1.0%, een brutomarge van 5.9% en een EBITDA-marge van 1.3% toegepast.

De ondernemingswaarde van de bovengenoemde entiteiten is berekend door de vrije operationele kasstromen (Free Cash Flows to the Firm of 'FCFF') te verdisconteren tegen een gewogen gemiddelde kapitaalkost ('WACC') van 7.0%. De component 'kosten van eigen vermogen' van de WACC is geschat op basis van het algemeen aanvaarde Capital Asset Pricing Model ('CAPM'). Dit heeft geleid tot een DCF-basiswaarde van €71.8mln.

PCB en Celesio hebben tevens een sensitiviteitsanalyse uitgevoerd met een WACC die varieerde van 6.5% tot 7.5% bij een terminale groeivoet van 1%. Het resulterende interval bedraagt €66.1mln tot €78.6mln.

Om tot een aandelenwaarde voor Medibel te komen, hebben PCB en Celesio nog de volgende stappen genomen:

- De waarde toebehorend aan de minderheidsaandeelhouders van Sofiadis werd in mindering gebracht;
- De nettoschuld van Belmedis, Cophana, Sofiadis en Espafarmed werd in mindering gebracht;
- De boekwaarde van de investering in Janus SA werd bijgeteld omdat de kasstromen gerelateerd aan deze apotheek niet in het business plan zijn opgenomen;

— De aandelenwaarde van Sofarmex werd toegevoegd.

De boekwaarde van de aandelen in de entiteiten van Medibel is op de balans van MckBH vervolgens vervangen door de op basis van de DCF methode berekende marktwaarde van de aandelen, die in het basisscenario €49.3mln bedraagt. Dit leidt tot een gecorrigeerde netto-actiefwaarde van €76.4mln.

5.2.1.3 Cross-check aan de hand van multiples

PCB en Celesio hebben, in lijn met de algemene marktpraktijk, een cross-check uitgevoerd van de ondernemingswaarde die uit de DCF-methode voortvloeide. Op basis van de financiële informatie die voor een aantal vergelijkbare beursgenoteerde bedrijven en voor vergelijkbare transacties beschikbaar is, is een EV-range berekend op basis van EBITDA multiples. PCB en Celesio hebben geconcludeerd dat:

- de DCF-basiswaarde van €76.4mln binnen het interval van ondernemingswaarden op basis van de CoTrans valt, maar hoger ligt dan de hoogste waarde van het interval van ondernemingswaarden op basis van CoCos;
- de waarde op basis van de netto-actiefbenadering (betaalde prijs voor de overname) binnen beide intervallen (CoCos en CoTrans) valt.

5.2.2 PCB

5.2.2.1 DCF-waardering

De DCF-waardering van PCB, met als waarderingsdatum 30 april 2017, is gebaseerd op het business plan dat door het management van PCB werd opgesteld, samen met Celesio. De financiële gegevens voor het jaar dat eindigde op 31 maart 2017 zijn gebruikt als basis voor dit stand-alone plan, dat is gebaseerd op de belangrijke veronderstelling dat PCB in staat zal zijn om marktaandeel terug te winnen en om de winstgevendheid te herstellen tot niveaus die vergelijkbaar zijn met Medibel, waarna een soortgelijk groeipatroon wordt gevolgd.

We begrijpen dat de basis voor de belangrijkste veronderstellingen in het business plan van PCB, dat de periode FY18 (31 maart 2018) tot en met FY32 beslaat, als volgt is:

- De verwachte omzetgroei in FY18 wordt geschat op 3.7% waarna wordt aangenomen dat de jaarlijkse groei zal afnemen tot 1.0% in FY23. Het management gelooft dat deze groei, die past in het streven om marktaandeel terug te winnen dat na de brand in Evere in 2012 verloren was, haalbaar is;
- De brutomarge zal naar verwachting stabiel blijven rond 5.7%;
- Volgens de prognose zullen de personeelskosten in FY18 met 0.5% afnemen als gevolg van efficiëntieverbeteringen door de verhuizing naar het nieuwe magazijn in Epegem. Tussen FY19 en FY22 wordt een jaarlijkse stijging van 0.5% geschat (ten opzichte van verwachte inflatie van 1.5%). Het management is van mening dat er extra operationele efficiëntie kan worden bereikt door de frequentie van dagelijkse leveringen geleidelijk te verlagen

tot twee leveringen per dag (ten opzichte van de huidige drie leveringen). Een soortgelijke trend is zichtbaar in de markt;

- Het business plan bevat een jaarlijkse kost voor een operationele lease ten bedrage van €0.6mln. Deze houdt verband met het huren van het handelsfonds of 'fonds de commerce' van Laboratoria Flandria NV ("Flandria"), bestaande uit de klanten en merknaam van Flandria. De leaseovereenkomst, die op 1 april 2010 werd aangegaan, werd in 2013 aangepast. Toen werd overeengekomen dat de jaarlijkse leasekosten niet minder dan €0.6mln of meer dan €0.8mln zouden bedragen. Het te betalen bedrag zou jaarlijks worden geëvalueerd en herzien op basis van de evolutie van de EBIT van PCB, gegenereerd door de klanten van Flandria (met inbegrip van gerealiseerde synergiën). In het business plan wordt verondersteld dat PCB een jaarlijkse leasevergoeding van €0.6m aan Pharma Partners NV (eigenaar van Flandria) zal betalen. Er zijn geen stijgingen voorzien en er wordt verondersteld dat PCB in FY21 de merknaam en de klantenportefeuille van Laboratoria Flandria zal overnemen tegen een aankoopvergoeding van €4.2mln;
- De EBITDA marge wordt verwacht te stijgen van 0.5% in FY18 naar een langetermijn niveau van 1.2% in FY22. Deze toekomstige margeverbetering zou gedreven moeten worden door omzetgroei tussen FY18 en FY22 (terugwinnen van marktaandeel) en verwachte operationele efficiëntiewinsten;
- Het business plan voor PCB zoals opgesteld door PCB/Celesio gaat uit van een nettowerkkapitaalbehoefte van ongeveer 6.85% van de omzet. Dit percentage is in lijn met historische nettowerkkapitaalniveaus (6.86% voor FY17);
- De kapitaalsinvesteringen voor FY18 en FY19 behelzen extra investeringskosten voor de implementatie van een ERP-systeem. De geschatte kosten bedragen €1.2mln en €0.3mln voor respectievelijk FY18 en FY19. Daarnaast schat het management dat een jaarlijkse kapitaalsinvestering van €0.6mln een duurzaam niveau vormt voor PCB;
- Voor de terminale waarde (na FY32) is een jaarlijkse omzetgroei van 1.0%, een brutomarge van 5.7% en een EBITDA-marge van 1.2% toegepast.

De ondernemingswaarde van PCB is berekend door de FCFF te verdisconteren aan een WACC van 7.0%. De component 'kosten van eigen vermogen' van de WACC is geschat op basis van het CAPM. Dit heeft geleid tot een DCF-basiswaarde van €48.7mln.

PCB en Celesio hebben tevens een sensitiviteitsanalyse uitgevoerd met een WACC dat varieerde van 6.5% tot 7.5% bij een perpetuele groei van 1.0%. De resulterende waarderingsrange bedraagt €44.2mln tot €54.1mln.

Om tot een aandeelhouderswaarde voor PCB te komen, hebben PCB en Celesio de nettoschuld, die €24.6mln bedraagt, afgetrokken. Dit resulteert in een aandeelhouderswaarde voor PCB van €24.1mln ofwel €4.31 per aandeel.

5.2.2.2 Gecorrigeerd netto-actief

PCB en Celesio hebben ook overwogen dat de boekwaarde van het eigen vermogen een redelijke proxy voor de stand-alone marktwaarde van het aandeel vormt. De boekwaarde van het eigen vermogen van PCB bedraagt €21.9mln, ofwel €3.91 per aandeel. Deze is gebaseerd op de niet-geauditeerde conceptversie van de balans op 31 maart 2017.

5.2.2.3 Analyse van aandelenprijs

PCB en Celesio hebben ook de marktkapitalisatie van PCB bekeken. Deze is gelijk aan het aantal aandelen (5,596,520) maal de aandelenprijs. Door PCB en Celesio is het volgende waarderingsinterval gehanteerd:

- Ondergrens van €26.6mln, gebaseerd op de slotprijs op de dag voorafgaand aan de aankondiging van de transactie (d.w.z. 24 mei 2016);
- Bovengrens van €29.4mln, gebaseerd op de gemiddelde marktkapitalisatie van de Onderneming gedurende de 24 maanden voorafgaand aan 31 maart 2017.

5.3 Voorgestelde waarden en relatieve waardering

Celesio en PCB stellen voor om de volgende waarden voor 100% van de aandelen in MckBH en in PCB te weerhouden:

- MckBH: €66.6mln Dit is de waarde die voortkomt uit de netto-actiefbenadering, d.w.z. waarbij Medibel meegenomen is aan de prijs betaald voor de overname. Deze waarde is lager dan de ondergrens van het interval voor de aandelenwaarde van MckBH dat door PCB en Celesio is berekend op basis van de DCF-methode.
- PCB: €24.1mln (€4.31 per aandeel), gebaseerd op het basisscenario voor de DCF-waardering. De waardering op basis van de netto-actiefbenadering is niet weerhouden omdat deze over het algemeen wordt gezien als ondergrens voor de waarde van een onderneming, zonder rekening te houden met het toekomstige groeipotentieel ervan. Verder zijn de resultaten van de analyse van de aandelenprijs niet weerhouden omwille van de volgende redenen:
 - Het beperkte aantal publiek verhandelbare aandelen in PCB (“free float”) en de beperkte handel in het aandeel wijzen er sterk op dat de markt voor de aandelen van PCB illiquide is. De prijs wordt dus bepaald op basis van kleine volumes en sporadische transacties.
 - Bijkomend lijkt het er op dat de evolutie van de aandelenprijs niet gedreven is geweest door een brede basis van investeerders, aangezien drie aandeelhouders het grootste deel van de verhandelde aandelen hebben gekocht.

Op basis van een inbrengwaarde van €66.6mln voor MckBH en een marktwaarde per aandeel van €4.31 voor PCB, zouden circa 15.46mln nieuwe aandelen in PCB worden uitgegeven.

We hebben in het kader van onze evaluatie van de voorgestelde relatieve waardering onze eigen waarderingsanalyse van PCB en MckBH uitgevoerd. Deze wordt in het volgende hoofdstuk besproken.

6 Waarderingsanalyse door KPMG

6.1 Geselecteerde methoden

6.1.1 McKBH

Zoals hierboven werd vermeld, stelt Celesio voor om McKBH (met uitzondering van Alphar Partners) in te brengen in PCB. Omdat McKBH specifiek voor de overname van Medibel werd opgericht, geen op zichzelf staande activiteiten heeft en naast de aandelen in de verschillende entiteiten die onder Medibel vallen slechts een beperkt aantal elementen op de balans heeft, zit de volledige operationele waarde op dit ogenblik in Medibel. Daarom hebben we de aandelen van McKBH gewaardeerd als de som van de ondernemingswaarde van Medibel (waarde van activiteiten) min de pro forma geconsolideerde netto financiële schuldpositie.

Bij het bepalen van de geschikte waarderingmethode voor de waardering van Medibel, hebben we het volgende overwogen:

- Medibel is onlangs overgenomen door Celesio. De prijs betaald voor de aandelen (plus de activa van Sofarex) was het resultaat van onderhandelingen tussen twee onafhankelijke partijen. Deze transactie voldoet aan de definitie voor marktwaarde (cf. infra);
- Het management van Celesio heeft aangegeven dat de aankoopprijs geen rekening houdt met de waarde van eventuele potentiële synergiën die kunnen worden gerealiseerd middels een fusie met PCB;
- Tussen de bekendmaking van de overname op 15 december 2015 en het afronden van de transactie op 2 mei 2017 heeft Medibel in de lijn der verwachtingen gepresteerd, alsook in lijn met de assumpties die door Celesio werden gehanteerd tijdens de onderhandelingen over de te betalen prijs.

Op basis van het bovenstaande, beschouwen we de koopprijs als een geschikt referentiepunt. We zijn van mening dat het bovendien gepast is om een DCF-benadering toe te passen om zodoende te confirmeren dat de koopprijs een redelijke proxy is voor de stand-alone marktwaarde van Medibel.

Daarnaast hebben we een cross-check uitgevoerd door de impliciete multiples die uit deze twee primaire waarderingmethoden voortkomen te vergelijken met multiples op basis van CoCos en CoTrans.

De aandelenwaarde van McKBH wordt verkregen door de pro forma geconsolideerde netto financiële schuldpositie van de geschatte EV van Medibel af te trekken. We merken op dat, bij gebrek aan een geconsolideerde balans voor McKBH, de pro forma geconsolideerde netto financiële schuldpositie is gebaseerd op de (niet-geconsolideerde) balans van McKBH op 31 mei 2017 en de closing accounts (conceptversie) voor de entiteiten van Medibel op 30 april 2017.

6.1.2 PCB

Bij het bepalen van de geschikte waarderingmethode voor de waardering van PCB, hebben we het volgende mee in overweging genomen:

- PCB bevindt zich op dit moment in een situatie waarbij het, na een aantal jaren van lage (of zelfs negatieve) winstgevendheid, marktaandeel lijkt terug te winnen en tegelijkertijd de marges verbetert;
- Hoewel de huidige winstgevendheid (marges) nog steeds onder de niveaus uit het verleden ligt, verwacht het management dat deze in de komende jaren zal verbeteren.

We hebben op basis hiervan beschouwd dat een DCF-methode de meest gepaste methode is om PCB op een stand-alone basis te waarderen. Deze methode stelt ons namelijk in staat om rekening te houden met marktomstandigheden op de datum van waardering, het toekomstige potentieel om kasstromen te genereren, de verwachte toename van winstgevendheid, risico's en de waarde van geld na verloop van tijd.

We vinden de multiple methode niet geschikt omdat de inkomsten van PCB op dit moment lager zijn dan wat als een bereikbaar duurzaam niveau zou kunnen worden beschouwd.

Daarom hebben we als cross-check voor de DCF-methode en gezien de lagere winstgevendheid van PCB in recente jaren ook de netto-actiefbenadering geselecteerd.

Daarnaast hebben we, gezien het feit dat PCB een beursgenoteerd bedrijf is, gekeken naar de relevantie van de aandelenprijs van PCB in de context van deze waardering.

6.2 McKesson Belgium Holdings SPRL

6.2.1 Netto-actief op basis van overnameprijs

Onze eerste waarderingmethode voor McKBH is in essentie hetzelfde als de netto-actiefbenadering die door PCB en Celesio werd toegepast (zie 5.2.1.1). Bij het berekenen van de aandeelhouderswaarde op basis van de overnameprijs die voor de entiteiten van Medibel werd betaald, komen we op dezelfde waarde, €66.6mln.

We beschouwen deze methode als één van de primaire waarderingmethoden voor het schatten van de waarde van de aandelen in McKBH op basis van het feit dat de waarde voor Medibel is gebaseerd op een transactie tussen twee onafhankelijke partijen – waarbij kan worden verondersteld dat de transactie een weerspiegeling is van de marktwaarde.

We hebben de impliciete ondernemingswaarde (EV) voor Medibel (met uitzondering van Alphar Partners) berekend op circa €62.6mln, door van dit bedrag de pro-forma geconsolideerde nettoschuld (€4.0mln) en de pro forma geconsolideerde quasi cash en quasi schuld items (netto €0.1m) af te trekken. Op basis van een EBITDA van €6.2mln voor FY17, is de impliciete (historische) EBITDA multiple voor deze transactie dan circa 10.1x (EV/EBITDA).²

We merken op dat bij het opstellen van dit Rapport, de geconsolideerde jaarrekening van McKBH niet beschikbaar was. De waardering van McKBH is

² Afrondingen kunnen ervoor zorgen dat deze som niet exact klopt.

hierdoor gebaseerd op niet-geconsolideerde cijfers. Echter, op basis van gesprekken met management met inbegrip van discussies over de pro forma niet-geconsolideerde cijfers blijkt er geen indicatie te zijn dat het ontvangen van de (pro forma) geconsolideerde cijfers een materiele impact zou hebben op onze analyse.

6.2.2 DCF Methode

Onze DCF-waardering, met als waarderingsdatum 30 april 2017, is gebaseerd op het business plan dat van PCB en Celesio werd ontvangen. Zoals hierboven werd besproken, leidt het verdisconteren van de vrije operationele kasstromen van het business plan tegen een WACC tot een ondernemingswaarde voor de activiteiten van de bovengenoemde bedrijven.

Op basis van onze analyse van de informatie die we van Celesio ontvingen en ons professioneel oordeel, voerden we een aantal aanpassingen door aan deze kasstromen, gedreven door boekhoudkundige, fiscale en andere overwegingen.

Op basis van de informatie die van het management werd ontvangen, van ons inzicht in bedrijfsspecifieke factoren (zoals de relatieve grootte en onze inschatting van het risico in het business plan) en ons professionele oordeel hebben we een WACC van 7.4% toegepast, waarbij de kost van het eigen vermogen is gebaseerd op het CAPM.

De resulterende ondernemingswaarde (basisscenario) bedraagt €65.6mln, wat overeenkomt met de waarde van de activiteiten van Belmedis, Sofiadis, Cophana en Espafarmed en moet worden vergeleken met de waarde van €71.8mln voor het basisscenario, voortvloeiend uit de DCF-analyse door PCB en Celesio.

Met een WACC die varieert tussen 7.2% en 7.6% en een groeipercentage voor de terminale waarde dat varieert tussen 0.75% en 1.25% bevindt de aangepaste ondernemingswaarde³ voor Medibel zich tussen €62.0mln en €68.2mln. De pro forma geconsolideerde netto financiële schuld is positief en bedraagt circa €4.0mln (d.w.z. nettokaspositie). De boekwaarde voor McKBH zou op basis van onze DCF-analyse dan tussen €65.9mln en €72.1mln bedragen.

Sensitiviteitsanalyse - EV				Sensitiviteitsanalyse - Aandelenwaarde					
€000		WACC			€000		WACC		
		7,20%	7,40%	7,60%			7,20%	7,40%	7,60%
Perp.	0,75%	65 572	63 723	61 951	Perp.	0,75%	69 510	67 661	65 889
Groei-	1,00%	66 816	64 866	63 002	Groei-	1,00%	70 754	68 804	66 940
voet	1,25%	68 164	66 102	64 136	voet	1,25%	72 102	70 041	68 074

Wij verwijzen naar de laatste paragraaf in de vorige sectie (6.2.1) met betrekking tot de geconsolideerde cijfers.

³ Gecorrigeerd voor een minderheidsbelang in Sofiadis, de ondernemingswaarde van Sofarex en de boekwaarde van de aandelen in Janus (waarbij de twee laatstgenoemden dochterondernemingen zijn waarvan de kasstromen niet in de financiële projecties zijn inbegrepen).

6.2.3 Multiple methode

De multiple methode wordt over het algemeen toegepast op omzet, EBITDA, EBIT en nettowinst. We zijn van mening dat uit deze verschillende toepassingsmethoden, EBITDA over het algemeen het meest geschikt is, omdat EBITDA minder gevoelig is voor verschillen in financieringsstructuren, afschrijvingsbeleid en fiscale factoren.

Voor wat betreft de andere items:

- Omzet: een multiple op omzet (EV/omzet) vertoont vaak een positieve correlatie met de winstgevendheid van de onderneming (bijv. EBITDA-marge). Daarom hebben we voor de bedrijven in de groep van CoCos een regressieanalyse uitgevoerd waarbij een relatie werd gezocht tussen de EBITDA-marge en de multiple EV/omzet. De hieruit voortvloeiende regressieformule werd op de gegevens van Medibel toegepast. Zie hiervoor verder in deze sectie;
- EBIT: omdat het huidige niveau van afschrijvingen geen recurrent niveau lijkt te zijn, vinden we het niet gepast om een multiple toe te passen op de huidige EBIT van Medibel. In het business plan wordt een significante daling van de afschrijvingsbedragen voorzien in de komende jaren – van €2.5mln in FY17 tot €1.7mln in FY22 en verder richting €0.6mln in het laatste jaar;
- Nettowinst: van alle bovengenoemde maatregelen wordt deze het meest beïnvloed door verschillende financieringsstructuren, beleidsregels voor afwaardering, fiscale behandelingen en uitzonderlijke items.

Op basis van bovenstaande analyse vormt EBITDA voor ons de meest aangewezen basis voor een cross-check, aan de hand van een multiple, van de via de primaire methoden bekomen waarden.

Op basis van een analyse van EV/EBITDA-multiples van vergelijkbare bedrijven (EBITDA over de voorgaande twaalf maanden (last twelve months of LTM) en de volgende twaalf maanden (next twelve months of NTM)) varieert de aangepaste EV van Medibel van €52.1mln (8.5 x NTM EBITDA) tot €65.4mln (10.7 x LTM EBITDA).

CoCos - Ondernemingswaarde Medibel op basis van EBITDA multiple						
	LTM	LTM	LTM	NTM	NTM	NTM
	25% kwartiel	Mediaan	75% kwartiel	25% kwartiel	Mediaan	75% kwartiel
EBITDA	6 182	6 182	6 182	6 188	6 188	6 188
Multiple	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
Gecorrigeerde EV	53 922	60 451	65 401	52 117	55 400	59 487

Bron: Capital IQ; KPMG analyse

Na aftrek van de netto financiële schuld resulteert dit in een aandelenwaarde van MckBH tussen €56.1mln en €69.3mln.

Naast de analyse van vergelijkbare bedrijven (CoCos) hebben we ook een aantal transacties van vergelijkbare bedrijven (CoTrans) in de periode tussen september 2012 tot november 2016 bekeken. Op basis van deze CoTrans analyse zou de gecorrigeerde EV (zie hierboven) van Medibel tussen €52.3mln tot €66.8mln liggen (8.6 tot 10.9 x LTM EBITDA). Na aftrek van de netto

financiële schuld resulteert dit in een aandelenwaarde van McKBH tussen €56.2mln tot €70.7mln.

CoTrans - Ondernemingswaarde Medibel obv EBITDA multiple			
	LTM	LTM	LTM
	25% kwartiel	Mediaan	75% kwartiel
EBITDA	6,182	6,182	6,182
Multiple	8.6x	9.6x	10.9x
EV	52,982	59,435	67,461
Gecorrigeerde EV	52,288	58,740	66,767

Bron: S&P Capital IQ; Mergemarket; KPMG analyse

Daarnaast hebben we, zoals hoger aangegeven, ook een regressieanalyse uitgevoerd van de EV/omzet multiple van elk bedrijf in de peer groep ten opzichte van zijn EBITDA-marge⁴. De verklarende factor (R^2) is 0.7. Toepassing van de regressieformule op de EBITDA-marge van Medibel voor FY17, die 1.1% bedraagt, leidt tot een impliciete EV/omzet van 0.12x. Toepassing van deze multiple op de omzet van Medibel voor FY17 resulteert in een gecorrigeerde EV van €67.4mln en een aandelenwaarde van €71.3mln.

Meer details met betrekking tot deze multiple methode zijn toegevoegd in Bijlage III.

6.2.4 Conclusie inzake McKBH

In Afbeelding 1 hieronder worden de resultaten van onze waarderinganalyse voor McKBH samengevat. We hebben twee primaire waarderingmethoden toegepast en de resultaten van deze methoden gecontroleerd aan de hand van de multiple methode (vanuit drie verschillende invalshoeken).

De gecorrigeerde ondernemingswaarde (EV):

- is inclusief de waarde van de aandelen in bedrijven waarvoor de kasstromen niet in het business plan van Medibel zijn opgenomen – te weten Sofarmex en Janus;
- is na aftrek van de aandelenwaarde die toebehoort aan de minderheidsaandeelhouders in Sofiadis.

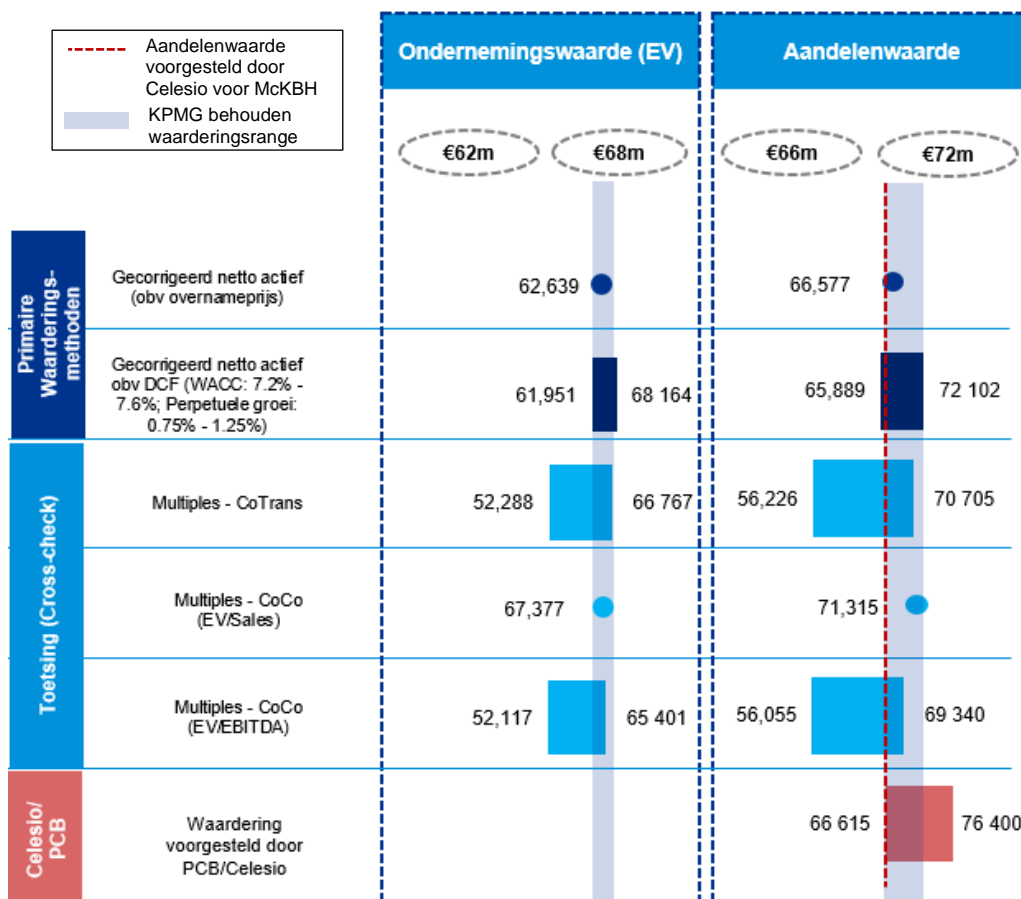
De gecorrigeerde EV op basis van de prijs die betaald is geweest voor Medibel is in lijn met de resultaten van onze DCF-waardering in het basisscenario.

We hebben tevens een cross-check uitgevoerd met behulp van verschillende multiple benaderingen. De waardering die resulteert uit de toepassing van de primaire methoden, valt binnen de range die is gebaseerd op EV/EBITDA- of EV/omzet multiples, zij het eerder aan de bovenzijde van de op multiples gebaseerde intervallen. We merken op dat een multiple analyse inherent minder nauwkeurig is dan de twee primaire benaderingen. De boekwaarde van McKBH wordt geschat op basis van een pro forma geconsolideerde nettokaspositie van

⁴ EV/Omzet multiples vertonen vaak een positieve correlatie met de winstgevendheid van de onderneming (bijv. EBITDA-marge). Het is vaak niet gepast om een omzet multiple toe te passen zonder de onderliggende winstgevendheid te verifiëren. De regressieanalyse is bedoeld om de EV/Omzet multiple te schatten als een (lineaire) functie van de winstgevendheid.

€4.0mln en een netto pro forma geconsolideerde quasi schuld van €0.1mln. Op basis van onze analyse vinden we een waarde tussen €66.0mln tot €72.0mln voor de aandelen in MckBH redelijk.

Afbeelding 2: Overzicht van waarderingsresultaten voor MckBH



De aandelenwaarde van MckBH zoals door PCB en Celesio voorgesteld, bevindt zich aan de onderzijde van deze range.

6.3 PCB

6.3.1 DCF methode

Onze DCF-waardering, met als waarderingsdatum 30 april 2017, is gebaseerd op het business plan dat van PCB en Celesio werd ontvangen.

Op basis van besprekingen met het management van PCB en een analyse van de informatie die we van PCB en Celesio ontvingen, voerden we een aantal aanpassingen in deze kasstromen door op basis van boekhoudkundige, fiscale en andere overwegingen. De impact van deze aanpassingen is miniem.

Op basis van de informatie die we van het management hebben ontvangen, van ons inzicht in bedrijfsspecifieke factoren (zoals omvang en onze inschatting van het risico van het business plan) en ons professionele oordeel, beschouwen we een WACC van 7.4% ook als redelijk voor PCB. Het verdisconteren van de cash

flows aan deze WACC resulteert in een ondernemingswaarde van €47.3mln in het basisscenario voor de DCF.

Met een WACC die varieert tussen 7.2% en 7.6% en een groeipercentage in perpetuïteit dat varieert tussen 0.75% en 1.25% bevindt de ondernemingswaarde van PCB zich tussen €44.7mln en €50.3mln. De aandelenwaarde bevindt zich, rekening houdend met een netto financiële schuldpositie van €24.7mln, tussen €20.0mln en €25.6mln.

Sensitiviteitsanalyse - EV				Sensitiviteitsanalyse - EV/EBITDA '17					
€000	WACC	WACC			WACC	WACC			
		7,20%	7,40%			7,60%	7,20%	7,40%	7,60%
Perp.	0,75%	48 054	46 335	44 690	Perp.	0,75%	27,8x	26,8x	25,9x
Groei-voet	1,00%	49 139	47 332	45 606	Groei-voet	1,00%	28,5x	27,4x	26,4x
	1,25%	50 315	48 409	46 593		1,25%	29,2x	28,1x	27,0x

Sensitiviteitsanalyse - Aandelenwaarde				Sensitiviteitsanalyse - Waarde per aandeel					
€000	WACC	WACC		€	WACC	WACC			
		7,20%	7,40%			7,60%	7,20%	7,40%	7,60%
Perp.	0,75%	23 353	21 634	19 989	Perp.	0,75%	4,17	3,87	3,57
Groei-voet	1,00%	24 438	22 631	20 904	Groei-voet	1,00%	4,37	4,04	3,74
	1,25%	25 614	23 708	21 892		1,25%	4,58	4,24	3,91

Op basis van het aantal uitstaande aandelen van PCB (5,596,520), impliceert dit een marktwaarde per aandeel van €3.57 tot €4.58.

6.3.2 Gecorrigeerd netto-actief

We hebben de netto-actief-benadering (in *going concern*) gehanteerd als cross-check voor de waardering die op basis van de DCF-methode is berekend. De aandelenwaarde wordt bij een netto-actief-benadering berekend als de som (netto) van de marktwaarden van alle activa en passiva.

We begrijpen van het management dat er geen grote waarde-correcties dienen te worden toegepast voor items op de balans van PCB. De boekwaarde van het eigen vermogen van €21.9mln op dd. 31 maart 2017 kan daarom worden beschouwd als een indicatie van de marktwaarde van PCB, zij het dat deze indicatie zich waarschijnlijk aan de onderzijde van een waardering bevindt.

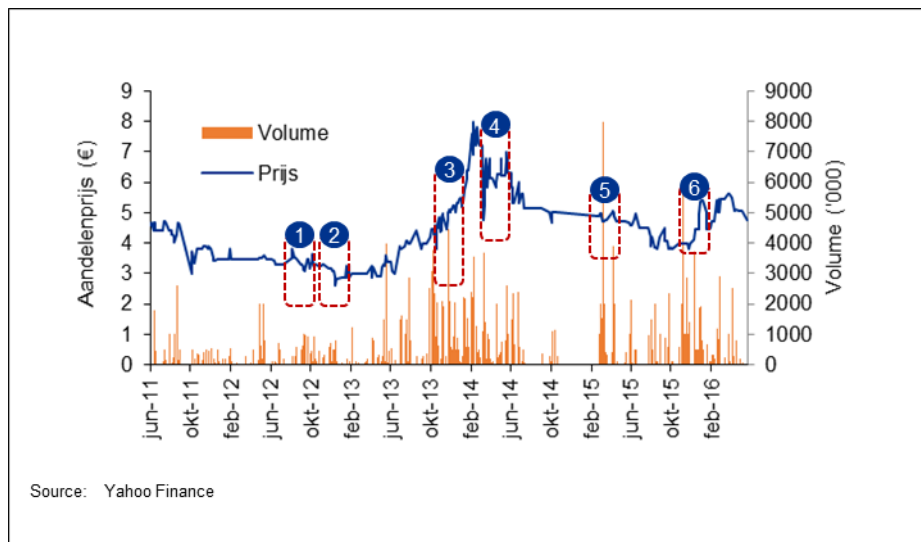
6.3.3 Analyse van aandelenprijs

6.3.3.1 Evolutie van aandelenprijs van PCB

De aandelen PCB worden sinds het begin van de jaren negentig verhandeld op Euronext Brussel. Vanwege de lage liquiditeit worden aandelen in PCB verhandeld op grond van een dubbele fixing. Daarbij wordt een of twee keer per dag een prijs gegenereerd (als de verzamelde orders het mogelijk maken om een prijs te bepalen).

De onderstaande grafiek toont de ontwikkeling van de aandelenprijs van PCB (en de verhandelde volumes) in de 5 jaren voorafgaand aan de bekendmakingsdatum van de Voorgestelde Transactie, zijnde 25 mei 2016.

Afbeelding 3: Ontwikkeling van aandelenprijs van PCB (juni 2011-juni 2016)



De volgende data en evoluties worden in bovenstaande grafiek aangeduid:

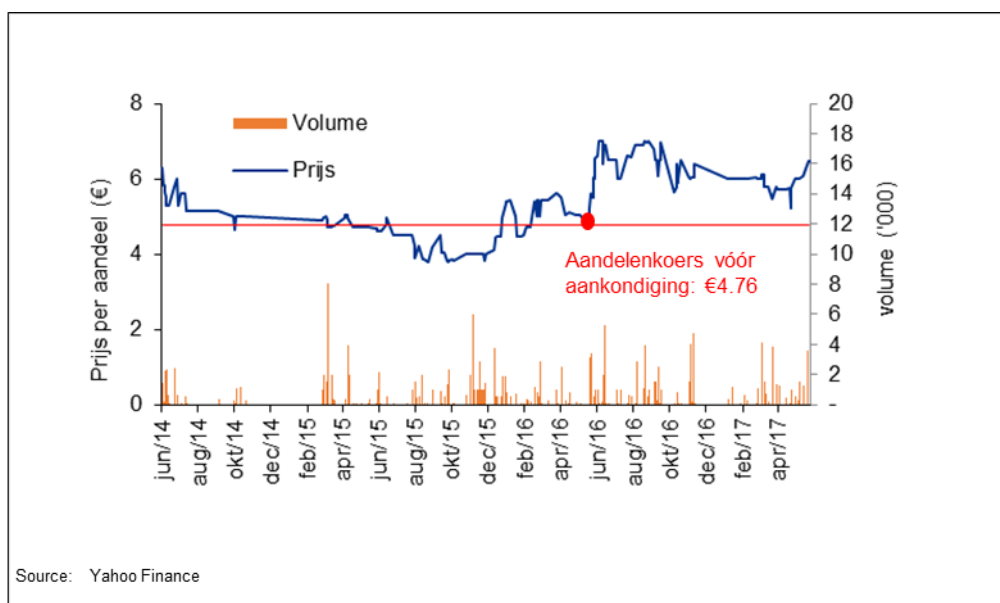
1. 29 augustus 2012: de raad van bestuur van Pharma Belgium keurt de overname van Sambria en Ostend Pharma goed. Pharma Belgium was in september 2002 een overeenkomst voor een lease van het handelsfonds of “fonds de commerce” met beide entiteiten aangegaan. De overname van Sambria en Ostende Pharma maakt een einde aan deze leaseovereenkomst.
2. 31 december 2012: het management van Pharma Belgium stelt de geschatte omzet voor 2012 naar beneden bij na de brand die op 30 november 2012 in het magazijn in Evere had plaatsgevonden. Daarnaast werd op 12 december een huurovereenkomst gesloten voor een tijdelijk vervangend magazijn in Zaventem.
3. Tussen begin 2013 en februari 2014 neemt de aandelenprijs van PCB toe van circa €3.0 tot €8.0. Met name in oktober en november 2013 is er sprake van hogere volumes. Er lijkt op het eerste gezicht geen directe verklaring voor deze toename. In dit opzicht zou de aankondiging van McKesson Corporation op 24 oktober 2013 van diens intentie om een meerderheidsbelang in Celesio AG te willen nemen meegespeeld kunnen hebben.
4. 27 februari 2014: PCB brengt een (voorlopige) verklaring uit waarin de relatief slechte prestaties in 2013 ten opzichte van 2012 (een omzetzdaling van 6.0%) worden bekendgemaakt. Deze zijn vooral veroorzaakt door sterke concurrentie en de brand in het magazijn in Evere. De prijs van het PCB-aandeel daalt met 6.3%.
5. 17 maart 2015: PCB maakt de voorlopige resultaten voor 2014 bekend. De daling van de omzet (met 3.95%) en brutowinst (met 6.54%) ten opzichte van 2013 is vooral het gevolg van besparingsmaatregelen van de overheid en verlies van marktaandeel als gevolg van de brand in het magazijn in

Evere. PCB besluit om vanwege deze resultaten geen dividend voor 2014 uit te keren.

6. 15 december 2015: er wordt een overeenkomst bereikt voor de overname van Belmedis (Medibel) door Celesio.

De volgende grafiek bevat meer details over de evolutie van de aandelenprijs in de voorbije twee jaar (laatste prijsdatum: 9 juni 2017).

Afbeelding 4: Evolutie van aandelenprijs PCB (juni 2014-juni 2017)



Zoals hierboven werd aangegeven, werd het magazijn van PCB in Evere in november 2012 door een brand getroffen. Dat leidde tot een aanzienlijk verlies van marktaandeel en tot hogere kosten. De daling in omzet en winstgevendheid die daaruit voortvloeide, alsook de besparingsmaatregelen van de overheid, leidden ertoe dat de Onderneming geen dividend over FY14 kon uitkeren.

Op 25 mei 2016, de dag van de aankondiging door Celesio dat het bekeek of een combinatie van Belmedis en PCB mogelijk was, steeg de aandelenprijs van PCB met ongeveer 10%. In de weken daarop bleef de prijs stijgen. De handelsvolumes bleven echter relatief laag.

De aandelenprijs van PCB is tussen de aankondiging van de potentiële inbreng in natura en 4 juli 2017 met 40.3% gestegen. De marktkapitalisatie van PCB bedraagt tegen een huidige aandelenprijs van €6.68 ongeveer €37.4mln. We beschouwen dat deze prijs mogelijks een deel van de waarde weerspiegelt die naar verwachting zal worden gegenereerd door de voorgestelde combinatie van PCB en Medibel – en dus mogelijks geen redelijke indicator van een stand-alone marktwaarde van PCB vormt.

6.3.3.2 VWAP en liquiditeit van aandelen PCB

De onderstaande tabel bevat een overzicht van de volgende zaken:

- VWAP-analyse voor de periode tot 12 maanden voorafgaand aan de bekendmaking van de mogelijke inbreng in natura;

- Cumulatief volume van aandelen PCB in een bepaalde periode;
- Aantal dagen waarop een of meerdere transacties in het aandeel PCB plaatsvonden.

Aandeel PCB - VWAP analyse tot 24 mei 2016									
Periode	Hoogste prijs (€)	Laagste prijs (€)	VWAP (€)	Cumulative waarde (€)	Cumulatief volume ('000)	% uitstaande aandelen	# dagen waarop PCB verhandeld werd	% tov aantal handelsdagen	
1 dag	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 maand	4,76	5,04	4,82	6,17	1,28	0,02%	3	14%	
3 maanden	4,76	5,60	5,21	59,70	11,46	0,20%	17	27%	
6 maanden	3,81	5,60	4,80	146,79	30,60	0,55%	42	32%	
12 maanden	3,80	5,60	4,37	288,14	66,01	1,18%	84	32%	

NB: Het percentage van dagen waarop geen handel plaatsvond, is geschat op basis van het aantal dagen waarop handel plaatsvond en het aantal wekdagen in deze periode.

Bron: S&P Capital IQ

De aandelenprijs van PCB bedroeg €4.76 op 24 mei 2016. Volgens de informatie die via S&P Capital IQ beschikbaar is, werden er op die dag 1,000 aandelen verhandeld.

De VWAP voor de periode van 1 maand voorafgaand aan de bekendmakingsdatum bedraagt €4.82. De VWAP voor de drie voorafgaande maanden is €5.21 en bedraagt voor de 12 voorafgaande maanden €4.37.

In de 12 maanden voorafgaand aan de aankondiging werden ongeveer 66,000 PCB-aandelen verhandeld. Dit vormt slechts 1.18% van het totaal aantal uitstaande aandelen (5,596,520 uitstaande aandelen). Dit is erg weinig in vergelijking met de peer groep in dezelfde periode (gemiddelde van 81.7% en mediaan van 32.0%).

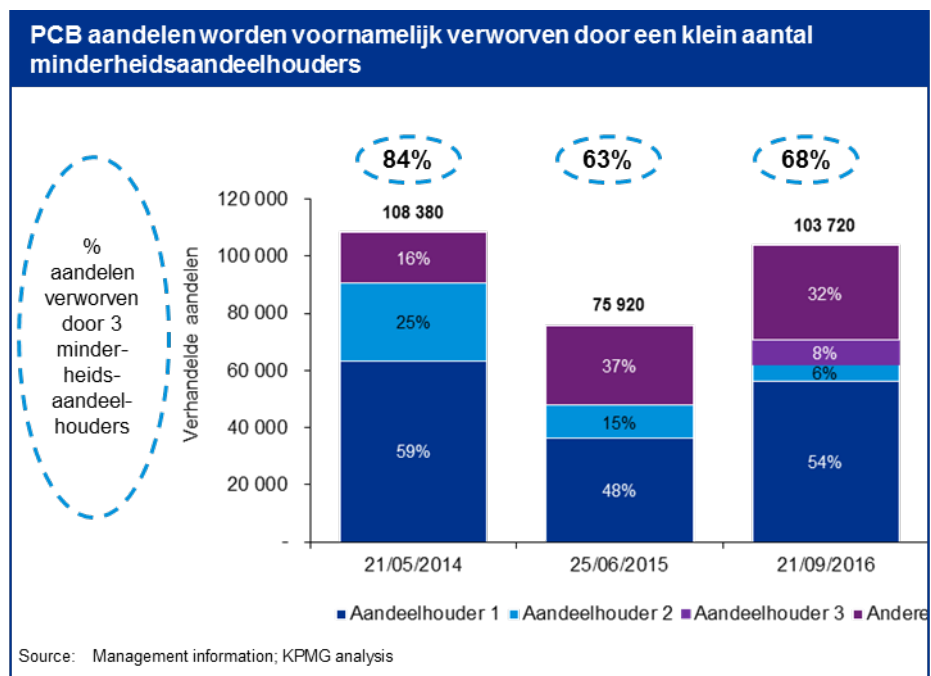
Ook het aantal dagen waarop aandelen PCB werden verhandeld in de 12 maanden voorafgaand aan de bekendmaking van de Medibel-transactie op 25 mei 2016 was beperkt. In het jaar voorafgaand aan de bekendmakingsdatum vond bij benadering op slechts 1 op de 3 handelsdagen effectief handel plaats. Dit betekent dat het dubbele fixing-handelsmechanisme vaak geen prijs kan genereren.

Het beperkte aantal aandelen PCB dat in publieke handen is en het lage aantal effectief verhandelde aandelen geven aan dat de markt voor aandelen PCB eerder illiquide is.

6.3.3.3 Beleggers in PCB

De onderstaande tabel bevat een schatting van de publiek verhandelde aandelen die door drie specifieke minderheidsaandeelhouders zijn verworven, telkens in de periode tussen de data van de jaarlijkse algemene vergadering (AGM).

Afbeelding 5: Analyse van aandelen die tussen AGM's zijn verworven



De percentages zijn berekend als de toename in de netto-positie van elke minderheidsaandeelhouder (1, 2 en 3), gedeeld door het totale aantal aandelen dat tussen deze data werd verhandeld.

We merken op dat deze percentages uitsluitend indicatief zijn omdat het aantal aandelen die in bezit zijn van een aandeelhouder die de AGM wil bijwonen vooraf aan de Onderneming moet worden gemeld. We beschouwen deze cijfers echter als een redelijke benadering.

Het aantal aandelen PCB dat door de drie zelfde minderheidsaandeelhouders in de drie gerapporteerde periodes werd verworven, bedroeg meer dan 60% van de totale verhandelde aandelen en kwam tussen mei 2013 en mei 2014 uit op 84%. De beschikbare informatie geeft aan dat in 2016, van de 103,720 verhandelde aandelen, ongeveer 70,646 aandelen door dezelfde drie aandeelhouders werden verworven.

Op basis van bovenstaande gegevens lijkt het erop dat de markt in aandelen PCB in het recente verleden hoofdzakelijk werd gestuurd door drie minderheidsaandeelhouders die hun positie versterkten.

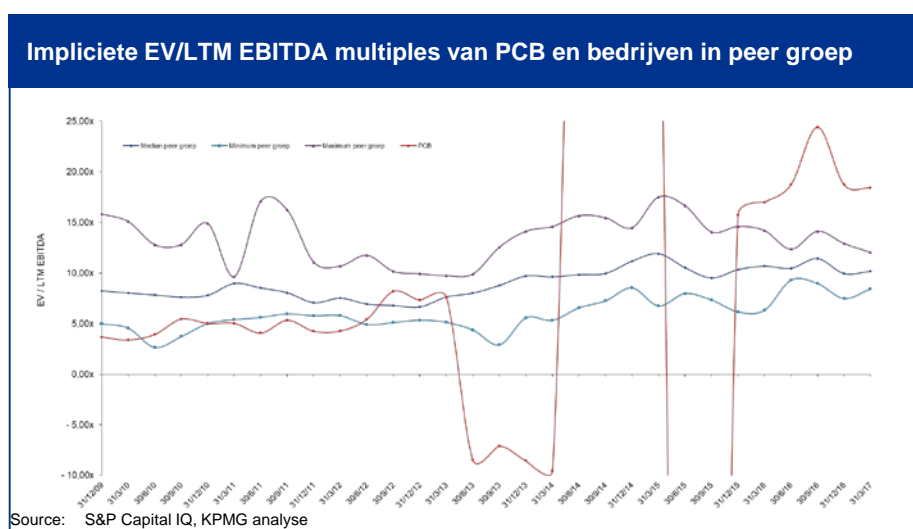
Dit lijkt, op basis van de beperkte informatie die we tot onze beschikking hebben, te hebben plaatsgevonden tegen prijzen die geen brede beleggersbasis hebben aangetrokken.

6.3.3.4 Evolutie van EV/LTM EBITDA multiples

De onderstaande grafiek toont de evolutie van de EV/LTM EBITDA multiples van de bedrijven uit de peergroep voor elk kwartaal sinds december 2009 (minimum, maximum en mediaan van de groep). De informatie is afkomstig uit de database van S&P Capital IQ. Voor de ganse periode hebben we Salus uitgesloten omdat deze gedurende de gehele periode een uitschieter ('outlier')

aan de benedenkant was. Ook hebben we de impliciete multiple voor Oriola in Q3 2011 en voor Amerisource Bergen van Q2 2012 tot Q1 2013 als uitschieters aan de bovenzijde uitgesloten.

Afbeelding 6: Ontwikkeling van OV-/LTM EBITDA-meervouden



De op basis van de aandelenwaarde berekende impliciete EV/LTM EBITDA multiple van PCB zat historisch iets boven de waargenomen ondergrens van de peer groep. Het verlies van marktaandeel en de afname van verkopen als gevolg van de brand in november 2012, in combinatie met de impact van voortgezette besparingsmaatregelen van de overheid, leidde tot een hoge volatiliteit voor de LTM EBITDA multiple van PCB.

De EV/LTM EBITDA multiple berekend op basis van de aandelenprijs van PCB situeert zich sinds eind 2015 (ruim) boven de hoogste EV/LTM EBITDA multiple die voor de peers werd waargenomen. Dit kan – onder andere – indicatief zijn voor een zekere anticipatie van een toekomstige verbetering van de winstgevendheid (op een stand-alone basis) en sinds mei 2016 ook van potentiële synergiën als gevolg van een eventuele transactie met Medibel.

6.3.3.5 Conclusie over de analyse van de aandelenprijs

We zien de marktkapitalisatie van PCB op basis van de bovenstaande analyse niet als representatief voor de stand-alone marktwaarde, gezien de volgende factoren:

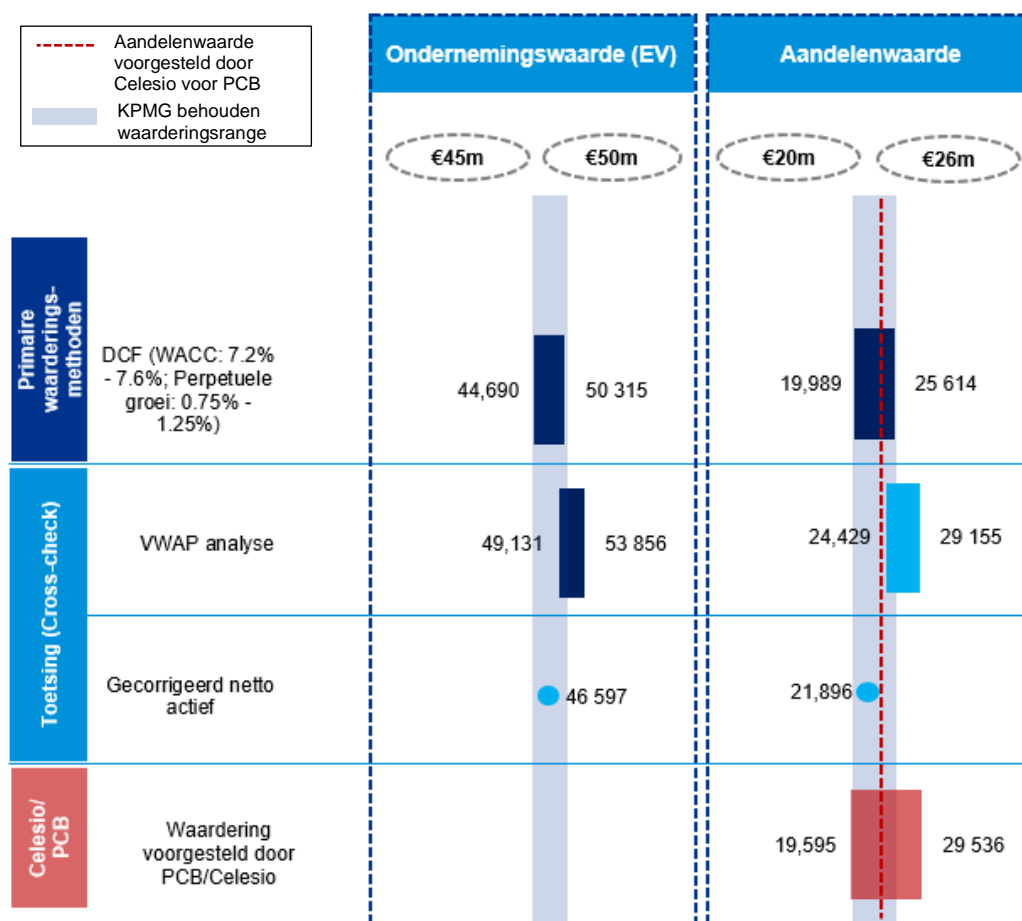
- Lage liquiditeit van aandelen PCB en (zeer) beperkte *free float*. De aandelenprijs wordt dus bepaald op basis van onregelmatige transacties van kleine aandelenpakketten;
- De meeste van de verhandelde aandelen zijn door drie aandeelhouders verworven. De vraag naar aandelen en de prijzen ervan lijken daardoor niet te worden gestuurd door een brede basis van beleggers;
- De aandelenprijs steeg direct na de bekendmaking van een mogelijke fusie met Medibel met ongeveer 10%. De huidige aandelenprijs kan daardoor al de verwachting van toekomstige potentiële synergiën weerspiegelen;

— Impliciete EV-/LTM EBITDA-multiples liggen al zo'n 18 maanden ruim boven het maximum van de peergroep.

6.3.4 Conclusie

In Afbeelding 7 hieronder worden de resultaten van onze waarderingsanalyse voor PCB samengevat. We hebben de DCF-methode als primaire waarderingsmethode toegepast en de resultaten van deze methode gecontroleerd aan de hand van een de gecorrigeerde netto-actiefbenadering. Verder hebben we ook een VWAP-analyse uitgevoerd.

Afbeelding 7: Overzicht van waarderingsresultaten van PCB



— De EV op basis van het (gecorrigeerde) netto-actief is in lijn met de uitkomst in het basisscenario van onze DCF-methode;

— We zien de aandelenprijs op de dag vóór de bekendmaking van de Voorgestelde Transactie en de VWAP over de maanden voorafgaand aan de bekendmakingsdatum niet als heel betrouwbare indicatoren voor de marktwaarde van PCB. Dit komt vooral door de lage liquiditeit en free float van aandelen PCB en de zeer beperkte handel, waarbij de meeste aandelen gekocht geweest zijn door een beperkt aantal (3) beleggers. Niettemin

overlapt de onderzijde van het interval dat uit de aandelenprijsanalyse komt met de bovenzijde van het interval van onze DCF-waardering;

- Omdat de aandelenprijs direct na de bekendmaking van een mogelijke fusie met Medibel met 10% steeg en sindsdien nog verder is toegenomen, gaan we ervan uit dat de aandelenprijs op de huidige datum mogelijks reeds de verwachte realisatie van toekomstige potentiële synergiën weerspiegelt en de marktkapitalisatie op basis van deze aandelenprijs dus geen gepaste benadering is voor de marktwaarde van PCB.

We beschouwen ons DCF-waarderingsinterval van €20.0mln tot €25.6mln met een middelpunt van €22.6mln (€4.04 per aandeel) iets boven de (gecorrigeerde) waarde van het eigen vermogen dan ook als onze beste inschatting voor de stand-alone marktwaarde van de aandelen in PCB.

De boekwaarde van PCB die door Celesio en PCB is voorgesteld (€24.1mln of €4.31 per aandeel), valt binnen dit interval– net boven ons middelpunt.

7 Conclusie

Onze opdracht als onafhankelijk expert was om de Onafhankelijke Bestuurders te ondersteunen bij de evaluatie, vanuit financieel oogpunt, van de voorgestelde relatieve waardering in het kader van de Voorgestelde Transactie.

Daartoe hebben we getracht de basis voor de waarderingen van PCB en MckBH die door PCB en Celesio werden voorgesteld, te begrijpen, en hebben we onze eigen waarderingsanalyse uitgevoerd door een waarderange voor de marktwaarde van de aandelen in elk bedrijf te schatten. De waarderingen die door PCB en Celesio voor PCB en MckBH zijn voorgesteld, vallen binnen onze respectievelijke ranges. Meer specifiek ligt de voorgestelde waarde voor PCB iets boven de middelpuntwaarde van onze range, terwijl de voorgestelde waarde voor MckBH zich aan de onderzijde van onze range bevindt.

In de onderstaande tabel hebben we de relatieve waardering van de bedrijven berekend, d.w.z. de waarde per aandeel MckBH, gedeeld door de waarde per aandeel PCB. We hebben ook het aantal nieuwe aandelen PCB berekend dat in het kader van de Voorgestelde Transactie zal worden uitgegeven, daarbij veronderstellend dat alle 1,240,371 aandelen in MckBH zullen worden ingebracht.

We merken op dat we de range voor de relatieve waardering en de resulterende aantallen uit te geven aandelen hebben berekend door de ondergrens van de range voor PCB te combineren met de ondergrens van de range voor MckBH. Dat geldt ook voor de respectievelijke middelpunten en bovengrens van de waarderingsranges. Dit resulteert in 15.75mln tot 18.45mln uit te geven aandelen. Het voorgestelde aantal uit te geven aandelen op basis van de door PCB en Celesio voorgestelde waarderingen bedraagt circa 15.46mln. Dit aantal ligt slechts iets onder de ondergrens van dit berekende bereik (1.9% lager). We merken op dat er andere combinaties kunnen worden gemaakt. Dit kan resulteren in een iets ander aantal uit te geven aandelen en bijgevolg een andere ondergrens of bovengrens voor deze range.

Afbeelding 8: Relatieve waardering

Relatieve waardering en aantal uit te geven aandelen				
	PCB	Laag	Middelpunt	Hoog
	McKBH	Laag	Middelpunt	Hoog
Pre transactie				
PCB aandelenwaarde (100%) (€)		19,988,963	22,630,615	25,614,186
McKBH aandelenwaarde (100%) (€)		65,888,703	68,804,483	72,101,886
PCB - uitstaande aandelen		5,596,520	5,596,520	5,596,520
Marktwaaarde / aandeel (€)		3.57	4.04	4.58
McKBH - uitstaande aandelen		1,240,371	1,240,371	1,240,371
Marktwaaarde / aandeel (€)		53.12	55.47	58.13
Relatieve waardering (McKBH / PCB)		14.87	13.72	12.70
Aantal McKBH aandelen ingebracht		1,240,371	1,240,371	1,240,371
Aantal uit te geven PCB aandelen		18,447,552	17,015,254	15,753,757

Op basis van en behoudens de voorgaande analyse, concluderen we dat, vanuit financieel oogpunt, de relatieve waardering in het kader van de Voorgestelde Transactie redelijk is voor PCB.

8 Bijlagen

Bijlage I – Informatiebronnen:

- Overzicht van waardering van PCB en Medibel, zoals voorgesteld door PCB en Celesio, opgenomen in het document 'Project Nestor – Valuation update, dated 28 June 2017'
- Historische financiële cijfers voor Medibel opgesteld door Deloitte
- Informatie over voorziening voor dubieuze debiteuren van Medibel
- Algemene informatie over Alphar Partners
- 'Closing accounts' voor Medibel, opgesteld door Deloitte
- Concept van financieel due diligence-rapport op Medibel, zoals door Deloitte opgesteld dd. 6 november 2015
- Waardering van Medibel, zoals voorgesteld door Celesio (document 170628_Medibel_base_case_PP67.0_TV1%_incl.remедies_7.0%WACC.xlsx)
- Overzicht van de betaalde koopprijs voor de overname van Medibel
- Conceptbalans van PCB, dd. 31 maart 2017
- Overzicht van kosten van Flandria voor zakelijke lease
- Overzicht van aandeelhouderbasis van PCB, opgesteld door Linklaters
- Procès verbal de la reunion du comité des administrateurs indépendants du 5 Mars 2010
- PCB Procès verbal de la reunion du conseil d'administration tenue le 18 Mars 2010
- Pharma Belgium Procès verbal de la reunion de du conseil d'administration tenue le 18 Mars 2010
- Historische P&L-cijfers van Laboratoria Flandria
- Algemene informatie over Sofarex
- Gesplitste inbrenging van Sofarex
- Waardering van PCB, zoals voorgesteld door Celesio (document 170623_PCB_1%TV_7.0%WACC_LTPFY18_adjusted)
- Overzicht van overnamebetalingen voor Flandria
- Overeengekomen correctie van koopprijs voor Flandria
- Contrat de location de fonds de commerce dd. 31 March 2010
- Rapport du comité d'administrateurs indépendants de PCB SA assiste d'un expert indépendant dd. 29 August 2012
- Avenant du contrat de location de fonds de commerce dd. 6 December 2013
- Jaarverslagen voor PCB voor de jaren 2014 t/m 2016



Comité van Onafhankelijke Bestuurders

Rapport van de onafhankelijke expert

9 augustus 2017

- Notulen van de gewone algemene vergadering dd. 21 september 2016
 - Notulen van de gewone algemene vergadering na uitstel dd. 25 juni 2015
 - Notulen van de gewone algemene vergadering dd. 21 mei 2015
 - Aandelenaankoopovereenkomst voor de overname van Flandria
 - Analyse van zakelijke lease van Flandria en schatting van koopprijs op klantbasis
 - Balans van McKBH, dd. 31 mei 2017 (USGAAP)
 - Beschrijving van balans van McKBH
 - Schema's van Medibel (berekenningsmethode voor nettoschuld bij 'closing')
 - Aandelenaankoopovereenkomst van Medibel, dd. 15 december 2015
 - Overnamestructuur van Medibel
 - Concept van delegatie- en inschrijvingsovereenkomst voor kapitaalverhoging
 - Rapport de l'expert independant sur les operations projetees par la societe SA Pharma Belgium
 - Presentatie met de naam 'Rapprochement de Pharma Belgium, Sambria et Ostend Pharma"
 - Jaarverslag Ostend Pharma, 2012
 - Jaarverslag Sambria, 2012
 - IMS-marktprognose 2017-2021
 - IMS-marktprognose 2014-2018
- Ontbrekende informatie:
- Geconsolideerde balans en P&L van McKBH

Bijlage II – Verklarende woordenlijst

— AG	Aktiengesellschaft
— AGM	Jaarlijkse algemene vergaderingen
— CAPM	Capital Asset Pricing Model
— CoCo	Vergelijkbare bedrijven
— CoTrans	Vergelijkbare transacties
— CVBA	Coöperatieve vennootschap met beperkte aansprakelijkheid
— DCF	Verdisconteerde kasstroom
— EBIT	Operationeel resultaat vóór interest en winstbelastingen
— EBITDA	Winst vóór interest, belastingen, afschrijvingen en amortisatie
— OV	Ondernemingswaarde
— FCFF	Vrije kasstromen voor de organisatie
— FY	Boekjaar
— LTM	Laatste twaalf maanden
— mln	miljoen
— McKBH	McKesson Belgium Holdings SPRL
— SA	Société anonyme
— SPRL	Société privée à responsabilité limitée
— US GAAP	Algemeen aanvaarde boekhoudbeginselen, VS
— VWAP	Volumegewogen gemiddelde prijs
— WACC	Gewogen gemiddelde kapitaalkost

Bijlage III – Cocos & CoTrans multiples analyse

Vergelijkbare bedrijven

We hebben een aantal bedrijven geïdentificeerd waarvan de activiteiten vergelijkbaar zijn met die van Medibel. Een overzicht daarvan wordt in onderstaande tabel weergegeven. Een beschrijving van de activiteiten wordt verder in deze Bijlage beschreven.

Vergelijkbare bedrijven - Financieel data				
Bedrijfsnaam	Land	Datum van laatste jaarrekening	Beurskapitalisatie €m	Ondernemingswaarde €m
AmerisourceBergen Corporation	Verenigde Staten	30/09/2016	16,362	18,830
Australian Pharmaceutical Industries	Australië	31/08/2016	749	789
Cardinal Health, Inc.	Verenigde Staten	30/06/2016	21,016	24,425
Celesio AG	Duitsland	31/03/2016	5,254	6,705
McKesson Corporation	Verenigde Staten	31/03/2016	26,914	34,404
Medika d.d.	Kroatië	31/12/2016	62	118
NEUCA SA	Polen	31/12/2016	406	429
Oriola Oyj	Finland	31/12/2016	706	807
Owens & Minor, Inc.	Verenigde Staten	31/12/2016	1,943	2,291
Pelion S.A.	Polen	31/12/2016	141	268
Profarma Distribuidora de Produtos Farmacêuticos	Brazilië	31/12/2016	241	357
SALUS, Ljubljana, d. d.	Slovenië	31/12/2016	45	34
Sigma Healthcare Limited	Australië	31/01/2017	849	856

Bron: S&P Capital IQ; KPMG analyse; Datum per 30 april 2017

Bij het beoordelen van de informatie omtrent de vergelijkbare bedrijven moet er rekening gehouden worden met volgende aspecten:

- Omwille van het gebrek aan werkelijk vergelijkbare bedrijven in België hebben we (wereldwijde) beursgenoteerde bedrijven bekeken waarvan de groothandel-distributie van farmaceutische producten een aanzienlijk onderdeel van hun activiteiten vormt.
- Alhoewel de geselecteerde bedrijven vergelijkbaar zijn met Medibel wat betreft hun kernactiviteiten en kernmarkten blijven er significante verschillen aanwezig qua grootte, activiteiten, product diversificatie en groeiprofiel.
- *Trading multiples* van beursgenoteerde bedrijven reflecteren de investeringsverwachtingen van portefeuille investeerders en omvatten dus geen controlepremie.

Onderstaande tabel geeft een overzicht van de EV/EBITDA multiples van de vergelijkbare bedrijven (LTM: laatste twaalf maanden; NTM: volgende twaalf maanden).

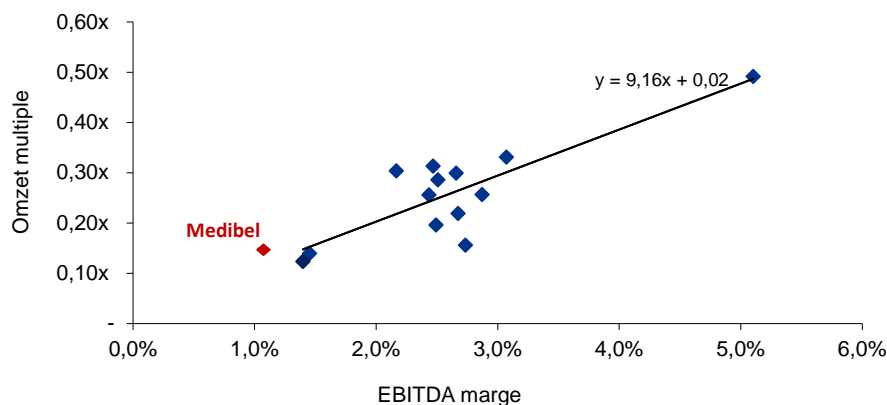
Vergelijkbare bedrijven - Financieel data					
Bedrijfsnaam	Land	EBITDA multiple		EBITDA margin	
		LTM	NTM	LTM	NTM
AmerisourceBergen Corporation	Verenigde Staten	9.2x	9.0x	1.5%	1.4%
Australian Pharmaceutical Industries	Australië	10.4x	9.2x	2.7%	3.0%
Cardinal Health, Inc.	Verenigde Staten	8.4x	8.5x	2.5%	2.3%
Celesio AG	Duitsland	14.9x	n/a	2.1%	n/a
McKesson Corporation	Verenigde Staten	7.9x	9.2x	2.4%	2.0%
Medika d.d.	Kroatië	10.7x	n/a	3.1%	n/a
NEUCA SA	Polen	10.5x	10.8x	2.4%	2.2%
Oriola Oyj	Finland	9.9x	8.8x	5.0%	5.4%
Owens & Minor, Inc.	Verenigde Staten	8.9x	9.9x	2.9%	2.6%
Pelion S.A.	Polen	8.8x	7.1x	1.4%	1.7%
Profarma Distribuidora de Produtos Farmacêuticos	Brazilië	14.0x	8.1x	2.2%	3.5%
SALUS, Ljubljana, d. d.	Slovenië	5.7x	n/a	2.7%	n/a
Sigma Healthcare Limited	Australië	11.4x	10.6x	2.5%	2.6%
Laag		5.7x	7.1x	1.4%	1.4%
Hoog		14.9x	10.8x	5.0%	5.4%
Gemiddelde		10.1x	9.1x	2.6%	2.7%
Mediaan		9.9x	9.1x	2.5%	2.5%

Bron: S&P Capital IQ

Naast de EV/EBITDA multiple analyse hebben we ook een regressieanalyse uitgevoerd op de EV/omzet multiple van elk bedrijf in de peer groep ten opzichte van zijn EBITDA-marge. De verklarende factor (R^2) is 0.7.

Toepassing van de regressieformule op de EBITDA-marge van Medibel voor FY17, die 1.1% bedraagt, leidt tot een impliciete EV/omzet van 0.12x. Toepassing van deze multiple op de omzet van Medibel voor FY17 resulteert in een gecorrigeerde EV van €67.4mln.

Omzet multiple vs EBITDA marge



Bron: S&P Capital IQ; KPMG analyse



Comité van Onafhankelijke Bestuurders

Rapport van de onafhankelijke expert

9 augustus 2017

Peer groep - Beschrijving van activiteiten		
Onderneming	Land	Korte beschrijving van activiteiten
AmerisourceBergen Corporation	Verenigde Staten	AmerisourceBergen Corporation is een distributeur van farmaceutische producten (merk- en generische producten, over-the-counter producten, etc.). AmerisourceBergen Corporation is actief zowel in de Verenigde Staten als internationaal.
Australian Pharmaceutical Industries Limited	Australië	Australian Pharmaceutical Industries Limited is voornamelijk actief in de groothandel en distributie van farmaceutische, medische, gezondheids-, schoonheids- en lifestyle producten aan apothekers in Australië en Nieuw-Zeeland.
Cardinal Health, Inc.	Verenigde Staten	Cardinal Health, Inc. opereert als een wereldwijde leverancier van diensten en producten die verband houden met de gezondheidszorg. De business unit 'Pharmaceutical' verdeelt merk- en generische farmaceutische producten, over-the counter gezondheidsproducten, en gespecialiseerde farmaceutische en consumentenproducten aan retailers, hospitalen, en andere leveranciers in de gezondheidszorg.
Celesio AG	Duitsland	Celesio AG levert wereldwijd logistieke en andere diensten aan de farmaceutische sector en gezondheidssector. Het bedrijf opereert via twee divisies, zijnde Consumer Solutions en Pharmacy Solutions. De Consumer Solutions divisie baat ongeveer 1,913 apotheken zelf uit en heeft ongeveer 4,500 punten die onder haar merknamen werken. De Pharmacy Solutions divisie is actief als distributeur van farmaceutical producten.
McKesson Corporation	Verenigde Staten	McKesson Corporation levert farmaceutische and medische producten zowel in de VS als daarbuiten.
NEUCA SA	Polen	NEUCA SA is actief als groothandel-distributeur van farmaceutische producten aan apothekers en hospitalen in Polen. Neuca SA rapporteert op basis van verschillende segmenten, zijnde Farmaceutische Groothandel, Eigen Merken, Marketingdiensten, IT diensten en Outpatient Care Klinieken
Oriola Oyj	Finland	Oriola Oyj is actief in de farma groothandel en retail markten in Zweden, Finland, Estland, Letland en Litouwen. Oriola verkoopt gezondheids- en welzijnsproducten, OTC goederen, vitaminen, dieetsupplementen, etc.
Owens & Minor, Inc.	Verenigde Staten	Owens & Minor, Inc., opereert als een dienstenleverancier in de gezondheidssector in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Ierland, Frankrijk, Duitsland en andere Europese landen. De onderneming opereert via drie segmenten: Domestic, International, en Clinical & Procedural Solutions. Het biedt ondersteuning in de hele waardeketting aan leveranciers van diensten in de gezondheidssector, en de producenten van gezondheidsgerelateerde producten, benodigdheden en apparaten.
Profarma Distribuidora de Produtos Farmacêuticos S.A.	Brazilië	Profarma Distribuidora de Produtos Farmacêuticos S.A. is actief in de distributie and detailhandel van farmaceutische en ziekenhuisproducten in Brazilië.
SALUS, Ljubljana, d. d.	Slovenië	SALUS, Ljubljana, d. d. is een groothandel in farmaceutische, medische en gerelateerde producten in Slovenië
Sigma Healthcare Limited	Australië	Sigma Healthcare Limited, is actief als groothandel en distributeur van farmaceutische producten aan hospitalen en apotheken in Australië en Nieuwe-Zeeland.
Sopharma Trading AD	Bulgarije	Sopharma Trading AD levert farmaceutische producten in Bulgarije. De onderneming is gebaseerd in Sofia, Bulgarije. Sopharma Trading AD is een dochter van of Sopharma AD.

Vergelijkbare transacties

Naast de analyse van vergelijkbare bedrijven hebben we ook een aantal transacties van vergelijkbare bedrijven in de periode tussen september 2012 tot november 2016 bekeken. Een overzicht daarvan wordt in onderstaande tabel weergegeven. Omwille van het gebrek aan werkelijk vergelijkbare transacties in België hebben we wereldwijde transacties bekeken in de groothandel-distributie sector van farmaceutische producten.

Vergelijkbare transacties										
Aankondigings datum	Overname doelwit	Bieder bedrijf	Verkoper bedrijf	Transactie waarde (€m)	Ondernemings waarde (€m)	Omzet (€m)	Omzet multiple	EBITDA Multiple	EBIT Multiple	
21/11/2016	ABC Pharmacia LTD	Georgia Healthcare Plc	Enrico Beridze and Mikheil Abramidze		19	34	67	0.49x	7.70x	9.75x
18/08/2014	Alloga UK Limited (50% Stake)	Walgreens Boot 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 Holding Limited	na		46	46	60	1.10x	9.61x	9.83x
23/01/2014	Celesio AG (75.93% Stake)	McKesson Corporation	Franz Haniel & Cie GmbH; Ellio Management Corporation		4,989	6,138	21,408	0.29x	11.52x	15.06x
24/10/2013	Celesio AG	McKesson Corporation	Franz Haniel & Cie GmbH		5,598	5,598	22,270	0.25x	10.31x	15.13x
8/08/2013	ACP Pharma S.A.	Penta Investments Limited; Neuca	Mediq NV		103	103	386	0.27x	na	na
24/09/2012	Mediq NV	Advent International Corporation	na		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
Gemiddelde								0.71x	9.91x	11.68x
Mediaan								0.41x	9.61x	10.21x

Bron: Mergermarket

De CoTrans EBITDA multiples variëren tussen 8.6x en 10.9x (25% en 75% kwartielen). De impliciete multiple van Medibel valt binnen deze range.

CoTrans - Ondernemingswaarde Medibel obv EBITDA multiple			
	LTM 25% kwartiel	LTM Mediaan	LTM 75% kwartiel
EBITDA	6,182	6,182	6,182
Multiple	8.6x	9.6x	10.9x
EV	52,982	59,435	67,461
Gecorrigeerde EV	52,288	58,740	66,767

Bron: S&P Capital IQ, Mergermarket, KPMG analyse



Comité van Onafhankelijke Bestuurders

Rapport van de onafhankelijke expert

9 augustus 2017

©2017 KPMG Advisory, een openbare Belgische CVBA/SCRL en onderdeel van het KPMG-netwerk van onafhankelijke leden die aan KPMG International Cooperative ('KPMG International'), een Zwitserse entiteit, zijn gelieerd. Alle rechten voorbehouden.

De naam en het logo van KPMG zijn gedeponeerde handelsmerken of handelsmerken van KPMG International.