

Zenitel

Verslag van de onafhankelijke financieel expert

Strikt vertrouwelijk

22 februari 2021



1. Inleiding

Inleiding

- 3D NV, een naamloze vennootschap opgericht naar Belgisch recht, met maatschappelijke zetel gevestigd te Onafhankelijkheidslaan 17-18, 9000 Gent (België) en ingeschreven in de Kruispuntbank van Ondernemingen onder het KBO-nummer 0448.341.027 (hierna “3D” of de “Bieder”), heeft de Raad van Bestuur van Zenitel NV, een naamloze vennootschap opgericht naar Belgisch recht, met maatschappelijke zetel gevestigd te Z1 Research Park Zellik 110, 1731 Zellik (België) en ingeschreven in de Kruispuntbank van Ondernemingen onder het KBO-nummer 0403.150.608 (hierna “Zenitel” of de “Vennootschap”), ingelicht over zijn voornemen om, via zijn dochtervennootschap House of Thor BV, een procedure tot een vrijwillig en voorwaardelijk openbaar overnamebod in te stellen voor de verwerving van de door Zenitel uitgegeven aandelen die in handen zijn van het publiek (hierna de “Transactie”).
- 3D bezit (rechtstreeks en onrechtstreeks) 1.584.776 aandelen van Zenitel, wat 47,87% van het uitstaande maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigt. Overige belangrijke aandeelhouders zijn QuaeroQ CVBE en De Wilg GCV die respectievelijk 496.230 aandelen (14,99%) en 400.000 aandelen (12,08%) bezitten. De 829.878 overblijvende aandelen, die 25,06% van het maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigen, worden verhandeld op Euronext Brussels.
- De door 3D geboden prijs (“Biedprijs”) bedraagt € 23,25 per aandeel.
- Aangezien de Bieder een meerderheidsaandeelhouder is op het ogenblik van de indiening van zijn Biedprijs, valt de Transactie binnen het toepassingsgebied van de artikelen 20 tot 23 van het Koninklijk Besluit van 27 april 2007 (zoals gewijzigd) op de “openbare overnamebiedingen” (het “Koninklijk Besluit”).
- In dat kader heeft Zenitel Degroof Petercam Corporate Finance NV/SA, met maatschappelijke zetel gevestigd te Guimardstraat 18, 1040 Brussel (België) en ingeschreven in de Kruispuntbank van Ondernemingen onder nummer 0864.424.606 (hierna “DPCF”), aangesteld als onafhankelijke financieel expert met de opdracht een verslag op te stellen in overeenstemming met artikel 21 van het Koninklijk Besluit (hierna het “Verslag”).
- DPCF heeft een ruime expertise in financiële opdrachten en heeft in die hoedanigheid talrijke bedrijfswaarderingen en onafhankelijke financiële expert opdrachten voor vennootschappen uitgevoerd, zoals vermeld in Bijlage 2.
- Het Verslag omvat:
 - Een verklaring van onafhankelijkheid
 - Een omschrijving van de opdracht en de uitgevoerde taken
 - Een overzicht van de middelen die zijn ingezet voor de opstelling van dit Verslag en de vergoeding van DPCF
 - Een omschrijving van de belangrijkste feitelijke informatie betreffende de Vennootschap en de Transactie
 - Een waarderingsanalyse van de Vennootschap, met inbegrip van een overzicht van de toegepaste waarderingsmethodologieën
 - Onze conclusies
 - Een analyse van de door de Bieder uitgevoerde en voorgestelde waardering
- Dit Verslag zal worden opgenomen in het prospectus dat door 3D zal worden ingediend bij de FSMA in overeenstemming met artikel 23 van het Koninklijk Besluit.
- Dit rapport werd initieel opgesteld in het Engels en werd vertaald naar het Nederlands. In geval van inconsistentie tussen de verschillende taalversies van dit rapport zal, in geval van een tegenstrijdigheid tussen de verschillende taalversies, de Engelstalige versie voorrang hebben.





2. Onafhankelijkheid

Onafhankelijkheid van Degroef Petercam Corporate Finance

- DPCF en Bank Degroef Petercam verklaren en garanderen dat ze in een onafhankelijke positie verkeren ten aanzien van de Bieder, de Vennootschap en eventuele verbonden vennootschappen, in overeenstemming met artikel 22 van het Koninklijk Besluit. Meer in het bijzonder verklaart DPCF niet te verkeren in een van de situaties omschreven in artikel 22 van het Koninklijk Besluit.
- Bank Degroef Petercam is opgericht in 1871. Het is een wereldwijde en geïntegreerde bank die actief is in vermogensbeheer en investeringsbankdiensten, onder andere via zijn 100%-dochtervennootschap DPCF. Hij is dan ook actief betrokken bij een groot aantal financiële transacties voor rekening van zijn klanten en voor eigen rekening.
- Noch DPCF noch Bank Degroef Petercam is gemandateerd om op welke wijze dan ook advies of begeleiding te verstrekken aan één van de bij de Transactie betrokken partijen, met uitzondering van deze opdracht. Daarnaast was DPCF niet betrokken bij het verlenen van enig advies betreffende de voorwaarden van de Transactie.
- Noch DPCF noch Bank Degroef Petercam heeft een financieel belang bij de Transactie, met uitzondering van de vaste vergoeding⁽¹⁾ die DPCF zal ontvangen voor het opstellen van dit Verslag.
- Er bestaat geen juridische of aandeelhoudersbandsband tussen de Bieder, de Vennootschap of hun verbonden vennootschappen en enige entiteit van de groep Bank Degroef Petercam. Geen enkel lid van de groep Bank Degroef Petercam is een bestuurder van de Bieder, de Vennootschap of hun verbonden vennootschappen.
- In de twee jaar voor de Aankondigingsdatum van de Transactie (16 november 2020) heeft DPCF noch Bank Degroef Petercam enige andere opdrachten uitgevoerd namens de Bieder, de Vennootschap of hun verbonden vennootschappen.
- DPCF bevestigt dat hij over de nodige bekwaamheden en ervaring beschikt om op te treden als onafhankelijk expert en dat zijn structuur en organisatie geschikt zijn voor het opnemen van deze rol in overeenstemming met de bepalingen van artikel 22 §4 van het Koninklijk Besluit.
- Ten slotte heeft noch DPCF noch Bank Degroef Petercam een vordering op of schuld ten aanzien van de Bieder, de Vennootschap of een van hun verbonden vennootschappen in die mate dat deze vordering of schuld een situatie van economische afhankelijkheid creëert of zou kunnen creëren.





3. Toepassingsgebied van de opdracht

Toepassingsgebied van de opdracht (1/2)

- De doelstelling van het onderhavige Verslag is louter om de artikelen 20 tot 23 van het Koninklijk Besluit na te leven.
- Wij zijn uitgegaan van en hebben, zonder onafhankelijke verificatie, vertrouwd op de juistheid en volledigheid van de historische financiële, boekhoudkundige, juridische en fiscale informatie over de Vennootschap of de Bieder, in voorkomend geval, verstrekt aan DPCF door of namens de Vennootschap of de Bieder, in voorkomend geval, zoals door DPCF aangevraagd, en bijgevolg zijn wij niet aansprakelijk voor de juistheid of volledigheid van deze informatie.
- Daarnaast hebben wij informatie geselecteerd uit onafhankelijke externe kwaliteitsbronnen die volgens ons relevant zijn voor de waardering van de effecten die het voorwerp van de Transactie uitmaken (bijv. marktonderzoeken, gegevens van vergelijkbare vennootschappen, waarderingsratio's van beursgenoteerde vergelijkbare vennootschappen en waarderingsratio's van transacties met vergelijkbare vennootschappen). DPCF gaat ervan uit dat de gegevens van de marktonderzoeken, vergelijkbare vennootschappen, waarderingsratio's van beursgenoteerde vergelijkbare vennootschappen en waarderingsratio's van transacties met vergelijkbare vennootschappen die door deze externe bronnen worden verstrekt, in alle opzichten juist, nauwkeurig en volledig zijn. DPCF kan niet aansprakelijk worden gesteld voor de verkeerde, onnauwkeurige of onvolledige aard van bovenvermelde informatie.
- De opstelling van dit Verslag werd voltooid op 20 januari 2021 en is gebaseerd op de marktinformatie per 13 november 2020 en op de informatie van de Vennootschap zoals beschikbaar per datum van dit Verslag. Latere gebeurtenissen kunnen een impact hebben gehad op de geraamde waarde van de Vennootschap. DPCF is niet verplicht dit Verslag aan te passen of het te bevestigen na de voormelde datum. DPCF werd niet ingelicht over enige gebeurtenis of nieuwe informatie die is ontstaan en die een significante invloed zou hebben gehad op de waardering tussen de waarderingsdatum (13 november 2020) en de datum van het rapport (20 januari 2021).
- Op 22 februari 2021 hebben wij ons verslag van 20 januari 2021 bijgewerkt om (ex post) (i) de BJ2020 cijfers die op 12 februari 2021 zijn gepubliceerd (alleen ter informatie) en (ii) de verhoogde Aanbiedingsprijs van € 23,25 die op 22 februari 2021 is aangekondigd op te nemen.
- Het onderhavige Verslag mag niet worden gebruikt voor enig ander doel, of worden gereproduceerd, verspreid of geciteerd op enig ogenblik of op enige wijze zonder voorafgaande schriftelijke toestemming, tenzij eventueel in of als bijlage bij het prospectus betreffende de Transactie.



Toepassingsgebied van de opdracht (2/2)

- DPCF heeft 4 personeelsleden aangesteld om dit Verslag op te stellen, namelijk: Patrick Moermans, Managing Director; Julien Thys van den Audenaeren, Vice President; Alexander Aerts, Associate en Edward Lecomte, Analist. Het team kon indien nodig een beroep doen op bijkomende personeelsleden.
- Tijdens onze opdracht die werd uitgevoerd tussen 23 oktober 2020 en 20 januari 2021, hebben we de volgende taken uitgevoerd:
 - ✓ Een gedetailleerde analyse van de Transactie en de voorwaarden ervan;
 - ✓ Een analyse van de publiek beschikbare documenten (zoals jaarverslagen, enz.) met betrekking tot de historische financiële resultaten van de Vennootschap per 31 december 2017, 2018, 2019, 30 juni 2020 en 30 September 2020 evenals andere informatie over de Vennootschap en externe informatie zoals beschikbare verslagen over marktonderzoeken.
 - ✓ Een analyse van het Businessplan 2020-2025 dat door het management van Zenitel werd verstrekt;
 - ✓ Het houden van gesprekken en vergaderingen met (i) het management van de Vennootschap (ii) de onafhankelijke bestuurders samen en (iii) de adviseur van de Bieder. Meer specifiek hebben wij overlegd met de volgende personen bij de Vennootschap:
 - Jo Van Gorp (Blanco Blad BV) - Voorzitter van de Raad van Bestuur en onafhankelijk bestuurder van Zenitel
 - Koen Claerbout - CEO en Voorzitter van Zenitel
 - Mark Küpers - CFO van Zenitel
 - De onafhankelijke bestuurders¹
 - ✓ Het uitvoeren van een onafhankelijke analyse van de waardering van Zenitel
- DPCF bevestigt dat de in het Verslag gebruikte assumpties en weerhouden methoden redelijk en relevant zijn.
- Er zijn geen aandelenanalisten die de Vennootschap volgen, en er zijn dan ook geen onderzoeksverslagen beschikbaar.
- Bijlage 1 somt de documenten op die wij van de Bieder en zijn adviseur hebben ontvangen.
- In overeenstemming met de opdrachtbrief ondertekend op 23 oktober 2020 tussen DPCF en 3D, ontving DPCF een vaste vergoeding van € 200.000 (excl. btw) voor de opstelling van dit Verslag, waarvan een bedrag van € 25.000 afhangt van de goedkeuring van het prospectus.

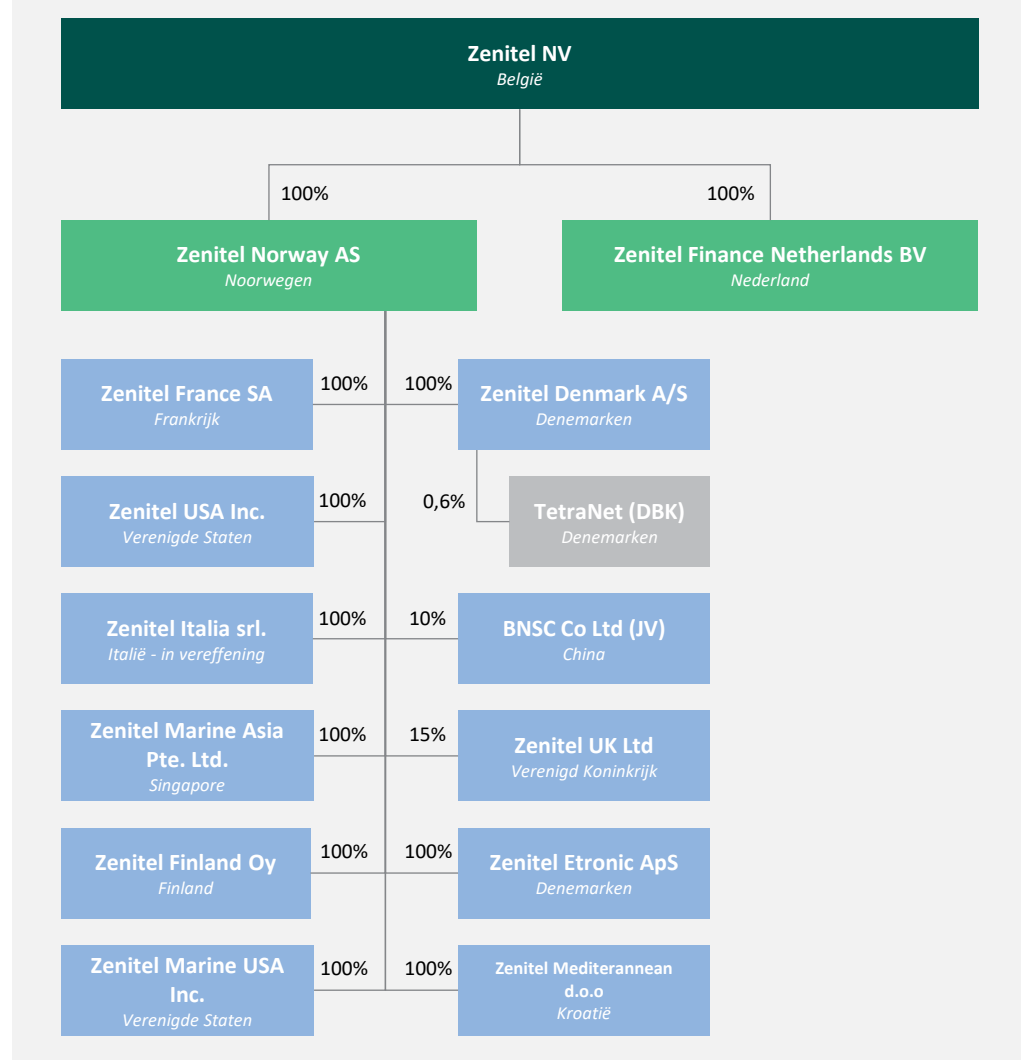




4. Overzicht van Zenitel

Overzicht van Zenitel (1/3)

Organisatiestructuur



Belangrijke wijzigingen aan de organisatiestructuur

1. Op 28 april 2017 heeft Zenitel aangekondigd een hergroepering van aandelen (*reverse stock split*) door te voeren die in werking trad op 10 mei 2017, volgens een ratio van één nieuw aandeel voor 10 bestaande aandelen, met de bedoeling om het aantal uitstaande aandelen te rationaliseren
2. Op 12 oktober 2018 kondigde Zenitel de overname aan van Jotron's intercom- en openbare omroepactiviteiten via een activa deal, meer bepaald de Phontech-activiteiten
3. Op 6 augustus 2019 werd Koen Claerbout aangesteld als nieuwe CEO van de vennootschap

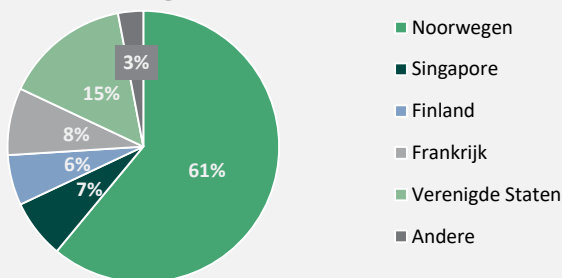


Overzicht van Zenitel (2/3)

Belangrijke bedrijfskenmerken

- Zenitel is een Belgische beursgenoteerde vennootschap die actief is als toonaangevende producent van kritieke IP-communicatiesystemen. Zijn strategische zetel is gevestigd in België, maar zijn operationele zetel bevindt zich in Noorwegen.
- Hij verstrekt ook audio- en datacommunicatieoplossingen voor omgevingen waarin een duidelijke communicatie cruciaal is voor de bescherming van mensenlevens, eigendommen, activa en/of het beheer van kritieke activiteiten. Zenitel ontwikkelt zijn eigen IP, maar combineert het met andere technologieën en producten.
- Zijn *onshore*-activiteiten waren goed voor 48% van de inkomsten in 2019. Deze inkomsten komen voort uit de veiligheids- en beveiligingsactiviteiten. In dit segment biedt Zenitel enkel zelf ontwikkelde producten aan.
- Zijn *offshore*-activiteiten waren goed voor 52% van de inkomsten in 2019. Deze inkomsten komen voort uit de maritieme en energiesector. In dit segment, waarin het historisch een groot marktaandeel bezit, biedt Zenitel geïntegreerde oplossingen aan, waarbij eigen producten worden gecombineerd met producten van derden.
- De productieactiviteiten worden uitbesteed aan fabrikanten van elektronische onderdelen (die zich voornamelijk in Polen bevinden).
- Hoewel Zenitel een beursgenoteerde vennootschap is met een aanbod voor (grote) internationale klanten, is hij actief binnen een nichemarkt en heeft hij een relatief kleine omvang (omzet van circa € 70 miljoen, marktkapitalisatie van ongeveer € 55 miljoen). Derhalve is hij beperkt in zijn financiële middelen om een sterke eigen commerciële structuur op te stellen die zijn verschillende markten wereldwijd dekt.
 - Zenitel heeft een eigen commerciële voetafdruk in bepaalde landen: Noorwegen, Finland, Denemarken, Frankrijk, Singapore en de Verenigde Staten. Dit zijn gewoonlijk '*centers of excellence*' met eigen verkopers die opleidingen geven op de lokale markt.
 - Voor verschillende andere markten, is Zenitel afhankelijk van externe partners/tussenpersonen met een verkooporganisatie die Zenitel producten/oplossingen opnemen in hun ruimer aanbod. Zenitel focust op het aangaan van partnerschappen met een aantal integratoren. In dat opzicht ligt een deel van de O&O-activiteiten tevens op het opbouwen/behouden van kennis over producten van derden evenals op het ontwerpen van eigen producten met sterke integratiefuncties.
- Zenitel beschikt over ongeveer 300 werknemers, waarvan 50% zich in Noorwegen bevindt.

2019 omzet verdeling



Overzicht van Zenitel (3/3)

Overzicht van de aandeelhoudersstructuur

Markt
Soort instrument
Noteringsvaluta
Uitstaande aandelen
Noteringsfrequentie
ISIN
Oprichting

Euronext Brussel

Gewone aandelen

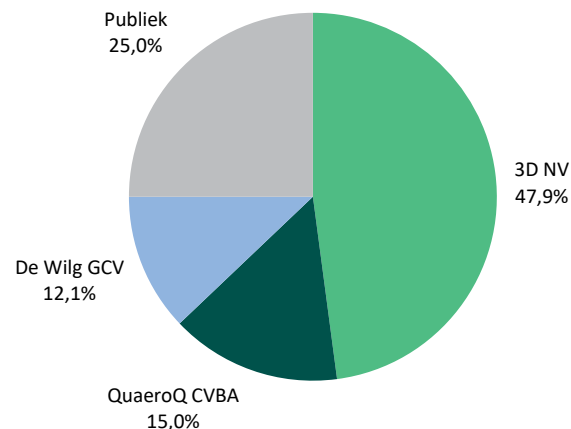
EUR

3.310.884

Dubbele aanbesteding
(*Double call auction*)

BE0003806230

België



Governance-structuur

Leden van de Raad van Bestuur

- Afhankelijke bestuurders
 - Yves De Backer BV, vertegenwoordigd door Yves De Backer;
 - Equity @ Work BV, vertegenwoordigd door Hans Swinnen;
 - K-CL BV, vertegenwoordigd door Koen Claerbout, Managing Director;
- Onafhankelijke bestuurders
 - Blanco Blad BV, vertegenwoordigd door Jo Van Gorp, Voorzitter;
 - Wenche Holen;
 - Liesbet Van der Perre, en;
 - Cascade Dynamics BV, vertegenwoordigd door Gail Smith

Uitvoerend team

- Koen Claerbout, CEO en Managing Director, en;
- Mark Küpers, CFO





5. Waarderingsmethoden en overwegingen

Waarderingsmethoden en overwegingen (1/4)

Aanpak (1/2)

TOEPASSINGSGEBIED WAARDERING

- Het onderhavige Verslag is bedoeld om Zenitel te waarderen op een geconsolideerde en *going concern* basis.
- Wij hebben informatie ontvangen van het Management per 30 september 2020 en hebben de waardering dus uitgevoerd vanaf deze datum.
- Wij ontvingen een Businessplan van Zenitel voor de periode BJ2020-BJ2025 (het “Businessplan”).
- Wij hebben onze waarderingsanalyse op dit Businessplan gebaseerd.

PRIMAIRE WAARDERINGS- METHODE

Verdisconteerde cashflow (discounted cash flow, “DCF”) analyse

- Wij hebben de DCF-analyse gekozen als primaire waarderingsmethode voor Zenitel (i) aangezien de DCF-aanpak ons in staat stelt om de toekomstperspectieven van de Vennootschap duidelijk in overweging te nemen en (ii) wegens onvoldoende ondersteuning om de overige waarderingsmethoden als geschikt te beschouwen voor Zenitel (cf. infra).
- Wij hebben de assumpties die ten grondslag liggen van de ramingen in het Businessplan beoordeeld op basis van besprekingen met het Management en van de historische prestaties van de Groep.

SECUNDAIRE WAARDERINGS- METHODE

De analyse van vergelijkbare bedrijven (comparable company analysis, “CCA”) werd niet weerhouden als primaire waarderingsmethode vanwege:

- Het gebrek aan rechtstreeks vergelijkbare beursgenoteerde vennootschappen (minder dan een handvol sectorgenoten waaronder slechts één Europese vennootschap die slechts deels vergelijkbaar is).
- Bovendien brengen deze sectorgenoten verslag uit op basis van lokale GAAP of IFRS-normen (incl. de nieuwe IFRS 16 regel) die niet in lijn is met het door de Vennootschap verstrekte Businessplan opgesteld op basis van de verslaggeving van het Management (lokale GAAP).
- Deze methode wordt dan ook enkel gebruikt als referentiepunt en extra toetsing van de primaire waarderingsmethode.



Waarderingsmethoden en overwegingen (2/4)

Aanpak (2/2)

AANVULLENDE WAARDERINGS- OVERWEGINGEN

- Naast de primaire en secundaire waarderingsmethoden, hebben wij ook de volgende aanvullende waarderingsoverwegingen gebruikt voor de waardebeoordeling van Zenitel:
 - ✓ **Aandelenkoersanalyse van Zenitel;** en de
 - ✓ **Analyse van de vrijwillige openbare overnamepremies**
- Net zoals de CCA-benadering, worden beide waarderingsoverwegingen gebruikt als referentiepunten en extra toetsing voor onze primaire waarderingsmethode, de DCF-analyse, voornamelijk vanwege de beperkte liquiditeit van het Zenitel-aandeel.

UITGESLOTEN WAARDERINGS- METHODEN

Analyse van vergelijkbare transacties (comparable transaction analysis, “CTA”)

- Wij hebben de CTA-methode niet weerhouden gelet op de beperkte beschikbaarheid van specifieke informatie over vergelijkbare transacties.

Nettovermogenswaardemethode (net asset value method, “NVW”)

- Wij hebben de NVW-methode niet gekozen om de volgende redenen:
 1. De NVW-methode is gebaseerd op een retrospectieve benadering en is meer geschikt voor vennootschappen met aanzienlijke materiële activa (zoals holding- en vastgoedvennootschappen);
 2. Deze methode gaat niet uit van het continuïteitsbeginsel en is dan ook meer geschikt voor vereffeningsscenario's.



Waarderingsmethoden en overwegingen (3/4)

Overzicht

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



Waarderingsmethoden en overwegingen (4/4)

Van Ondernemingswaarde naar Aandeelwaarde

Waarderingsmethoden

1. Primaire waarderingsmethode: DCF-analyse
2. Secundaire waarderingsmethode gebruikt als toetsing: CCA
3. Aanvullende waarderingsoverwegingen: aandelenkoersanalyse en analyse van openbaarbodpremies die leiden tot waardering van het eigen vermogen

Ondernemingswaarde

Netto financiële schuld, op 30 september 2020 (in k€)

Financiële schulden	2.574
Liquide middelen	(22.710)
Netto financiële schulden / (liquide middelen)	(20.136)

Aanpassingen aan netto financiële schuld

1 Pensioenverplichtingen	423
2 Niet-operationele voorzieningen	4.185
3 Belastingvoorzieningen Zenitel Norway AS	1.763
Preferente aandelen	-
Aankoop eigen aandelen	-
Minderheidsdeelnemingen	-
4 Netto werkkapitaal aanpassingen	(835)
Totale aanpassingen	5.535

Aangepaste netto financiële schuld / (liquide middelen) (14.601)

Waarde van het eigen vermogen

Gedeeld door het aantal volledig verwaterde Zenitel-aandelen:
3.310.884

Waarde van het eigen vermogen per Aandeel of Aandeelwaarde

- Op basis van de hoger vermelde waarderingsmethodes komen we tot een raming van de Ondernemingswaarde ("OW") van Zenitel.
- Het Management heeft de meest recente financiële gegevens per 30 september 2020 overgemaakt
- Door de OW te corrigeren voor de aangepaste netto financiële schuld ("NFS") per 30 september 2020, bekomen we de waarde van het eigen vermogen.
 - De aanpassingen voor de netto financiële schuld omvatten:

- 1 Verplichtingen uit hoofde van pensioenregelingen ten bedrage van € 423.000 die als een schuldelement moeten beschouwd worden.
- 2 Voorzieningen aangelegd door de Vennootschap in het kader van juridische en overige voorzieningen.
- 3 Belastingvoorzieningen die betrekking hebben op de bijzondere belastingregeling in Noorwegen. In de loop van het jaar worden de niveaus van de voorzieningen opgebouwd in elke vennootschap waarvan het Management meent dat deze er behoefte aan heeft. Op het einde van het jaar worden deze voorzieningen, samen met belastingadviseurs, bijgesteld.
- 4 Aanpassing van het Netto Werkkapitaal ("NWK") van (€ 835.000),

We merken op dat de balans uitgestelde belastingvorderingen ("UBV") voorziet. De UBV hebben onder meer betrekking op netto operationele verliezen ("NOV") die voornamelijk in de Belgische entiteit (Zenitel NV Belgium) werden opgelopen. Zenitel genereert zeer beperkte inkomsten, wat de waarde van de NOV zeer onzeker maakt volgens het Management. Om deze reden, wordt de waarde van de NOV niet in aanmerking genomen bij de brug van ondernemingswaarde naar eigen vermogen.

- Door de waarde van het Eigen Vermogen te delen door het aantal volledig verwaterde aandelen, bekomen we de Waarde van het Eigen Vermogen per Aandeel of de Aandeelwaarde.





6. Waardering van Zenitel

6.1	Business Plan	19
6.2	Verdisconteerd cash flow model (DCF)	25
6.3	Analyse vergelijkbare bedrijven (CCA)	32
6.4	Analyse vergelijkbare transacties (CTA)	40
6.5	Aanvullende waarderingsoverwegingen	43

6. Waardering van Zenitel

6.1	Business Plan	19
6.2	Verdisconteerd cash flow model (DCF)	25
6.3	Analyse vergelijkbare bedrijven (CCA)	32
6.4	Analyse vergelijkbare transacties (CTA)	40
6.5	Aanvullende waarderingsoverwegingen	43

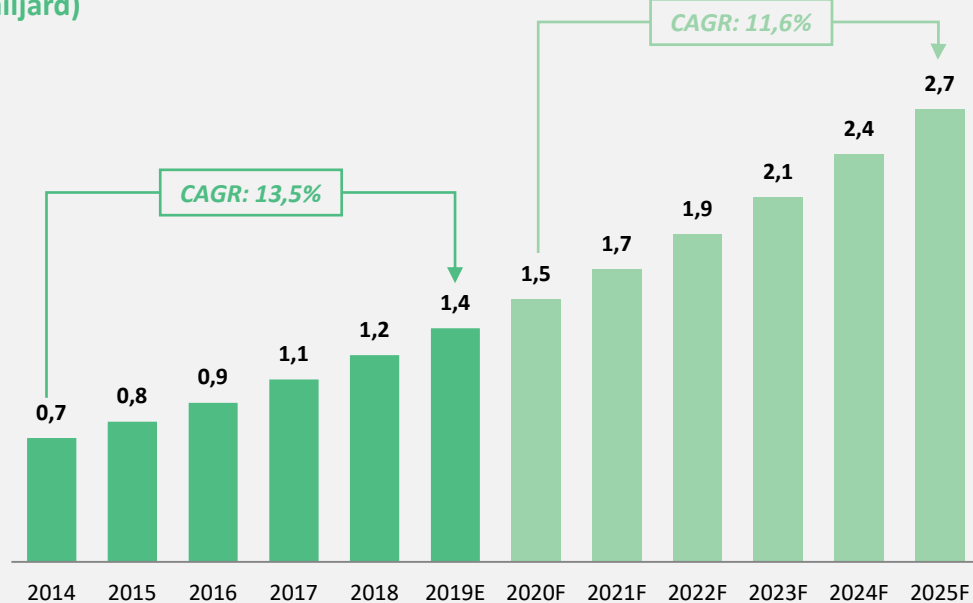


Marktdynamiek

Wereldwijde IP Intercom markt (1/2)

Wereldwijde IP Intercom markt

Omzet (\$ miljard)



Eenheden (in duizend)

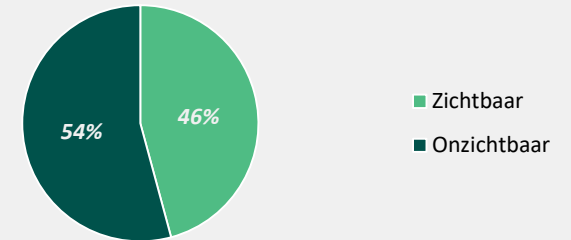
3.111 3.589 4.147 4.832 5.557 6.386 7.284 8.258 9.397 10.640 12.086 13.648

Jaarlijkse omzetgroei

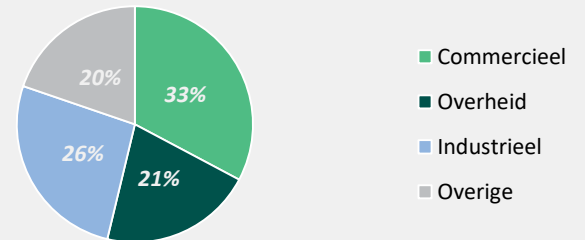
n.v.t. 13,2% 13,5% 14,7% 13,2% 13,1% 12,3% 11,5% 11,8% 11,3% 11,9% 11,0%

Opsplitsing in 2019

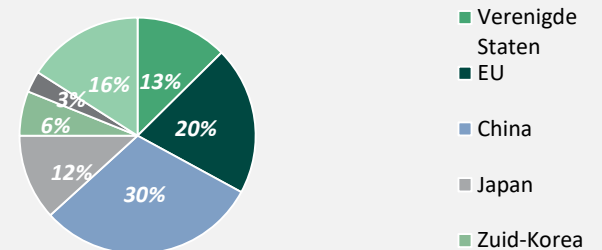
Soort



Applicatie



Regio



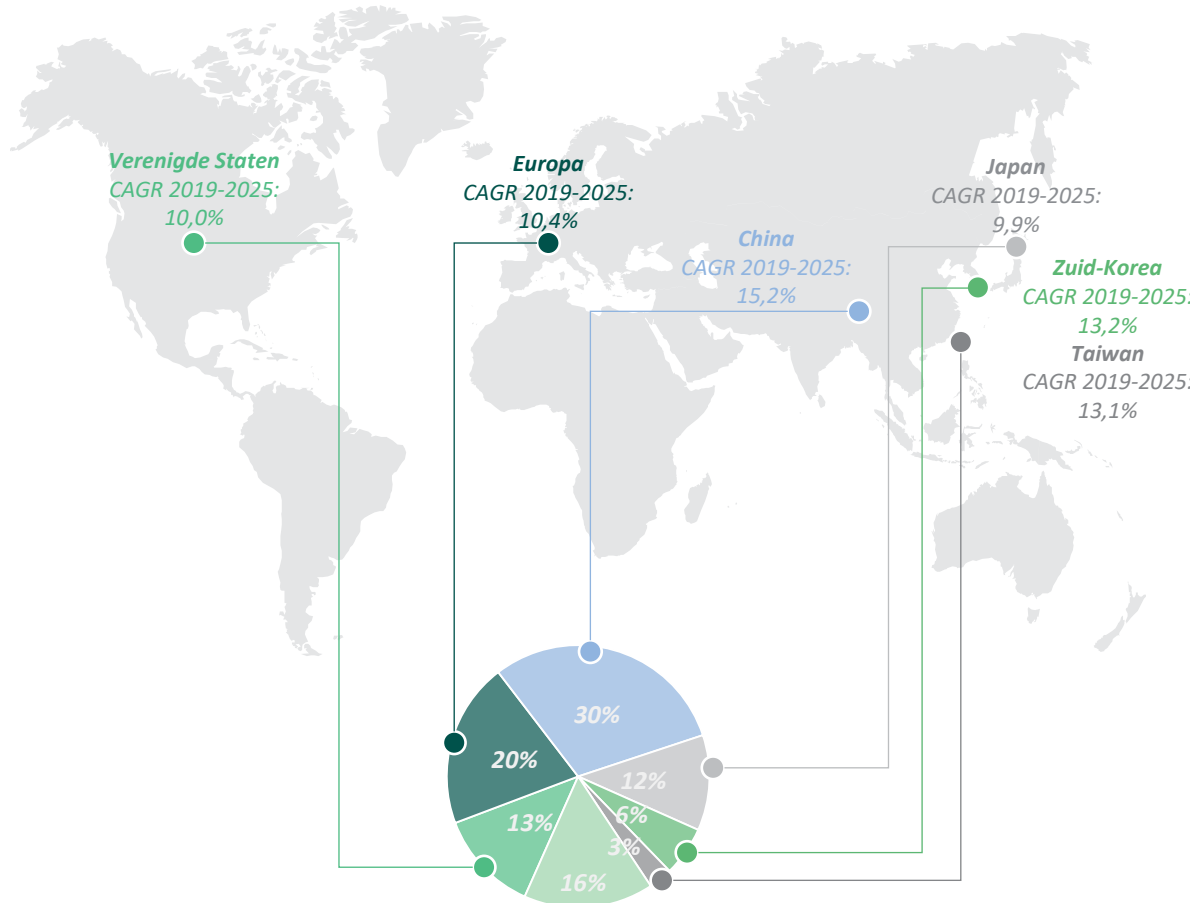
- Volgens het Wereldwijd IP Intercom Marktonderzoeksverslag uitgevoerd door QYResearch (2019), wordt verwacht dat de jaarlijks samengestelde groei (CAGR) van de markt voor de periode 2019-2025 11,7% bedraagt. Hierbij dient opgemerkt te worden dat de maritieme en energiesector, die volgens het management van Zenitel eerder een stabiele markt is, slechts 15% vertegenwoordigt van wat door dit marktonderzoek wordt gedekt, terwijl het goed is voor bijna 50% van de omzet van Zenitel. Derhalve, en ook gelet op de eigen historische prestaties van de Vennootschap, zijn wij van mening dat het lagere groeipercentage (CAGR van 6,6%) dat in het Businessplan van Zenitel wordt weerspiegeld, gepast is.



Marktdynamiek

Wereldwijde IP Intercom markt (2/2)

Wereldwijde IP Intercom marktgroei per regio



Geselecteerde spelers op de IP Intercom markt

Verenigde Staten



Europa



China



Japan



Rest van de wereld



- ▶ China is de grootste markt voor IP Intercom-oplossingen, goed voor bijna 1/3 van de wereldwijde waarde.
- ▶ Na China, is Europa de grootste markt voor IP Intercom uitrusting, met een zeer gefragmenteerd landschap.



Businessplan (1/3)

Historische gegevens en Businessplan (1/2)

Resultatenrekening (in k EUR) Management rapportering, non-IFRS	BJ16 historisch	BJ17 historisch	BJ18 historisch	BJ19 historisch	2020 jan-sep historisch	BJ20 voorspelling	BJ20 historisch	BJ21 voorspelling
Omzet	63.473	60.585	61.161	76.257	54.455	71.913	72.955	75.513
Directe productiekosten	(29.285)	(25.743)	(26.313)	(35.160)	(15.544)	(29.974)	(31.805)	(31.919)
Directe productiemarge	34.188	34.841	34.848	41.097	31.425	41.939	41.149	43.594
Als een % van omzet	53,9%	57,5%	57,0%	53,9%	57,7%	58,3%	56,4%	57,7%
Omzet groei	-	(4,6%)	1,0%	24,7%		(5,7%)	(4,3%)	5,0%
Operationele kosten	(29.876)	(29.364)	(30.864)	(36.437)	(24.696)	(32.139)	(31.839)	(37.400)
EBITDA	4.312	5.478	3.984	4.660	6.730	9.800	9.311	6.193
Als een % van omzet	6,8%	9,0%	6,5%	6,1%	12,4%	13,6%	12,8%	8,2%
EBITDA groei	-	27,0%	(27,3%)	17,0%		110,3%	99,8%	(36,8%)
Afschrijvingen	(1.830)	(1.666)	(1.076)	(747)	(554)	(1.365)	(742)	(1.452)
EBIT	2.483	3.812	2.908	3.913	6.175	8.436	8.568	4.741
Als een % van omzet	3,9%	6,3%	4,8%	5,1%	11,3%	11,7%	11,7%	6,3%
Afschrijvingen als een % van omzet	(2,9%)	(2,8%)	(1,8%)	(1,0%)	(1,0%)	(1,9%)	(1,0%)	(1,9%)

RUBRIEK	ASSUMPTIES
Omzet	- Zenitel heeft de voorbije jaren (periode BJ16-BJ18) geen duidelijk groeitraject laten zien, aangezien hij onder meer worstelde met de commerciële uitrol in sommige regio's. In 2019 is de omzet significant gestegen, mede dankzij de overname van Phontech (omzet van ongeveer € 7,3 miljoen). - Met de nieuwe CEO aan boord sinds medio 2019, worden gerichte inspanningen geleverd om de strategische partnerschappen te versterken, wat zich naar verwachting vanaf 2020 geleidelijk aan zal vertalen in een stijging van de omzet. De Vennootschap werkt tevens aan een aantal belangrijke (product-) innovaties ter ondersteuning van het behouden/versterken van haar marktpositie, maar doorgaans duurt het ongeveer 3 jaar vooraleer de gevolgen van die innovaties op kruissnelheid zijn. - Alles samen stelt het management een CAGR van 6,6% van de omzet voorop gedurende de periode van het Businessplan (BJ20-BJ25), om een niveau van om en bij de € 100 miljoen te bereiken tegen BJ25. Deze groeidoelstelling is 100% organisch en dient vergeleken met een historische CAGR van 6.3% (BJ16-BJ19) die echter externe groei bevat (overname van Phontech op het einde van BJ18). Zonder deze externe groei, bedraagt de CAGR slechts 2.8%⁽¹⁾.

Opmerking: de management rapportering cijfers voor BJ2020 zijn louter ter informatie toegevoegd, aangezien onze waardering is uitgevoerd vóór de publicatie van de BJ2020 cijfers

(1) op basis van Phontech BJ17 omzet van € 7,3 miljoen

Bron: Management, Wereldwijd IP-intercom Marktonderzoeksverslag (QYResearch 2019)



Businessplan (2/3)

Historische gegevens en Businessplan (2/2)

Resultatenrekening (in k EUR) Management rapportering, non-IFRS	BJ16 historisch	BJ17 historisch	BJ18 historisch	BJ19 historisch	2020 jan-sep historisch	BJ20 voorspelling	BJ20 historisch	BJ21 voorspelling
Omzet	63.473	60.585	61.161	76.257	54.455	71.913	72.955	75.513
Directe productiekosten	(29.285)	(25.743)	(26.313)	(35.160)	(15.544)	(29.974)	(31.805)	(31.919)
Directe productiemarge	34.188	34.841	34.848	41.097	31.425	41.939	41.149	43.594
Als een % van omzet	53,9%	57,5%	57,0%	53,9%	57,7%	58,3%	56,4%	57,7%
Omzet groei	-	(4,6%)	1,0%	24,7%		(5,7%)	(4,3%)	5,0%
Operationele kosten	(29.876)	(29.364)	(30.864)	(36.437)	(24.696)	(32.139)	(31.839)	(37.400)
EBITDA	4.312	5.478	3.984	4.660	6.730	9.800	9.311	6.193
Als een % van omzet	6,8%	9,0%	6,5%	6,1%	12,4%	13,6%	12,8%	8,2%
EBITDA groei	-	27,0%	(27,3%)	17,0%		110,3%	99,8%	(36,8%)
Afschrijvingen	(1.830)	(1.666)	(1.076)	(747)	(554)	(1.365)	(742)	(1.452)
EBIT	2.483	3.812	2.908	3.913	6.175	8.436	8.568	4.741
Als een % van omzet	3,9%	6,3%	4,8%	5,1%	11,3%	11,7%	11,7%	6,3%
Afschrijvingen als een % van omzet	(2,9%)	(2,8%)	(1,8%)	(1,0%)	(1,0%)	(1,9%)	(1,0%)	(1,9%)

RUBRIEK	ASSUMPTIES
Operationele winstgevendheid	- De brutomarge zal naar verwachting stabiel blijven in de loop van de termijn waarop het Businessplan betrekking heeft. Dit is in lijn met de historische marges, waarbij voor het BJ25 een brutomarge wordt bereikt van € 56,6 miljoen, wat overeenkomt met 57,3% van de omzet. - BJ20 moet worden beschouwd als een overgangsjaar met historisch hoge EBITDA en EBIT-marge percentages door een omzetzdaling ten gevolge van de Covid-19 crisis in combinatie met significante tijdelijke inspanningen om de bedrijfskosten te beheersen (minder verplaatsingen, beurzen, enz.) binnen een context van zorgvuldig beheer. Toch voorziet het management vanaf 2021 een stijging van de operationele kosten ter ondersteuning van de verwezenlijking van het Businessplan: een stijging van het O&O-budget (met het oog op het versnellen en versterken van de innovatie om technologisch leiderschap te bereiken/te behouden), van de M&S kosten (om het marktbereik te verbreden) en van de kosten om de organisatie voor operationele excellentie te versterken. Verder zal de Vennootschap investeren in systemen en tools. De verdere integratie van de overname van Phontec heeft de resultaten van 2020 positief beïnvloed en wordt door het management beschouwd als een factor van structurele verbetering van het Businessplan. - Na het overgangsjaar 2020, voorziet het Businessplan voor BJ21 een EBITDA-marge van 8,2%, wat iets meer is dan de genormaliseerde marge van 7,7% die in BJ19 werd geboekt (zie p.24). Verwacht wordt dat de EBITDA-marge de komende jaren van het Businessplan geleidelijk aan zal stijgen tot een niveau van 9,6% in BJ25, wat zou leiden tot een EBITDA van € 9,5 miljoen in BJ25. - Na het overgangsjaar 2020, voorziet het Businessplan in een EBIT-marge van 6,3% voor BJ21. Verwacht wordt dat de EBIT-marge de komende jaren van het Businessplan geleidelijk aan zal stijgen tot een niveau van 7,7% in BJ25, wat zou leiden tot een EBIT van € 7,6 miljoen in BJ25.

Opmerking: de management rapportering cijfers voor BJ2020 zijn louter ter informatie toegevoegd, aangezien onze waardering is uitgevoerd vóór de publicatie van de BJ2020 cijfers
Bron: Management, Wereldwijd IP-intercom Marktonderzoeksverslag (QYResearch 2019)



Businessplan (3/3)

2019 en 2020 EBITDA normalisatie

- ▶ De DCF-methode (cf. *infra*) wordt uitgevoerd op basis van de assumpties van het Businessplan omschreven op de twee voorgaande pagina's en die gebaseerd zijn op de verslaggeving van het management, d.w.z. op een niet-IFRS-basis. Hoewel de DCF-aanpak enkel rekening houdt met toekomstige kasstromen, hebben we de cijfers van het BJ19 en BJ20 (niet-IFRS versie) geanalyseerd om inzicht te krijgen in de genormaliseerde operationele prestaties van de Vennootschap, en dit als maatstaf voor de toekomstige prestaties. Het jaar BJ20 (voorspelling) moet echter worden beschouwd als een overgangsjaar gelet op de gevolgen van de Covid-19 crisis op het algemene ondernemingsklimaat en de daarmee samenhangende maatregelen die de Vennootschap heeft doorgevoerd om de kosten te beperken.
- ▶ De CCA-methode zal marktwaarderingsparameters (d.w.z. ratio's) toepassen die zijn afgeleid van beursgenoteerde sectorgenoten die rapporteren in lokale GAAP of IFRS. Als de boekhoudprincipes van sectorgenoten verschillen van deze van Zenitel, moeten de ratio's worden aangepast om met dit verschil rekening te houden. Onderstaande tabel geeft de impact weer van de IFRS 16 herindeling op de BJ19 EBITDA, maar voor BJ20 (voorspelling) beschikken we niet over de input om een dergelijke herindeling uit te voeren.

EBITDA BJ19 Normalisaties (in kEUR)		Als % van de omzet
EBITDA BJ19 - Management rapportering	4.660	6,1%
EBIT BJ19 - Management rapportering	3.913	5,1%
Normalisatie 1 - 2018 omzet	(970)	
Normalisatie 2 - Waardevermindering op overname	1.200	
Normalisatie 3 - Voorzieningen	1.000	
EBITDA BJ19 - Genormaliseerd	5.890	7,7%
EBIT BJ19 - Genormaliseerd	5.143	6,7%
IFRS 16 aanpassing	1.800	
EBITDA 2019 - Genormaliseerd na IFRS 16 aanpassingen	7.690	
EBIT 2019 - Genormaliseerd na IFRS 16 aanpassingen	6.943	

Opmerkingen

Ontvangsten van €1,8m die normaal in BJ18 zouden zijn geweest, maar zijn verschoven naar begin BJ19
Waardevermindering voorraad van €1,4m, vergeleken met normaal €200.000, dus een netto-effect van €1,2m
Voorziening in 2019 voor herstructureringskosten (verwacht in BJ20): €1m

Effect van de behandeling van leases volgens IFRS 16

EBITDA BJ20 Normalisaties (in kEUR)		
EBITDA BJ20 - Management rapportering	9.800	13,6%
EBIT BJ20 - Management rapportering	8.436	11,7%
Normalisatie 1 - Voorziening	(650)	
Normalisatie 2 - Covid subsidie	(340)	
Normalisatie 3 - Lagere kosten	(2.250)	
EBITDA BJ20 - Genormaliseerd	6.560	8,7%
EBIT BJ20 - Genormaliseerd	5.196	6,9%
IFRS 16 aanpassing	-	
EBITDA BJ20 - Genormaliseerd na IFRS 16 aanpassingen	6.560	
EBIT BJ20 - Genormaliseerd na IFRS 16 aanpassingen	5.196	

Opmerkingen

Gedeelte van voorziening terugdraaien (aangezien herstructureringskosten lager waren dan €1m in BJ20)
COVID-steun van de regering
Lagere reis- en marketingkosten als gevolg van de lockdown

Nog niet gekwantificeerd



6. Waardering van Zenitel

6.1	Business Plan	19
6.2	Verdisconteerd cash flow model (DCF)	25
6.3	Analyse vergelijkbare bedrijven (CCA)	32
6.4	Analyse vergelijkbare transacties (CTA)	40
6.5	Aanvullende waarderingsoverwegingen	43



DCF-methode (1/6)

Aanpak (1/2)

Definitie van DCF

- De DCF-methode is een intrinsieke waarderingsmethodologie gebaseerd op:
 - De ramingen van de vrije cashflow toebehorend aan het Bedrijf (Free Cash Flows to the Firm, “FCFF”) over een periode van 5 tot 10 jaar, berekend op basis van de voorspelde financiële cijfers van het Businessplan; en
 - Een verdisconteringsvoet: de gewogen gemiddelde kapitaalkost (Weighted Average Cost of Capital, “WACC”)

$$\text{Ondernemingswaarde (OW)} = \sum_{t=1}^N \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{\text{Eindwaarde}}{(1 + WACC)^N}$$

Waarbij:

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

FCFF

- De FCFF is als volgt berekend:
 - EBITDA**: gebaseerd op het door het management opgestelde Businessplan (verslaggeving van het management)
 - Belastingen**: gebaseerd op de Noorse vennootschapsbelasting van 22% vanaf BJ20
 - Kapitaalsinvesteringen**: gebaseerd op voorspellingen van het management zoals weergegeven in het Businessplan
 - (Veranderingen) in NWK** werd geraamd door het management op basis van diens analyse van het netto werkkapitaal als percentage van de verkoop over de historische periode van BJ16-BJ19 en rekening houdend met de groei inherent aan het Businessplan.

WACC

- De WACC werd geraamd op basis van de informatie van het management, onze selectie van beursgenoteerde vergelijkbare vennootschappen, de Damodaran database en schattingen van Degroof Petercam
- Zie pag. [28](#)



DCF-methode (2/6)

Aanpak (2/2)

Eindwaarde

- De Eindwaarde is geschat op basis van de volgende Gordon-Shapiro formule, uitgaande van een bestendige groei van 1,5%, op basis van de historische gemiddelde percentage economische groei op 15 jaar in Europa, en strookt met onze WACC-berekening:

$$\text{Eindwaarde} = \frac{\text{Terminale FCFF}}{\text{WACC} - \text{bestendige groei}}$$

Huidige waarde & gevoeligheidsanalyse

- We namen aan dat de cashflows gelijk verdeeld zijn over het jaar en we gebruikten de mid-jaar conventie, wat betekent dat de cashflows verdisconteerd zullen worden over de volgende jaren: 0,5, 1,5, 2,5 enz.
- De DCF-methode is gevoelig voor de onderliggende assumpties. Daarom hebben we een gevoeligheidsanalyse uitgevoerd voor marktparameters evenals voor bedrijfsspecifieke parameters.

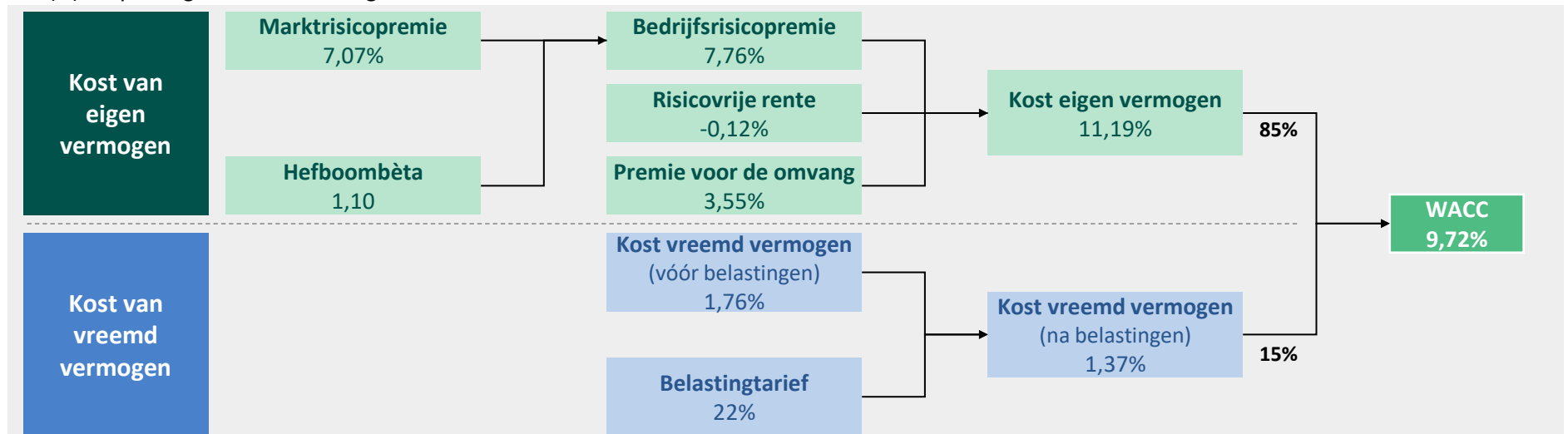


DCF-methode (3/6)

Gewogen Gemiddelde Kapitaalkost (WACC)

DPCF heeft de FCFF van Zenitel verdisconteerd aan de hand van een WACC van 9,72%, berekend per 28 oktober 2020 as volgt:

- De kost van het eigen vermogen is gebaseerd op de formule van het Capital Asset Pricing Model ("CAPM"):
 - Risicovrije rente ("RFR") van -0,12%, op basis van de gemiddelde rente van Franse tienjarige staatsobligaties over de laatste twaalf maanden (LTM). De Franse tienjarige staatsobligaties werden geselecteerd aangezien ze geacht worden een gemiddeld niveau van RFR in Europa te weerspiegelen.
 - Een schuldenvrije bèta van 0,96, gebaseerd op het gewogen gemiddelde van bèta's van verschillende sectoren uit de Damodaran database, na toetsing met bèta's van beursgenoteerde vergelijkbare vennootschappen (dezelfde referentiegroep werd gebruikt als voor de hiernavolgende CCA-methode). De verschillende sectoren werden geselecteerd op basis van Zenitel's blootstelling aan elk van hen (zie bijlage 3).
 - Marktrisicopremie ("MRP") van 7,07% op basis van het gemiddelde over de LTM van de marktrisicopremie zoals geraamd door Degroof Petercam Corporate Finance.
 - Een premie voor de omvang van 3,55% op basis van onderzoek van Duff & Phelps (zie bijlage 4).
- De kost van vreemd vermogen vóór belastingen (1,76%) bestaat uit een gemiddelde spread van 2,25% (op basis van BB+ geschatte rating) en -0,49%, de Europese swaprente over 5 jaar op 28.10.2020. De kost van vreemd vermogen vóór belastingen in combinatie met het tarief van de Noorse vennootschapsbelasting (22%) resulteert in een kost van vreemd vermogen na belastingen van 1,37%.
- Kapitaalstructuur van 15%/85% (Financiële schulden/Ondernemingswaarde) gebaseerd op (ii) de gemiddelde kapitaalstructuur van de relevante sector in de Damodaran database (ii) beursgenoteerde vergelijkbare vennootschappen (dezelfde referentiegroep werd gebruikt als voor de hiernavolgende CCA-methode) en (iii) besprekingen met het Management.



DCF-methode (4/6)

Resultaat

DCF analyse - Zenitel op 30 september 2020

Ondernemingswaarde	49.792
Netto liquide middelen / (schuld) op 30 september 2020	14.601
Waarde van het Eigen vermogen	64.393
Aantal volledig verwaterde aandelen	3.311
Waarde per aandeel (€)	19,45

Belangrijkste assumpties

Lange termijn groeivoet	1,5%
WACC	9,7%
Belastingtarief Noorwegen	22,0%
Waarderingsdatum	30/09/2020

Andere ratio's

Eindwaarde als % van de ondernemingswaarde	76,0%
BJ19 impliciete OW/EBITDA genormaliseerd	8,5x
BJ21 impliciete OW/EBITDA	8,0x
EBITDA-mult. TV	5,7x

Opmerkingen

- Het Management heeft financiële cijfers verstrekt per september⁽¹⁾, waardoor de waardering dienovereenkomstig wordt uitgevoerd per 30 september 2020, gebruikmakend van de meest recente financiële gegevens van het jaar tot nu toe.
- De waarde van de Vennootschap op basis van de DCF-methode is gebaseerd op: (i) de cashflows toebehorend aan het bedrijf gegenereerd tijdens het vijfjarige Businessplan (BJ20-BJ25) evenals op (ii) de eindwaarde (TV).
- Gelet op de waarderingsdatum, werd voor het jaar BJ20 rekening gehouden met de cashflows van slechts drie maanden. Derhalve is de cashflow die voor BJ20 in aanmerking wordt genomen, gebaseerd op het verschil tussen de werkelijke financiële resultaten per 30 september 2020 en de voorspellingen van het Management voor BJ20. Aangezien de cashflows niet seizoensgebonden zijn, zijn we uitgegaan van een mid-jaar conventie in de verdisconteringsfactor.
- De eindwaarde is gebaseerd op het laatste jaar van het Businessplan, waarop we een bestendige groei van 1,5% hebben toegepast, in lijn met de historische economische groei in Europa over 15 jaar.
- De afschrijvingen werden gelijkgesteld aan de kapitaalsinvesteringen in de eindwaarde om aan te geven dat de Vennootschap geen groei-kapitaalsinvesteringen meer heeft en dat de omzet een "stabiele toestand" heeft bereikt.
- De DCF-methode resulteert in een geschatte OW van € 49,8 miljoen, wat een ratio BJ19 OW/EBITDA van 8,5x (na normalisaties) en een ratio van BJ21 OW/EBITDA van 8,0x impliceert.
- Na correctie van de OW voor de aangepaste netto financiële schuld, verkrijgen we een geschatte Waarde van het Eigen Vermogen van Zenitel van € 64,4 miljoen en een geschatte Waarde van het Eigen Vermogen per Aandeel van € 19,45.



DCF-methode (5/6)

Gevoeligheidsanalyses

Gevoeligheidsanalyse - Markt assumpties (Waarde per aandeel)

Bestendige groei voet	WACC					
	-	8,72%	9,22%	9,72%	10,22%	10,72%
	0,50%	19,9	19,0	18,2	17,5	16,8
	0,75%	20,3	19,3	18,5	17,7	17,1
	1,50%	21,5	20,4	19,4	18,6	17,8
	1,75%	22,0	20,8	19,8	18,9	18,1
	2,00%	22,6	21,3	20,2	19,2	18,4

Gevoeligheidsanalyse - Bedrijfsspecificiteiten (Waarde per aandeel)

Verandering in EBIT marge	Verandering in kapitaalsinvesteringen					
	-	90%	95%	100%	105%	110%
	(1,0%)	17,4	17,1	16,8	16,4	16,1
	(0,5%)	18,8	18,4	18,1	17,8	17,5
	0,0%	20,1	19,8	19,4	19,1	18,8
	0,5%	21,4	21,1	20,8	20,5	20,1
	1,0%	22,8	22,5	22,1	21,8	21,5

Gevoeligheidsanalyse in de eindwaarde- Bedrijfsspecificiteiten (Waarde per aandeel)

Verandering in EBIT marge in de eindwaarde	Kapitaalsinvesteringen in de eindwaarde (als % van omzet)					
	-	1,50%	1,75%	1,89%	2,00%	2,25%
	(1,0%)	18,4	17,8	17,4	17,2	16,5
	(0,5%)	19,4	18,8	18,4	18,2	17,5
	0,0%	20,4	19,8	19,4	19,2	18,5
	0,5%	21,4	20,8	20,4	20,2	19,5
	1,0%	22,4	21,8	21,4	21,2	20,5

Opmerkingen

- Gevoeligheidsanalyses met betrekking tot de belangrijkste parameters van de op DCF-gebaseerde waardering werden uitgevoerd.
- De eerste tabel geeft de impact weer van een wijziging van marktparameters op de waarde van het eigen vermogen. Horizontaal heeft een wijziging in de WACC een invloed op de volledige periode van het Businessplan evenals op de eindwaarde. Verticaal heeft de wijziging van de groei van de eindwaarde enkel een invloed op de groei op lange termijn. De waarde van het Eigen Vermogen van Zenitel is gevoelig voor beide parameters.
- De tweede tabel geeft de impact weer op de waarde van het eigen vermogen indien de kapitaalsinvesteringen of de bedrijfsresultaat (EBIT) marge in de loop van de periode van het Businessplan zou wijzigen. Beide parameters hebben een invloed op de volledige periode van het Businessplan evenals op de eindwaarde. We merken op dat een lichte daling/stijging van de winstgevendheid een aanzienlijke impact zou hebben op de waarde van het eigen vermogen.
- De derde tabel geeft de impact weer op de waarde van het eigen vermogen, maar enkel op TV-parameters.

- De verkregen waarde van het eigen vermogen is heel gevoelig aan de in het Businessplan voorspelde marges. Ter illustratie: een daling van de EBIT-marge met 1% gedurende de periode van het Businessplan zou leiden tot een daling van ongeveer 14% van de waarde van het aandeel (€ 16,8 vs. € 19,4). Evenzo zou een stijging van de EBIT-marge met 1% leiden tot een hogere waarde van het aandeel van ongeveer 14% (€ 22,1 vs. € 19,4).
- Het DCF-bereik van € 17,8 - € 21,5 wordt berekend als het bereik van de waarden van de aandelen voor een WACC die schommelt tussen 8,72% en 10,72%.



DCF-methode (6/6)

Assumpties over NWK en kapitaalsinvesteringen

Netto werkkapitaal (Management voorspelling) in EURk	2020 jan-sep Historisch	LTM Historisch	BJ20 voorspelling	BJ21 voorspelling
Vorraden	15.800			
Lopende contracten	-			
Handelsvorderingen	12.508			
Handelsschulden	(13.767)			
Handelswerkkapitaal	14.541			
Uitgestelde kosten en toegerekende baten	1.320			
Netto werkkapitaal	15.861	15.026	15.115	15.971
Veranderingen in netto werkkapitaal	(3.669)		(89)	(856)
<i>Als een % van omzet</i>	<i>22,1%</i>	<i>20,9%</i>	<i>21,0%</i>	<i>21,1%</i>

- Het Management heeft ons het gemiddelde Netto Werkkapitaal ("NWK") over de laatste twaalf maanden ("LTM") afgeleverd. Het bedraagt € 15.026.000 of 20,8% van de omzet BJ20. We hebben het LTM gemiddelde gebruikt als indicator voor het genormaliseerde werkkapitaal voor onze op DCF gebaseerde waardering.
- Op basis van de afgeleverde cijfers, hebben we tevens een NWK-positie berekend per 30 september 2020. Deze wordt weergegeven in bovenstaande tabel. Merk op dat onze berekeningen de voorzieningen die in de NFS beschouwd worden als met schulden vergelijkbare items uitsluiten (zie p.17 voor meer details). Vervolgens berekenen we het verschil tussen het gemiddelde NWK LTM en deze per 30 september 2020 (€ 835.000), dat aan de 'OW-Eigen Vermogen' brug wordt toegevoegd.
- We merken op dat het NWK per 30 september 2020 hoger is dan het NWK LTM evenals dan het verwachte niveau op het einde van het jaar 2020. Volgens het Management wordt dit verschil verklaard door een hogere voorraad voorzien om een eventueel voorraadtekort tijdens de Covid-19-crisis te vermijden.
- Het Management heeft een NWK-prognose gemaakt over de termijn van het Businessplan. Vanaf BJ21, verwacht het Management een toename van het werkkapitaal via het Businessplan ter financiering van (i) de toename van klantenkrediet ten gevolge van het bedienen van grotere klanten en projecten en (ii) de toename van voorzieningen voor voorraden ten gevolge van de beoogde geografische uitbreiding en de toenemende levertijden voor elektronische componenten. Het leidt tot een nagestreefde NWK van 22,2% van de omzet tegen BJ25 (in vergelijking met een LTM gemiddelde van 20,8% en van 15,8% over de voorbije drie jaar)

Kapitaalsinvesteringen (Management voorspelling) - in EURk	BJ16 historisch	BJ17 historisch	BJ18 historisch	BJ19 historisch	2020HJ Historisch	BJ20 voorspelling	BJ20 historisch	BJ21 voorspelling
Afschrijvingen	(1.830)	(1.666)	(1.076)	(747)	(682)	(1.365)	(742)	(1.452)
<i>Als een % van omzet</i>	<i>-2,88%</i>	<i>-2,75%</i>	<i>-1,76%</i>	<i>-0,98%</i>	<i>-1,25%</i>	<i>-1,90%</i>	<i>-1,02%</i>	<i>-1,92%</i>
Kapitaalsinvesteringen	220	224	314	1.101	685	1.369	901	1.457
<i>Als een % van omzet</i>	<i>0,35%</i>	<i>0,37%</i>	<i>0,51%</i>	<i>1,44%</i>	<i>1,26%</i>	<i>1,90%</i>	<i>1,24%</i>	<i>1,93%</i>

- Het Management verwacht dat het niveau van kapitaalsinvesteringen ten opzichte van het Businessplan naar 2% zal stijgen om de groei van de Vennootschap te bevorderen (aangezien een toetsing met geïdentificeerde sectorgenoten eveneens een niveau van kapitaalsinvesteringen rond 2% vertoont).
- In de eindwaarde werd de afschrijving gelijkgesteld met de kapitaalsinvesteringen om aan te geven dat er geen kapitaalsinvesteringen voor uitbreiding meer worden gedaan.
- Het Management voorziet een relatief hoger investeringsbudget gedurende de termijn van het Businessplan ter financiering van (i) bijkomende O&O en (ii) de ontwikkeling en uitvoering van een nieuw ERP-systeem.



6. Waardering van Zenitel

6.1	Business Plan	19
6.2	Verdisconteerd cash flow model (DCF)	25
6.3	Analyse vergelijkbare bedrijven (CCA)	32
6.4	Analyse vergelijkbare transacties (CTA)	40
6.5	Aanvullende waarderingsoverwegingen	43



CCA-methode (1/7)

Aanpak (1/2)

Selectie

- We hebben een staal van beursgenoteerde vergelijkbare vennootschappen geselecteerd door te focussen op (wereldwijde) sectorgenoten die:
 - zich hoofdzakelijk focussen op het verstrekken van audio- en datacommunicatieoplossingen via omroepsystemen, intercomsystemen, tweerichtingsradio en IT/IP-oplossingen;
 - producten en diensten verstrekken aan de volgende sectoren: beveiliging van gebouwen, maritieme sector, energie, transport, onderwijs, gezondheidszorg;
 - Een marktkapitalisatie hebben van ten minste € 100 miljoen; en
 - die door ten minste 1 aandelenanalist worden gevolgd.
- Gelet op de nichesector waarbinnen Zenitel actief is, bestaan er slechts een beperkt aantal vergelijkbare beursgenoteerde sectorgenoten. We konden slechts 2 vergelijkbare vennootschappen identificeren (Aiphone Co. Ltd. en TOA Corporation) en 1 minder vergelijkbare vennootschap (TKH Group NV) die echter nog steeds relevant is.
- TKH Group is minder vergelijkbaar wat het aanbod van producten en diensten betreft, maar we houden toch nog rekening met deze vennootschap om de volgende redenen:
 - Het bedrijfsmodel is nog steeds vergelijkbaar aangezien het werkt op een project- en aanbestedingsbasis;
 - Het is actief op dezelfde markt als Zenitel, enkel met een verschillend productaanbod; en
 - Commend AG, een dochtervennootschap voor 100% van TKH is een rechtstreekse concurrent van Zenitel met een vergelijkbaar productaanbod.
- Hoewel Aiphone vergelijkbaar is met Zenitel op het vlak van het productaanbod, hebben we deze vennootschap niet opgenomen in onze eindanalyse en dit om de volgende redenen:
 - Beperkte beschikbaarheid van het aandelenonderzoek;
 - De jaarverslagen zijn enkel beschikbaar in het Japans; en
 - Ongebruikelijke trends in de waardering en voorspelde financiële gegevens die voor ons onduidelijk waren gelet op de eerste twee bovenvermelde argumenten.
- Hoewel de geselecteerde vennootschappen in onze referentiegroep bepaalde overeenkomsten met Zenitel vertonen, moet worden benadrukt dat deze vennootschappen niet volledig vergelijkbaar zijn met Zenitel, in het bijzonder vanwege verschillen in geografie, omvang, maturiteit, bedrijfsmarge, financiële structuur en/of bedrijfsactiviteiten.



CCA-methode (2/7)

Aanpak (2/2)

Berekening ratio's

- Op basis van de aandelenkoers van deze vennootschappen op 3 november 2020, hebben we hun marktkapitalisatie en, vervolgens hun OW, berekend door optelling van hun recentste beschikbare netto financiële schulden, die wij (in voorkomend geval) hebben aangepast voor:
 - Minderheidsdeelnemingen;
 - Preferente aandelen;
 - Pensioen- en gezondheidszorgverplichtingen;
 - Overige met schulden / cash vergelijkbare items;
 - Investerings in verbonden vennootschappen en andere niet-operationele activa; en
 - Later aangekondigde gebeurtenissen (aandelenterugkoop, dividenduitkering, enz.)
- Wij hebben de waarderingssratio's geraamd op basis van de werkelijke cijfers van het BJ19 en voor BJ20 en BJ21 hebben we EBITDA- en EBIT-ramingen afkomstig van aandelenanalisten gebruikt. Hierbij merken we het volgende op:
 - De EBITDA en EBIT voor BJ20 en BJ21 werden door aandelenanalisten geraamd rekening houdend met de aanpassingen die ze in het verleden op de vennootschappen hebben toegepast om de best mogelijke vergelijkbare basis te creëren tussen de vennootschappen evenals voor elke vennootschap afzonderlijk.
 - Bovendien werden alle financiële cijfers (omzet, EBITDA, EBIT, enz.) die vereist waren voor de analyse geannualiseerd op 31/12 opdat de cijfers vergelijkbaar zouden zijn tussen de vennootschappen.
- Aangezien de CCA-methode marktwaarderingparameters (d.w.z. ratio's) toepast die zijn afgeleid van beursgenoteerde sectorgenoten die in principe hun boekhouding voeren in lokale GAAP of IFRS, zouden we deze ratio's in principe kunnen toepassen op de cijfers van Zenitel voor zover die gebaseerd zijn op de IFRS-normen. We beschikken echter niet over de nodige informatie om de cijfers van het Zenitel Businessplan aan te passen met het oog op de IFRS16 herindeling.



CCA-methode (3/7)

Bedrijfsomschrijving van de geselecteerde sectorgenoten

Bedrijf	Land	Omschrijving	Marktkap. (€m)	Aangep. NFS (€m)	OW (€m)	Omzet 2019 (€m)	EBITDA 2019 (€m)	Werknemers
 Aiphone Co. Ltd.		- Produceert en verkoopt communicatie- en veiligheidssystemen onder de merknaam AIPHONE aan residentiële woningen, ziekenhuizen, zorgcentra, kantoorgebouwen en andere instellingen wereldwijd. - De producten omvatten algemene intercomsystemen, deurintercoms, elektronische beveiligingssystemen, toestellen voor informatieoverdracht, displaypanelen, enz.	197	(144)	53	384	32	1.986
 TOA Corporation		- Produceert en verkoopt geluids- en videoapparatuur wereldwijd. - De producten omvatten omroepsystemen, met inbegrip van microfoons, versterkers, luidsprekers, megafoons, nood uitzend- en omroepsystemen, systemen voor automatische aankondigingen, conferentiesystemen, PA-systemen voor treinwagons en nog veel meer.	223	(64)	159	370	40	3.312
 TKH Group NV		- Ontwikkelt en levert telecom-, gebouw- en industriële oplossingen in Europa, Azië, Noord-Amerika en internationaal. - Commend AG, een producent van beveiligings- en communicatiesystemen, maakt deel uit van TKH Groep. Zijn productaanbod omvat intercomterminals, gemeenschappelijke PA-systemen, intercom controlesystemen en software.	1.182	418	1.601	1.490	196 ⁽¹⁾	5.980

Bron: S&P Capital IQ (03/11/2020), websites van de Vennootschappen, financiële onderzoeksverslagen

Opmerking: De cijfers werden geannualiseerd op 31/12; aanpassingen van de netto financiële schulden omvatten minderheidsdeelnemingen, preferente aandelen, pensioen- en gezondheidszorgverplichtingen, overige met schulden vergelijkbare items, investeringen in verbonden vennootschappen en andere niet-operationele activa en later aangekondigde gebeurtenissen (aandelenterugkoop, dividenduitkering, enz.);

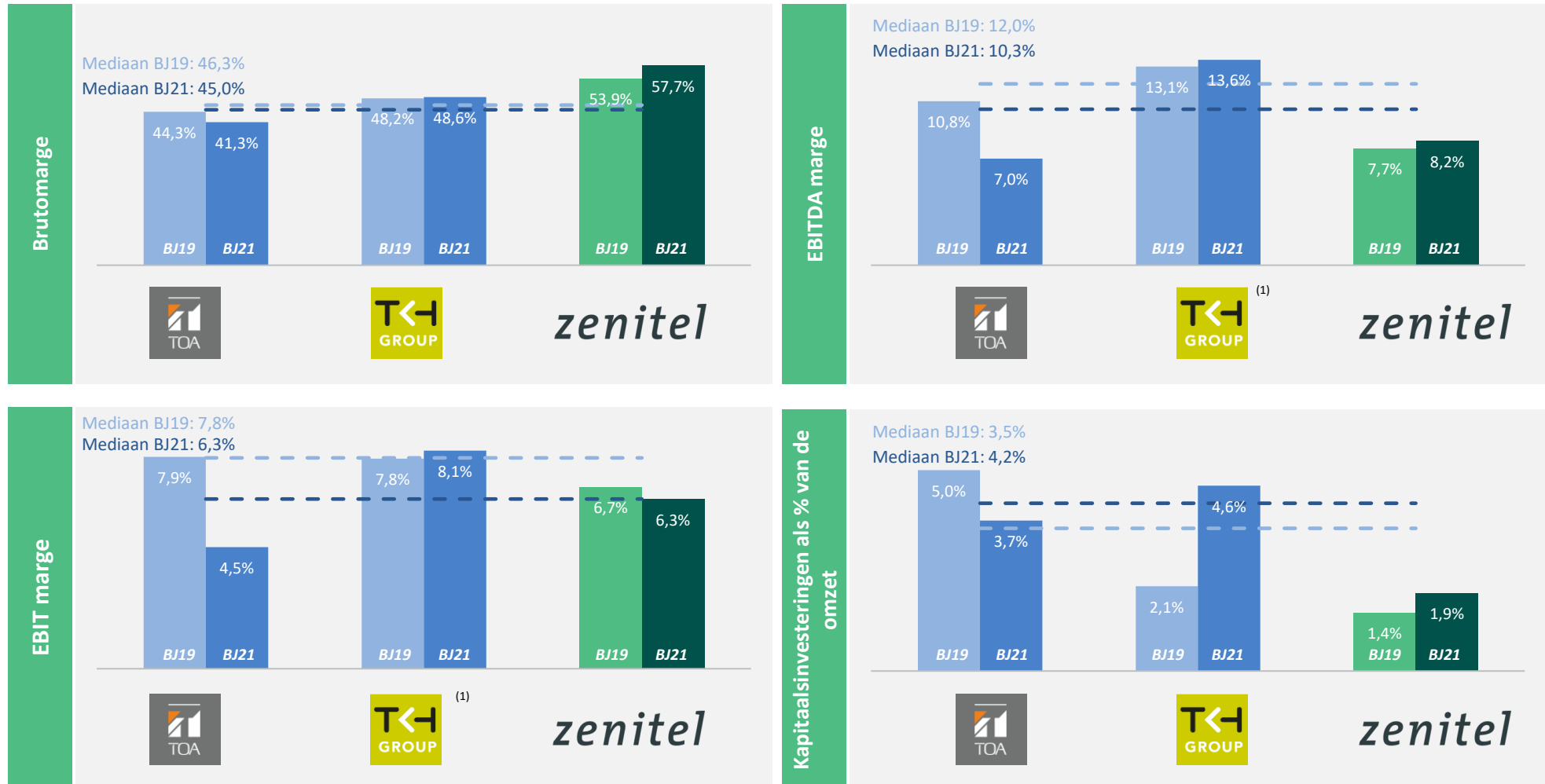
⁽¹⁾ EBITDA aangepast voor € 17,9 miljoen om het IFRS16 boekhoudprincipe uit te sluiten.



CCA-methode (4/7)

Operationele benchmarking

- Voor BJ2021 EBIT(DA) van Zenitel, hebben we gebruikgemaakt van de management cijfers vóór IFRS16 aangezien de informatie om de IFRS16 herindeling voor 2021 te berekenen niet beschikbaar is. Voor BJ2019 hebben we gebruikgemaakt van de genormaliseerde EBIT(DA) cijfers van Zenitel van vóór de IFRS16 herindeling.



Bronnen: S&P Capital IQ (03/11/2020), websites van de vennootschappen

Opmerking: (1) EBITDA en EBIT van TKH Group werden aangepast om de IFRS16 herindeling uit te sluiten, om aldus een vergelijkbare basis te vinden met de cijfers van Zenitel voor IFRS16



CCA-methode (5/7)

OW/EBIT(DA) ratio's

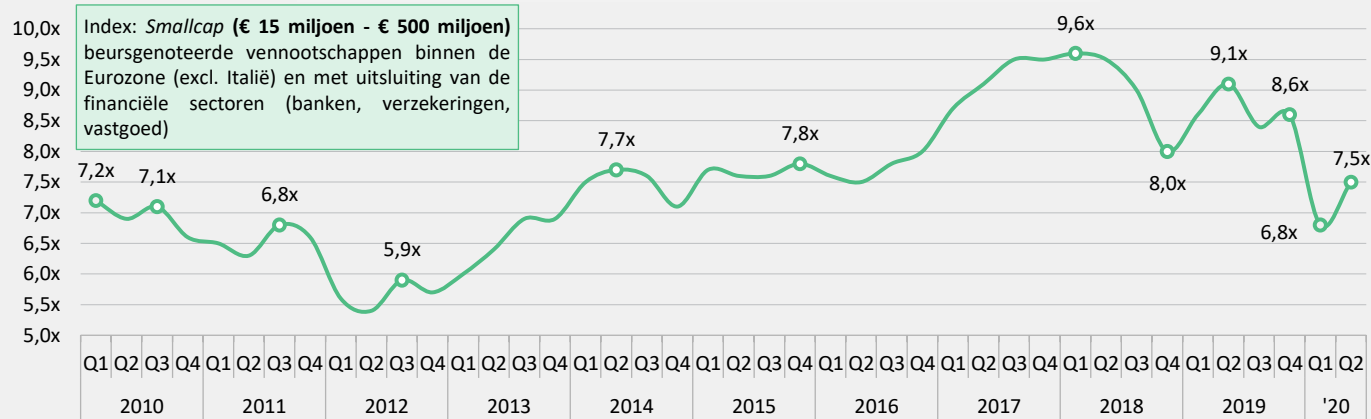
- De ratio's van 2019, 2020 en 2021 van TKH Group werden aangepast om de IFRS16 herindeling uit te sluiten, terwijl de financiële gegevens van TOA Corporation in overeenstemming zijn met de Japanse GAAP (vergelijkbaar met pre-IFRS16).



CCA-methode (6/7)

Waarderingsindexen van Europese beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde *smallcaps*

Eurozone *smallcap* waarderingsindex (beursgenoteerde vennootschappen)



Opmerkingen

De Eurozone *smallcap* waarderingsindex voor beursgenoteerde vennootschappen vertoont een **gemiddeld OW/EBITDA niveau van 7,5x voor Q2-2020** wat in lijn is met de waarderingssuitkomst van de CCA-methode (7.9x in BJ20 en 7.0 in BJ21).

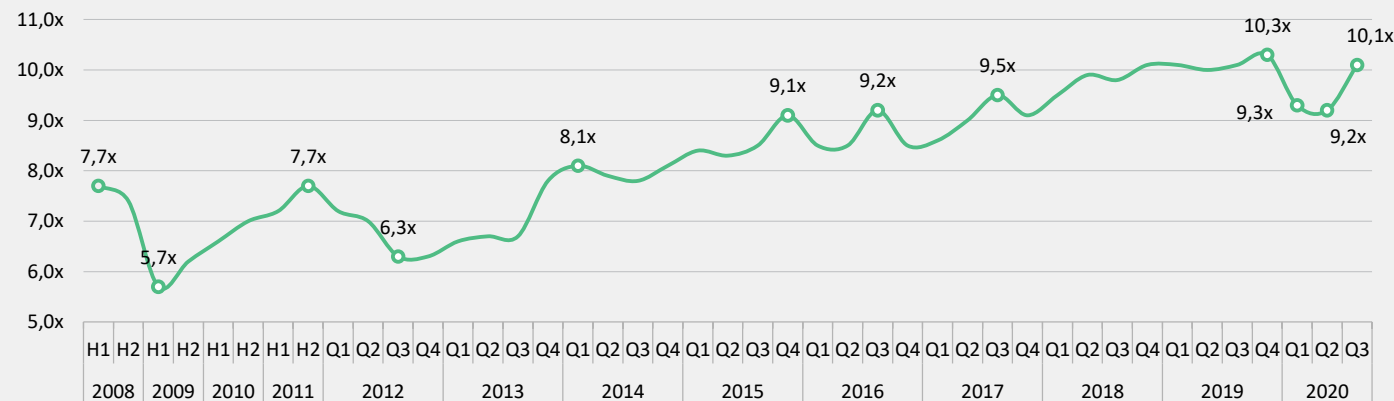
De waarderingen van de aandelenmarkt zijn in Q1-2020 ingestort gelet op de Covid-19-crisis. In het tweede kwartaal hebben de markten zich hersteld en steeg de index zelfs met 10% in vergelijking met eind maart 2020.

De Europese waarderingsindex voor het middensegment van de markt voor private fusies en overnames toont een **gemiddelde OW/EBITDA van 10,1x voor Q3-2020**.

Gelet op de COVID-19-crisis en de dalende omzet (sinds het 3e kwartaal van 2019), stonden de transactieratio's onder druk in het begin van 2020. Deze herstelden zich echter tijdens de tweede helft van 2020.

De grote kloof tussen de waardering van beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde vennootschappen wordt gedeeltelijk verklaard door het feit dat de waardering van beursgenoteerde vennootschappen gebaseerd is op een minderheidsbelang, terwijl voor de private vennootschappen enkel rekening wordt gehouden met meerderheidsbelangen, wat dus een controlepremie weerspiegelt.

Europese waarderingsindex van het middensegment van de markt (private vennootschappen)



Bron: Epsilon Research; Infront Research

Opmerking: De indexen zijn gebaseerd op de bekendgemaakte financiële rekeningen, hetgeen betekent dat deze vanaf 2019 IFRS16 omvatten.



CCA-methode (7/7)

Conclusie

(In €m) Voor IFRS 16 aanpassingen			BJ19 historisch			BJ20 voorspelling			BJ21 voorspelling		
	P25	Mediaan	P75	P25	Mediaan	P75	P25	Mediaan	P75		
Genormaliseerde gegevens Zenitel											
EBITDA	5,9	5,9	5,9	6,6	6,6	6,6	6,2	6,2	6,2		
EBIT	5,1	5,1	5,1	5,2	5,2	5,2	4,7	4,7	4,7		
Waarderingsratio's											
OW/EBITDA	5,0x	6,1x	7,1x	7,7x	8,6x	9,4x	7,0x	7,4x	7,9x		
OW/EBIT	7,5x	9,6x	11,7x	13,6x	15,6x	17,7x	11,1x	12,0x	13,0x		
Ondernemingswaarde – OW/EBITDA	29,6	35,8	42,0	50,8	56,1	61,5	43,1	45,9	48,8		
Ondernemingswaarde – OW/EBIT	38,7	49,4	60,1	70,9	81,3	91,7	52,6	57,1	61,6		
Aangepaste netto financiële schuld	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6	14,6		
Marktkap. – OW/EBITDA	44,2	50,4	56,6	65,4	70,7	76,1	57,7	60,5	63,4		
Marktkap. – OW/EBIT	53,3	64,0	74,7	85,5	95,9	106,3	67,2	71,7	76,2		
Aantal volledig verwaterde aandelen (m)	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3	3,3		
Waarde per aandeel (€) – OW/EBITDA	13,3	15,2	17,1	19,7	21,4	23,0	17,4	18,3	19,1		
Waarde per aandeel (€) – OW/EBIT	16,1	19,3	22,6	25,8	29,0	32,1	20,3	21,7	23,0		
Korting voor de omvang	20%										
Controlepremie	20%										
Waarde per aandeel (€) – OW/EBITDA na korting voor de omvang en controlepremie	12,8	14,6	16,4	19,0	20,5	22,1	16,7	17,6	18,4		
Waarde per aandeel (€) – OW/EBIT na korting voor de omvang en controlepremie	15,5	18,6	21,7	24,8	27,8	30,8	19,5	20,8	22,1		

Opmerkingen

- Het Businessplan dat door Zenitel werd verstrekt is gebaseerd op Management rapportering opgesteld vóór IFRS16, waardoor we deze financiële gegevens hebben gebruikt evenals de "pre-IFRS"-ratio's van de geselecteerde sectorgenoten om de eigenvermogenswaarde per aandelenklasse van Zenitel te berekenen.
- Een korting voor de omvang van 20% werd toegepast op de waarde van het eigen vermogen van Zenitel om rekening te houden met de beperkte omvang van de Vennootschap in vergelijking met de omvang van de beursgenoteerde sectorgenoten.
- Er werd een controlepremie van 20% toegepast op de eigenvermogenswaarde van Zenitel om rekening te houden met het feit dat prijsratio's de verhandeling van minderheidsposities op de beurs weerspiegelen.
- Aangezien BJ20 een overgangsjaar is en BJ21 grotendeels in lijn is met BJ19 (genormaliseerd), hebben we BJ21 weerhouden als een representatieve basis voor het toekomstige greoiverhaal van de Vennootschap zoals weerspiegeld in het Businessplan. Als zodanig hebben we voor Zenitel een aandelenkoersvorm geselecteerd die bestaat uit een combinatie van de BJ21 OW/EBIT- en OW/EBITDA-ratio's.
 - De aandelenwaarde schommelt tussen € 16,7⁽¹⁾ en € 22,1⁽²⁾ met € 19,2 als middelpunt (gemiddelde van BJ21 mediaan OW/EBIT(DA)-ratio's)
- Zoals eerder gesteld, hebben we de CCA-methode niet weerhouden als onze primaire methodologie vanwege het gebrek aan direct met Zenitel vergelijkbare beursgenoteerde vennootschappen wat betreft de activiteiten, geografische aanwezigheid, omvang, financiële prestaties en maturiteit, waardoor we de OW/EBIT(DA) ratio's van BJ21 enkel als referentiepunt en extra toetsing voor onze DCF-analyse gebruikten.

Bronnen: S&P Capital IQ (03/11/2020), websites van de vennootschappen

Opmerking: ⁽¹⁾ Op basis van de laagste waarde van de OW/EBIT(DA) ratio's voor het 25e percentiel van BJ21; ⁽²⁾ Op basis van de hoogste waarde van de OW/EBIT(DA) ratio's voor het 75e percentiel van BJ21.



6. Waardering van Zenitel

6.1	Business Plan	19
6.2	Verdisconteerd cash flow model (DCF)	25
6.3	Analyse vergelijkbare bedrijven (CCA)	32
6.4	Analyse vergelijkbare transacties (CTA)	40
6.5	Aanvullende waarderingsoverwegingen	43



CTA-methode (1/2)

Aanpak

Selectieprocedure

- We hebben een ruim staal van transacties geanalyseerd, en hebben ons gefocust op targets die:
 - zich hoofdzakelijk focussen op het verstrekken van audio- en datacommunicatieoplossingen via omroepsystemen, intercomsystemen, tweerichtingsradio en IT/IP-oplossingen;
 - producten en diensten verstrekken aan de volgende sectoren: beveiliging van gebouwen, maritieme sector, energie, transport, onderwijs, gezondheidszorg; en
- We hebben slechts 2 transacties sinds 2015 geïdentificeerd waarvoor voldoende financiële gegevens beschikbaar waren om de waarderingsratio's te berekenen (op basis van de laatste historische financiële gegevens op het ogenblik van de transactie). Het staal is eerder beperkt aangezien de relevante transactiegegevens doorgaans minder gemakkelijk te vinden zijn omdat ze vaak niet worden bekendgemaakt.
- Bovendien moet worden benadrukt dat de meeste transactieratio's niet rechtstreeks toepasbaar zijn op Zenitel omdat ze zouden kunnen worden beïnvloed door diverse factoren zoals:
 - potentiële controlepremies, als de transactie een overwegende controle inhoudt;
 - financiële prestaties, risico's en groeiprofiel van het doelwit;
 - de bedrijfskenmerken van het doelwit zoals zijn bedrijfsactiviteiten, producten- en dienstenmix, geografische aanwezigheid, enz.;
 - potentiële synergieën (gedeeltelijk) opgenomen in de door de overnemer betaalde prijs; en
 - het tijdstip van de transactie
- Dientengevolge worden de transactieratio's in dit Verslag niet weerhouden als een waarderingsmethode.
- De OW wordt berekend voor 100,0% van de vennootschappen en als de financiële gegevens worden verstrekt in een andere valuta dan de euro, worden deze omgezet naar euro op basis van de wisselkoersen die geldig zijn op de Aankondigingsdatum.



CTA-methode (2/2)

Overzicht van relevante transacties

Datum	Bieder	Doelwit	Land	Beschrijving doelwit	Belang in doelwit (%)	OW (€m)	OW/ Omzet	OW/ EBITDA	OW/ EBIT
22/10/2018	Canon	Axis Communications		Ontwikkelt en verkoopt oplossingen voor video-beveiliging en toegangscontrole	13,4%	2.282	2,46x	16,2x	17,6x
10/02/2015	Canon	Axis Communications		Ontwikkelt en verkoopt oplossingen voor video-beveiliging en toegangscontrole	84%	2.431	4,06x	26,0x	29,2x
					25e percentiel		2,86x	18,6x	20,5x
					Mediaan		3,26x	21,1x	23,4x
					Gemiddelde		3,26x	21,1x	23,4x
					75e percentiel		3,66x	23,6x	26,3x

Opmerkingen

- Deze methode werd niet in onze waarderingsaanpak opgenomen, om de volgende redenen:
 - Gebrek aan met Zenitel vergelijkbare vennootschappen op het vlak van activiteiten, omvang, geografische aanwezigheid en maturiteit;
 - Beperkte beschikbaarheid van specifieke informatie over de transactie; en
 - Het feit dat de enige 2 relevante transacties betrekking hebben op dezelfde vennootschap, waarvan de meest recente een minderheidstransactie is.
- Daarom achten we het gevaarlijk om waarderingsniveaus te presenteren op basis van niet-representatieve ratio's.



6. Waardering van Zenitel

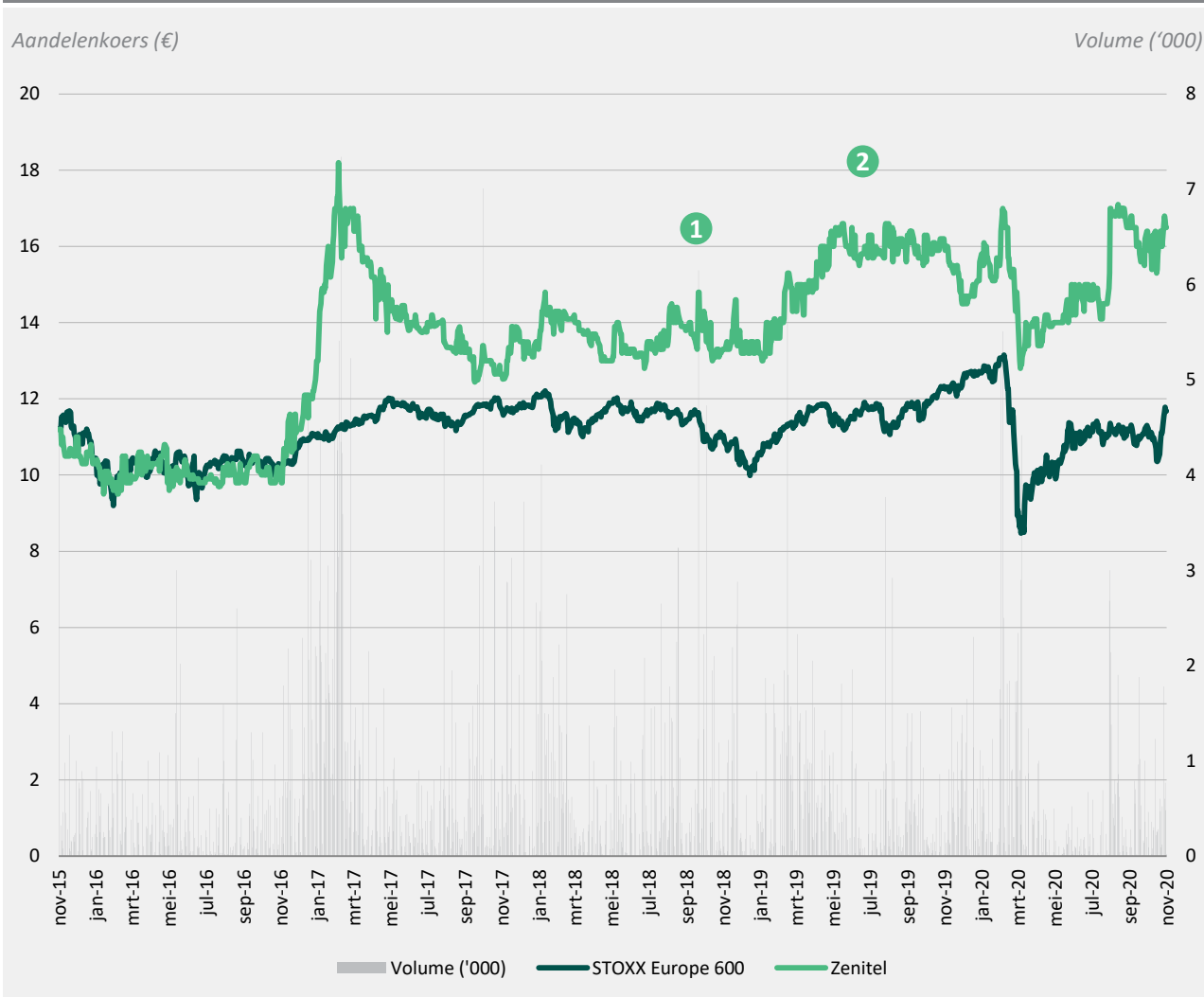
6.1	Business Plan	19
6.2	Verdisconteerd cash flow model (DCF)	25
6.3	Analyse vergelijkbare bedrijven (CCA)	32
6.4	Analyse vergelijkbare transacties (CTA)	40
6.5	Aanvullende waarderingsoverwegingen	43



Aanvullende waarderingsoverwegingen (1/4)

Aandelenkoersanalyse (1/3)

Evolutie van de aandelenkoers op 5 jaar (voorafgaand aan de Aankondiging)



- Zenitel is sinds 1965 genoteerd op Euronext Brussel. Gelet op de lage liquiditeit, zijn de aandelen van Zenitel genoteerd met een dubbele fixing (*double call auction*).
- De grafiek geeft de evolutie weer van de beurskoers van Zenitel evenals van de volumes die werden verhandeld tijdens de vijf jaren voorafgaand aan de Aankondiging op 16 november 2020 om een overnamebod te lanceren op alle overige verspreide aandelen van Zenitel.
- Over een periode van 5 jaar, presteerden de aandelen van Zenitel beter dan de STOXX Europe 600, met een stijging van 47% of 8,1% per jaar op samengestelde basis.
- Enkele belangrijke gebeurtenissen:

1 12 oktober 2018:

Zenitel kondigt aan dat hij de activiteiten van Phontech van Jotron AS overneemt. De transactie heeft betrekking op intercom- en openbare omroepoplossingen van Jotron AS. De omzet van Phontech bedroeg € 7,3 miljoen in 2017. Zenitel verwacht dat de Phontech-activiteiten vanaf 2020 zullen bijdragen tot de operationele cashflows.

2 8 augustus 2019:

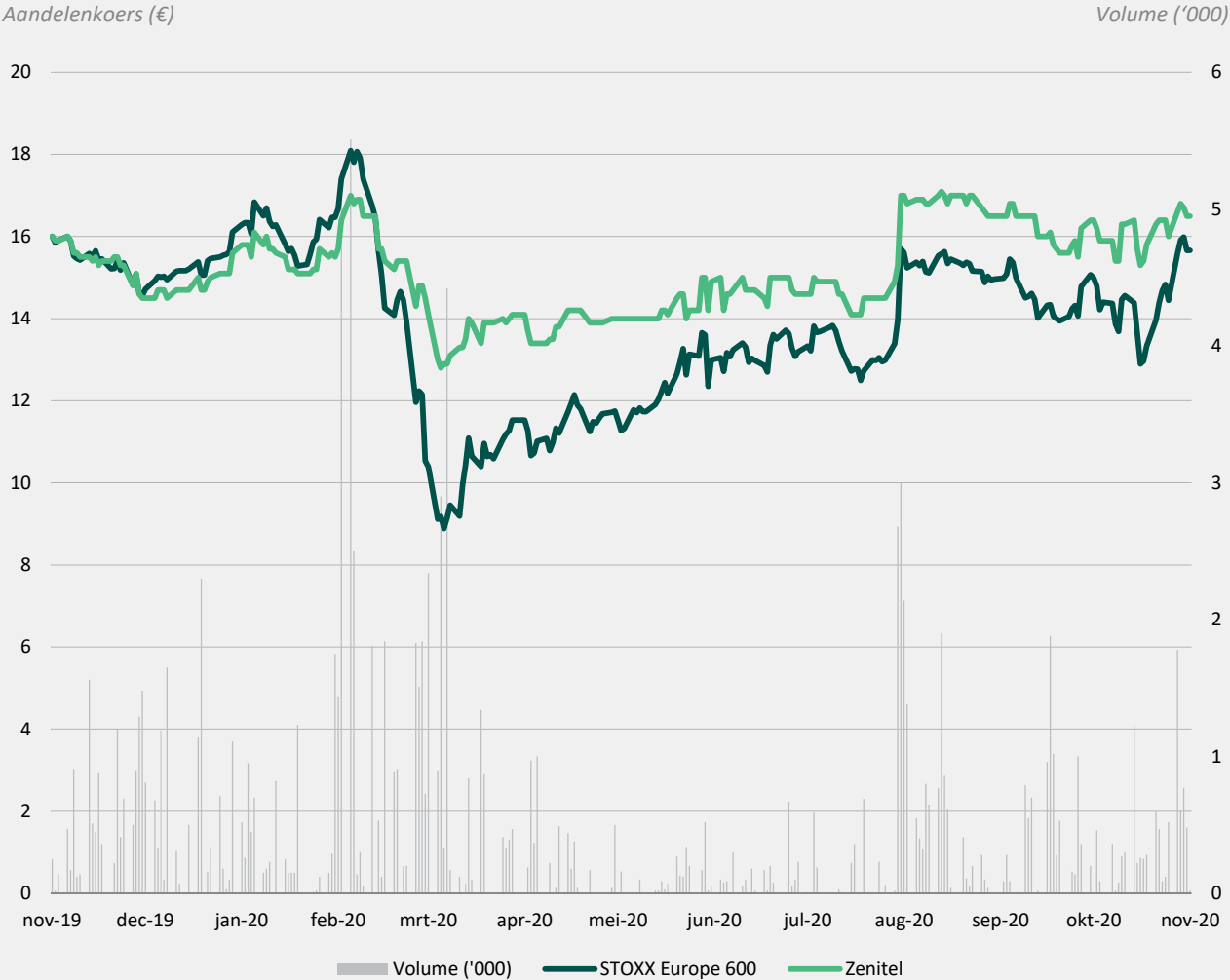
Zenitel kondigt de benoeming van Koen Claerbout als nieuwe CEO aan. Koen Claerbout nam het over van de Noorse Kenneth Dastol. Claerbout had een ruime ervaring opgedaan in de sector als CEO van Audioprof.



Aanvullende waarderingsoverwegingen (2/4)

Aandelenkoersanalyse (2/3)

Evolutie van de aandelenkoers op 1 jaar (vóór de Aankondiging)



- Gedurende het laatste jaar voor de Aankondiging, presteerden de aandelen van Zenitel beter dan de STOXX Europe 600 index, met een stijging van 3%.
- Op 13 november 2020 bereikte de Zenitel aandelenkoers een niveau van € 16,50, wat een marktkapitalisatie van ongeveer € 55 miljoen vertegenwoordigt.
- Op 16 november 2020 werd aangekondigd dat de voorlopige biedprijs werd vastgesteld op € 22,75. Op 22 februari 2021 kondigde de Bieder een definitieve biedprijs van € 23,25 (de "Biedprijs") aan.

	Gemiddelde aandelenkoers	Max	Min
Laatste 6 maanden	15,5	17,1	14,0
Laatste 12 maanden	15,2	17,1	12,8
Laatste 3 jaar	14,6	17,1	12,5



Aanvullende waarderingsoverwegingen (3/4)

Aandelenkoersanalyse (3/3)

Premie- en liquiditeitsanalyse

	Gemiddeld	Max	Min	VWAP
Aandelenkoers (€)				
Voor de aankondiging				
Laatste aandelenprijs voor aankondiging	16,5	16,5	16,5	16,5
1 maand	16,1	16,8	15,3	16,3
3 maanden	16,4	17,1	15,3	16,5
6 maanden	15,5	17,1	14,0	16,1
12 maanden	15,2	17,1	12,8	15,4

Premie (%) vs de Biedprijs (€23,25)

Laatste aandelenprijs voor aankondiging	41%	41%	41%	41%
1 maand	44%	38%	52%	42%
3 maanden	42%	36%	52%	41%
6 maanden	50%	36%	66%	44%
12 maanden	53%	36%	82%	51%

Dagelijkse volumes ('000)

1 maand	0,4	1,8	0,0	-
3 maanden	0,4	2,1	0,0	-
6 maanden	0,3	3,0	0,0	-
12 maanden	0,5	5,5	0,0	-

- De tabel links geeft een gedetailleerde analyse weer van de evolutie van de koers van Zenitel tijdens de geselecteerde periodes voor de Aankondiging. Voor elke periode worden de volgende elementen weergegeven:
 - de gemiddelde aandelenkoers;
 - de hoogste aandelenkoers;
 - de laagste aandelenkoers; en
 - de volumegewogen gemiddelde aandelenkoers (*volume weighted average share price* “VWAP”)
- De Biedprijs werd vervolgens vergeleken met de verschillende bovenvermelde aandelenkoersen.
 - in vergelijking met de slotkoers op de dag voor de Aankondiging vertegenwoordigt de Biedprijs een premie van 41%.
 - in vergelijking met de gemiddelde aandelenkoers tijdens de 3 maanden voor de Aankondiging vertegenwoordigt de Biedprijs een premie van 42%.
 - in vergelijking met de gemiddelde aandelenkoers tijdens de 12 maanden voor de aankondiging vertegenwoordigt de Biedprijs een premie van 53%.
- Tijdens het laatste jaar voor de Aankondiging werden 124.340 aandelen verhandeld, wat 3,8% van de uitstaande 3.308.380 aandelen vertegenwoordigt.
- Deze vaststelling geeft aan dat de markt voor Zenitel-aandelen vrij illiquide is.



Aanvullende waarderingsoverwegingen (4/4)

Analyse van vrijwillige openbare overnamepremies

Belgische openbare overnamepremies van meerderheidsaandeelhouders

Aankondigings-datum	Doelwit	Koper	Voorafgaand aan aankondiging	1 maand gemiddelde	3 maanden gemiddelde
3/10/2018	Connect Group	IPTE Factory Automation	40%	36%	43%
19/10/2017	PCB	OCP	50%	50%	45%
19/06/2017	Saptec	Soclinpar	84%	81%	67%
4/09/2015	CMB	Saverco	20%	15%	19%
16/01/2014	Cimescaut	Interbeton	21%	21%	21%
21/10/2013	Henex	UFB	26%	26%	26%
12/10/2012	Duvel Moortgat	Fibemi	9%	12%	19%
30/08/2012	VPK Packaging	Auriga Finance	17%	18%	17%
27/05/2011	Omega Pharma	Couckinvest	13%	10%	7%
3/03/2011	CNP	Fingen	22%	19%	24%
3/06/2010	EPIQ	Elex	22%	33%	38%
Publieke overnamebiedingen door aandeelhouders met een meerderheidsbelang			P25	18,7%	16,6%
			Mediaan	22,0%	21,4%
			Gemiddelde	29,6%	29,2%
			P75	33,4%	34,4%
Geïmpliceerde prijsvork aandeel Zenitel (€)			P25	19,6	19,6
			Mediaan	20,1	20,5
			P75	22,0	23,2

- Deze tabel toont vrijwillige openbare overnamebiedingen voor vennootschappen genoteerd op Euronext Brussel (met uitzondering van vastgoedcertificaten) sinds 2010.
- Er werd enkel rekening gehouden met geslaagde overnamebiedingen.
- Het historisch gemiddelde en de mediane premie betaald door meerderheidsaandeelhouders gedurende de laatste 10 jaar in België, in vergelijking met de aandelenkoers vóór de Aankondiging bedragen respectievelijk 22,0% en 29,6%.
- Zoals vermeld op pag. [46](#), vertegenwoordigt de Biedprijs een premie van 41% in vergelijking met de gemiddelde aandelenkoers van Zenitel vóór de Aankondiging en een premie van 42% in vergelijking met de gemiddelde aandelenkoers van Zenitel tijdens de 3 maanden vóór de Aankondiging.
- Gelet op de beperkte liquiditeit van het Zenitel-aandeel, diende deze waarderingsoverweging enkel als referentiepunt.
- Aangezien 3D en De Wilg gedurende de laatste jaren samenwerkten, en samen 60% van het maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigen, menen we dat Zenitel zich reeds in de positie van meerderheidsaandeelhouder bevindt.
- Op basis van het 25e en 75e percentiel van premies (in vergelijking met de slotkoers vóór de Aankondiging) op openbare biedingen van meerderheidsaandeelhouders, werd een impliciete prijsvork van € 19,6 – € 22,0 verkregen.





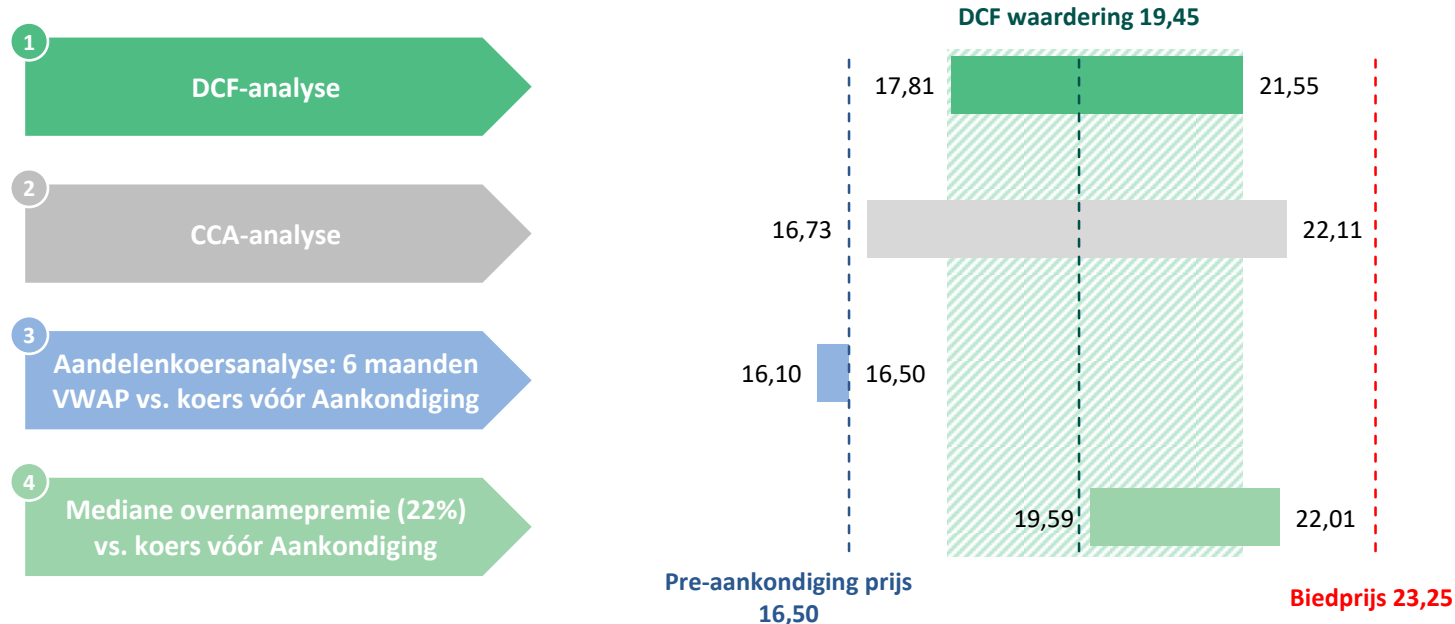
7. Conclusie



Conclusie (1/2)

Conclusie inzake de aandelenwaardering van Zenitel

Geschatte Zenitel aandelenprijs (€)



- ▶ Zoals eerder vermeld, heeft de DCF-methode onze voorkeur voor de waardering omdat (i) het een intrinsieke waarde van Zenitel oplevert en het eigen groeipatroon zoals weergegeven in het door het Management opgestelde Businessplan integreert (ii) en er slechts beperkte relevante en/of representatieve informatie werd geïdentificeerd voor het gebruik van andere waarderingmethoden.
- ▶ In het kader van het vrijwillig en voorwaardelijk openbaar overnamebod dat 3D plant voor de verwerving van de overblijvende Zenitel-aandelen, hebben we de waarde van één Zenitel-aandeel geschat binnen een vork van € 17,8 tot € 21,5, met de DCF-uitkomst op € 19,4 zoals verder gedetailleerd op pagina [29](#).
- ▶ De CCA-methode, aandelenkoersanalyse en de analyse van de historische openbaarbodpremies worden slechts gebruikt als toetsing en hebben op zich geen invloed op onze voormelde waarderingvork. De uitkomst van deze drie aanvullende methoden is slechts ter ondersteuning van de waarderingvork die op basis van de DCF-methode is vastgesteld.

Opmerking: het hoogste en laagste bereik van de DCF werd berekend op basis van een verandering van +/- 1% van de WACC-output; het bereik voor de CCA-methode werd afgeleid zoals vermeld op pagina [39](#); het bereik voor de openbaarbodpremies werd bepaald op basis van het 25e en 75e percentiel voor de vooraankondigingsdatum zoals vermeld op pagina [47](#)



Conclusie (2/2)

- ▶ 3D heeft zijn intentie aangekondigd om een vrijwillig en voorwaardelijk openbaar overnamebod uit te brengen op de aandelen van Zenitel die hij niet bezit, aan een prijs van € 23,25 per aandeel, wat overeenkomt met een premie van 38% in vergelijking met de slotkoers van het aandeel de dag voorafgaand aan de Aankondigingsdatum.
- ▶ Op basis van de waarderingvork vermeld op de vorige pagina, ligt de Biedprijs van 3D boven het hoogste segment van onze waarderingvork.
- ▶ Gelet op deze laatste overweging, zijn we van mening dat de Biedprijs billijk (fair) is en dat de belangen van de minderheidsaandeelhouders niet worden miskend.





8. Analyse van de door de Bieder uitgevoerde waardering

Analyse van de door de Bieder uitgevoerde waardering (1/5)

- Dit hoofdstuk bevat het standpunt van DPCF over de waardering uitgevoerd door de Bieder samen met zijn adviseur, KBC Securities ("KBC"), ter ondersteuning van zijn Biedprijs.
- Op 10 november 2020 ontvingen we de waardering van de Bieder en zijn adviseur, KBC. Voorts heeft DPCF verschillende telefoongesprekken gehad (op 29 oktober en op 4 en 10 november) met KBC om het volgende te bespreken: (i) hun aanpak, (ii) de onderliggende assumpties en (iii) de verschillende waarderingmethoden die zij hebben toegepast om de Biedprijs te bepalen.
- De waarderingmethoden gebruikt door de Bieder/KBC om de Biedprijs te bepalen zijn de volgende:
 - DCF-analyse;
 - Zenitel aandelenkoers; en
 - Biedingspremies voor Belgische openbare overnametransacties.
- De Bieder/KBC heeft dus dezelfde waarderingmethoden / aanpak als DPCF gebruikt, met uitzondering van de CCA-methode. De Bieder/KBC beschouwde de DCF-aanpak ook als primaire waarderingmethode, terwijl de overige methoden (aanpak) enkel werden gebruikt als referentiepunten en extra toetsing.

1	WACC-berekening	Bieder/KBC	DPCF
DCF	Schuldenvrije bèta	0,84 <i>Damodaran (Telecom Uitrusting)</i>	0,96 <i>Damodaran (gewogen gemiddelde van Telecom Uitrusting, Engineering / Bouwwerken en Scheepsbouw & Zeevaart)</i>
	Marktrisicopremie	6,1% <i>Damodaran: Risicopremie voor volgroeiende markten (5,23%) + Landenrisicopremie (0,89%)</i>	7,07% <i>Schatting Degroof Petercam van gemiddelde marktrisicopremie over LTM</i>
	Premie voor de omvang	3,70% <i>Ibbotson</i>	3,55% <i>Duff & Phelps</i>
	Kost van vreemd vermogen	2,4% <i>Huidige rente op rentedragende instrumenten (m.u.v. operationele leasing)</i>	1,76% <i>Gemiddelde schuldspreid van BB+ genoteerde obligaties (op basis van een synthetische schatting voor Zenitel)</i>
	Risicovrije rente	2,2% <i>Gemiddelde rentetarief op lange termijn op Belgische tienjarige staatsobligaties sinds 2007</i>	-0,12% <i>Gemiddelde over LTM van Franse tienjarige staatsobligaties</i>
	Nagestreefde kapitaalstructuur	5% - 95% <i>Huidige kapitaalstructuur</i>	15% - 85% <i>(i) Damodaran nagestreefde gearing ratio's voor Telecom Uitrusting, (ii) besprekingen met het Management en (iii) vergelijking met referentiegroepen</i>
	Belastingtarief	22,8% <i>Gewogen gemiddelde belastingtarieven in landen waar omzet wordt gegenereerd</i>	22,0% <i>Noorse belastingtarief</i>
	WACC	10,80%	9,72%



Analyse van de door de Bieder uitgevoerde waardering (2/5)

1

DCF

- **Businessplan:** De Bieder/KBC en DPCF maken gebruik van hetzelfde Businessplan dat door het Management werd verstrekt (zonder aanpassing) en gebruiken beiden een mid-jaar conventie in de verdisconteringsfactor.
- **Waarderingsdatum:** De Bieder/KBC waardeert de Vennootschap per 31.12 op basis van BJ2020 cijfers. Wij hebben ervoor geopteerd om de Vennootschap te waarderen per 30.09 omdat: (i) 30.09 financiële cijfers de laatste beschikbare cijfers waren op de Aankondigingsdatum, (ii) 30.09 financiële cijfers werden verstrekt in het rapporteringsformat van het Management dat overeenstemt met het format van het Businessplan dat door het Management werd verstrekt. Gelet op de waarderingsdatum, houdt DPCF rekening met 3 maanden resterende cashflows voor 2020. De waarderingsdatum heeft echter een verwaarloosbare invloed op de waardering.
- **Risicovrije rente:** De Bieder/KBC gebruikt een risicovrije rentevoet van 2,2% in vergelijking met een risicovrije rentevoet van -0,12% voor DPCF. De Bieder/KBC maakt gebruik van een historisch gemiddelde op lange termijn, terwijl we verkiezen om de gemiddelde tarieven over de LTM te gebruiken aangezien deze de huidige marktomstandigheden weerspiegelen. Beide aanpakken zijn zinvol zolang ze overeenstemmen met de algemene methodologie die wordt toegepast en met overige onderdelen van de WACC-berekening. Als zodanig moet de risicovrije rentevoet in overweging worden genomen samen met de marktrisicopremie en zou een wijziging van de risicovrije rentevoet moeten leiden tot wijziging van de MRP.
- **Schuldenvrije bèta:** De Bieder/KBC houdt enkel rekening met de eigen sector van Zenitel, terwijl wij in een bepaalde mate ook rekening houden met twee sectoren waaraan Zenitel op operationeel vlak het meeste wordt blootgesteld.
- **Marktrisicopremie:** De Bieder/KBC maakt gebruik van de Damodaran risicopremie voor volgroeide markten en van een landenrisicopremie. Damodaran wordt erkend door de waarderingsexperten. We merken echter op dat de risicovrije rente opgenomen in de marktrisicopremie van Damodaran zou kunnen verschillen van de door KBC geselecteerde risicovrije rentevoeten (historisch gemiddelde op lange termijn). DPCF kiest voor een marktrisicopremie over de LTM die in overeenstemming is met de risicovrije rentevoet die we hebben geselecteerd.
- **Premie voor de omvang:** De Bieder/KBC maakt gebruik van dezelfde redenering als wij, maar met een verschillende bron, wat resulteert in een iets hogere premie voor de Bieder/KBC. De invloed van dit verschil op de aandelenprijs is echter verwaarloosbaar.
- **Kost van vreemd vermogen:** De Bieder/KBC maakt gebruik van de huidige rente op rentedragende instrumenten (dus gebaseerd op een historisch inzicht) terwijl we een geschatte kost van vreemd vermogen hebben berekend voor de Vennootschap, op basis van de huidige marktomstandigheden. Gelet op de kapitaalstructuur van Zenitel die sterk afhankelijk is van eigen vermogen, is de impact van een verandering in de kost van vreemd vermogen op de WACC en de eigenvermogenswaarde verwaarloosbaar.
- **Nagestreefde kapitaalstructuur:** De Bieder/KBC maakt gebruik van de huidige kapitaalstructuur van Zenitel, terwijl we hebben geopteerd voor een nagestreefde kapitaalstructuur rekening houdend met (i) de nagestreefde gearing ratio's voor Telecom Uitrusting van Damodaran, (ii) besprekingen met het Management en de huidige kapitaalstructuur, (iii) benchmarking van sectorgenoten.
- **Belastingtarief:** De Bieder/KBC houdt rekening met het gewogen gemiddelde belastingtarief in landen waar omzet wordt gegenereerd, terwijl we rekening hebben gehouden met het belastingtarief van het land waar de meeste bedrijfswinst wordt belast (nl. Noorwegen). Dit resulteert in slechts een klein verschil in het belastingtarief en, zoals te verwachten, is de impact op de WACC, eigenvermogenswaarde en de aandelenkoers verwaarloosbaar.



Analyse van de door de Bieder uitgevoerde waardering (3/5)

2

Aandelenkoers-analyse

- Wij hebben de evolutie van de historische aandelenkoers van Zenitel geanalyseerd over verschillende periodes, rekening houdend met de verhandelde volumes, en dit op een vergelijkbare wijze als de Bieder/KBC. We hebben twee kleine verschillen in de aanpak van de Bieder/KBC t.a.v. onze eigen aanpak opgemerkt, namelijk:
 - De duur van de geanalyseerde periode (5 jaar in vergelijking met 10 jaar door de Bieder/KBC); en
 - De benchmarking van de aandelenkoers met STOXX Europe 600 terwijl de Bieder/KBC geen benchmarking voorziet.
- De resultaten van de premie en liquiditeitsanalyse over 12 maanden voorafgaand aan de Aankondigingsdatum zijn exact dezelfde als deze van de Bieder/KBC. Wij gaan akkoord met de resultaten van de door de Bieder/KBC uitgevoerde analyse en met de stelling van de Bieder/KBC dat de analyse van de historische aandelenkoers louter als een referentiepunt moet worden beschouwd gelet op de lage liquiditeit van het Zenitel-aandeel.

3

Analyse van vrijwillige openbare overname-premies

- Zoals DPCF, heeft de Bieder/KBC de biedpremies voor Belgische vrijwillige openbare overnametransacties niet beschouwd als een primaire waarderingmethode gelet op de zeer beperkte liquiditeit van het Zenitel-aandeel; deze methode werd wel gebruikt als een toetsing voor de DCF-uitkomst.
- Wij bevestigen dat deze lijst volledig is en dat de Bieder/KBC dezelfde transacties als deze van onze selectie heeft opgenomen.

4

CCA

- We zijn het met de Bieder/KBC eens dat de CCA-methode geen geprefereerde waarderingmethode is; desalniettemin hebben we van deze methode gebruikgemaakt als referentiepunt terwijl de Bieder/KBC dit niet heeft gedaan en de uitkomst slechts puur ten informatieve titel liet zien. De Bieder/KBC heeft deze waarderingmethode niet opgenomen omwille van de volgende redenen:
 - Slechts een beperkt aantal sectorgenoten beschikbaar; en
 - Aanzienlijke verschillen van deze sectorgenoten in vergelijking met Zenitel op het vlak van:
 - Het aanbod van producten en diensten;
 - De geografische focus; en
 - Groei en financieel profiel.



Analyse van de door de Bieder uitgevoerde waardering (4/5)

4

CCA

- Net zoals wij, heeft de Bieder/KBC 2 vergelijkbare vennootschappen geselecteerd. Zijn selectie verschilt echter van die van ons. In tegenstelling tot de Bieder/KBC, hebben wij de volgende vennootschap niet weerhouden:
 - Aiphone Co.
- Hoewel Aiphone vergelijkbaar is met Zenitel op het vlak van het productaanbod, hebben we deze vennootschap niet opgenomen in onze eindanalyse en dit om de volgende redenen:
 - Beperkte beschikbaarheid van het aandelenonderzoek;
 - De jaarverslagen zijn enkel beschikbaar in het Japans; en
 - Ongebruikelijke trends in de waardering en voorspelde financiële gegevens die voor ons onduidelijk waren gelet op de eerste twee bovenvermelde argumenten.
- In tegenstelling tot de Bieder/KBC, hebben we de volgende vennootschap ook geselecteerd:
 - TKH Group
- Hoewel TKH Group minder vergelijkbaar is wat het aanbod van producten en diensten betreft, hebben we deze vennootschap toch opgenomen in onze analyse om de volgende redenen:
 - Het bedrijfsmodel is nog steeds vergelijkbaar aangezien het werkt op een project- en aanbestedingsbasis;
 - Het is actief op dezelfde markt als Zenitel, enkel met een verschillend productaanbod; en
 - Commend AG, een dochtervennootschap voor 100% van TKH is een rechtstreekse concurrent van Zenitel met een vergelijkbaar productaanbod.
- We merken op dat de voorgestelde ratio's voor TOA Corporation licht verschillen met deze opgenomen in de analyse van de Bieder/KBC. We menen dat dit te wijten is aan de volgende elementen:
 - **Wisselkoers:** Een verschillende wisselkoers (JPY/EUR) van 0,00815 vs. 0,0082785 van de Bieder/KBC. Dit leidt tot verschillen in OW, de eigenvermogenswaarde en alle financiële cijfers (omzet, EBIT(DA), enz.); en
 - **EBIT(DA):** In tegenstelling tot de Bieder/KBC, hebben we de financiële cijfers (omzet, EBIT en EBITDA) geannualiseerd, wat betekent dat we de cijfers hebben herberekend op kalenderjaarbasis (31 december) om zo vergelijkbaar mogelijk te zijn met de cijfers van Zenitel waarover verslag wordt uitgebracht op 31 december. (De boekhoudkundige periode van TOA Corporation eindigt op 31 maart)



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

5

CTA

- De Bieder/KBC heeft de CTA-methode van zijn analyse uitgesloten, omwille van de volgende redenen:
 - i) Slechts een beperkt aantal gegevens beschikbaar;
 - ii) Aanzienlijke verschillen in doelmarkten en bedrijfssegmenten tussen Zenitel en de doelvennootschap van de geselecteerde vergelijkbare transacties;
 - iii) Het feit dat historische transacties onderworpen zijn aan bedrijfsspecifieke factoren die een invloed hebben op de waardering; en
 - iv) Het feit dat ratio's van vergelijkbare transacties gebaseerd zijn op historische financiële gegevens.
- Wij zijn het met de Bieder/KBC eens over alle bovenvermelde redenen om de waarderingmethode uit te sluiten. Echter, terwijl de Bieder/KBC het resultaat van deze methode nog steeds, puur ten informatieve titel, voorstelt, doen wij dit niet. Wij geven enkel een voorstelling van onze primaire bevindingen en leggen uit waarom het volgens ons gevaarlijk is om waarderingsniveaus af te leiden van zo'n slechte basis.
- Desalniettemin heeft de Bieder/KBC één bijkomende relevante vergelijkbare transactie geïdentificeerd op basis van soortgelijke selectiecriteria als deze die wij gebruiken.
 - De overname van IndigoVision Group Plc door Motorola Solutions Inc. (17/03/2020)
- Zoals vermeld door de Bieder/KBC, is IndigoVision enkel actief op de markt van *end-to-end* videobewaking (CCTV), wat slechts een klein deel uitmaakt van de bedrijfsactiviteiten van Zenitel. Daarom hebben we deze transactie niet in ons overzicht opgenomen. Hoewel Axis Communications (de transacties die wij hebben geselecteerd) ook actief is op dezelfde markt als IndigoVision, menen we dat Axis Communications iets beter vergelijkbaar is met Zenitel aangezien ze ook IP intercoms en openbare oproepsystemen zoals Zenitel aanbieden. Om deze reden hebben we ervoor geopteerd om de transacties van Axis Communications en niet de transactie van IndigoVision voor te stellen.



9. Bijlagen



Bijlage 1

Lijst van de ontvangen informatie

- In het kader van onze waardering, hebben we de volgende informatie ontvangen:
 1. Marktinformatie:
 - Wereldwijd IP-intercom Marktonderzoeksverslag (QYResearch 2019)
 2. Financiële informatie:
 - Historische management rapportering
 - Management rapportering update per 30 september 2020
 - Businessplan (Management rapportering) opgesteld door de Vennootschap voor de periode BJ2020 - BJ2025 (laatst bijgewerkt op 12/11/2020)
 - Netto Werkkapitaal over de LTM
 3. Waardering uitgevoerd door de Bieder en zijn adviseur:
 - Versie per 10 november 2020



Bijlage 2

Ervaring in onafhankelijke financiële expert opdrachten (1/2)

Food & Beverage % bpifrance sold a minority stake in Avril Pôle végétal Fairness opinion Financial Expert January 2020 	Technology % IPTE acquired CONNECT GROUP INTEGRATED SUBCONTRACTORS Fairness opinion regarding the public takeover bid Financial Expert June 2019 	Healthcare % OCP acquired PCB Fairness opinion regarding the public takeover bid Financial Expert March 2019 	Real Estate % vastned Venues for Premium Shopping acquired vastned Retail Belgium Fairness opinion regarding the public takeover bid Financial Expert April 2018 	Business Services % CGG Fairness opinion on the relative treatment of Senior Noteholder and Convertible Bondholders € 2,800m Financial Expert December 2017 	Energy & Utilities % FLUXYS Fairness opinion in the framework of Article 524 Belgian Company Code Financial Expert September 2017 
Food & Beverage % GREENYARD FOODS Fairness opinion in the framework of Article 524 Belgian Company Code Financial Expert March 2017 	Technology % bpifrance acquired a minority stake in ST life.augmented Fairness opinion Financial Expert November 2016 	Materials & Chemicals % bpifrance sold a minority stake in eramet Fairness opinion Financial Expert August 2016 	Consumer & Retail % Perennitas SA acquired  Fairness opinion regarding the public takeover bid Financial Expert February 2016 	Materials & Chemicals % TESSENDERLO GROUP Contribution agreement w/ PICANOL GROUP Fairness opinion Financial Expert December 2015 	Materials & Chemicals % PICANOL GROUP Capital increase by means of rights issue by TESSENDERLO GROUP Fairness opinion Financial Expert September 2014 



Bijlage 2

Ervaring in onafhankelijke financiële expert opdrachten (2/2)

Financial Services % Union Financière Boël acquired Henex Fairness opinion regarding the public takeover bid Financial Expert December 2013 	Energy & Utilities % nostrum Oil & Gas Fairness opinion Financial Expert October 2013 	Industrials % bencis capital partners acquired XEIKON Fairness opinion regarding the public takeover bid Financial Expert August 2013 	Financial Services % GBL Fairness opinion regarding the subscription by GBL to the Sagard III fund promoted by Power Corporation of Canada Financial Expert February 2013 	Financial Services % GBL Fairness opinion regarding promotion and subscription of/to Alladin Credit Fund by GBL in partnership with Sagard III fund Financial Expert February 2013 	Technology % Canon acquired IRIS Document to Knowledge Fairness opinion regarding the public takeover bid Financial Expert September 2012 
Materials & Chemicals % Auriga Finance SA acquired VPK Packaging Group Fairness opinion regarding the public takeover bid Financial Expert September 2012 	Technology %  Fairness opinion regarding share buy-back through self offer, change of capital structure and incurrence of additional financing debt Financial Expert August 2012 	Financial Services % Fingen acquired CNP Fairness opinion regarding the public takeover bid Financial Expert March 2011 	Energy & Utilities % Electrabel GDF SUEZ Fairness opinion regarding financial conditions proposed to Electrabel concerning combination of Intl. Power and GDF SUEZ Financial Expert September 2010 	Materials & Chemicals %  Squeeze-out bid Fairness opinion Financial Expert August 2010 	Energy & Utilities % FLUXYS Fairness opinion regarding the sale of Fluxys' non-regulated businesses Financial Expert June 2010 

Bijlage 3

Bèta berekening

- Bèta gebruikt in de WACC-berekening is gebaseerd op een gewogen gemiddelde van geselecteerde Damodaran bèta's van sectoren waaraan Zenitel wordt blootgesteld:

<u>Sector</u>	<u>Gewicht</u>	<u>Bèta</u>
Telecom Uitrusting	60%	1,09
Engineering & Bouwwerken	20%	0,70
Scheepsbouw & Zeevaart	20%	0,84
<i>Gewogen gemiddelde</i>		<i>0,96</i>



Bijlage 4

Duff & Phelps

- De premie voor de omvang wordt bepaald op basis van de *Duff & Phelps international Guide to Cost of Capital* (2018)

Marktkapitalisatie	Groottepremie
€ 1,0m - € 7,0m	13,72%
€ 7,0m - € 15,0m	9,28%
€ 15,0m - € 27,0m	6,75%
€ 27,0m - € 41,0m	5,30%
€ 41,0m - € 63,0m	4,32%
€ 63,0m - € 99,0m	3,55%
€ 99,0m - € 153,0m	2,95%
€ 153,0m - € 227,0m	2,53%
€ 227,0m - € 341,0m	2,25%
€ 341,0m - € 543,0m	2,05%
€ 543,0m - € 835,0m	1,93%
€ 835,0m - € 1411,0m	1,86%
€ 1411,0m - € 2423,0m	1,80%
€ 2423,0m - € 4589,0m	1,70%
€ 4589,0m - € 10525,0m	1,44%
€ 10525,0m - € 69863,0m	(0,49%)

Eigenvermogenswaarde tussen € 63 miljoen tot € 99 miljoen leidt tot een premie voor de omvang van 3,55%



Bijlage 5

Overzicht van de ratio's van de referentiegroep

Bedrijf	Land	Marktkap.	Aang. NFS	OW	OW/Omzet			OW/EBITDA			OW/EBIT			Schuld/EBI Aang. NFS	
					2019 historisch	2020 voorspelling	2021 voorspelling	2019 historisch	2020 voorspelling	2021 voorspelling	2019 historisch	2020 voorspelling	2021 voorspelling	TDA actueel	LTM actueel
		223	(64)	159	0,43x	0,47x	0,46x	4,0x	6,9x	6,5x	5,5x	11,6x	10,1x	0,7x	-1,6x
		1.182	418	1.601	1,07x	1,20x	1,13x	8,2x	10,2x	8,3x	13,8x	19,7x	14,0x	2,5x	2,0 x
				P75	0,59x	0,65x	0,63x	5,0x	7,7x	7,0x	7,5x	13,6x	11,1x	1,2x	(0,7x)
				Mediaan	0,75x	0,83x	0,79x	6,1x	8,6x	7,4x	9,6x	15,6x	12,0x	1,6x	0,2x
				P25	0,91x	1,02x	0,96x	7,1x	9,4x	7,9x	11,7x	17,7x	13,0x	2,0 x	1,1x

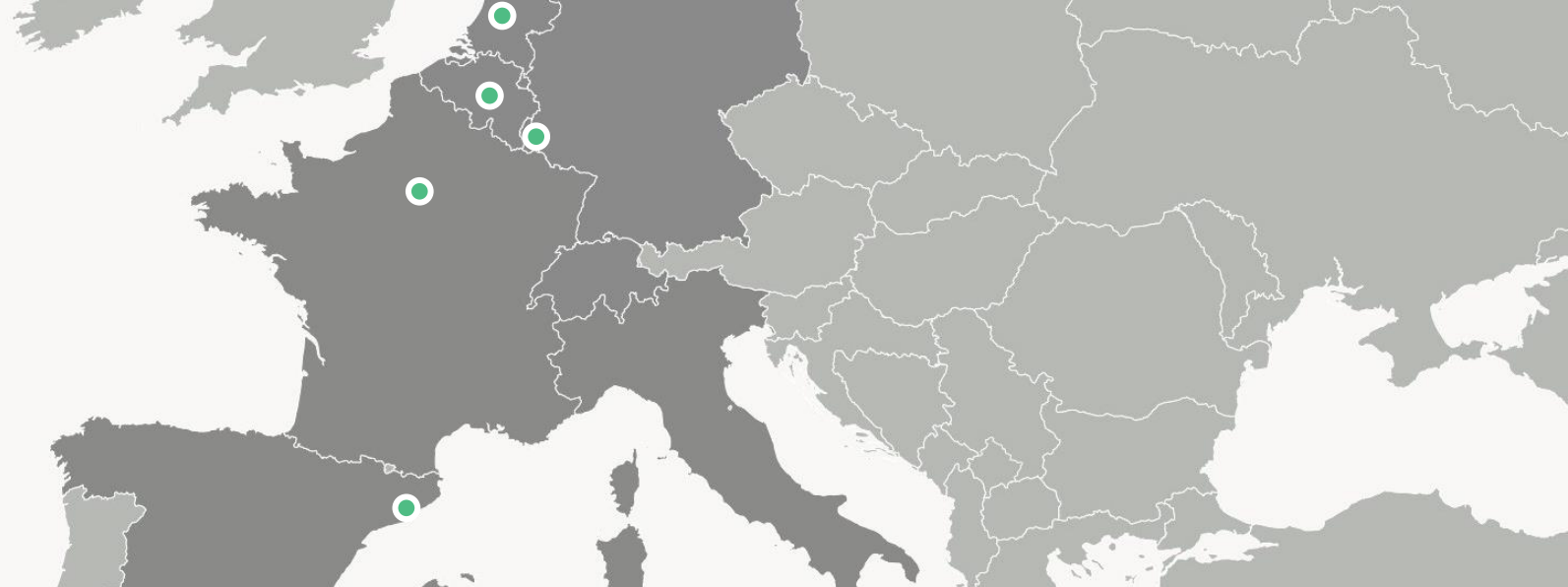


Bijlage 6

Overzicht van de referentiegroep KPI's

Bedrijf	Land	Omzet CAGR		EBITDA-marge			EBIT-marge			Kapitaalsinvesteringen als % van de Omzet		
		'16-'19	'19-'21	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
		historisch	voorspelling	historisch	voorspelling	voorspelling	historisch	voorspelling	voorspelling	historisch	voorspelling	voorspelling
		0,3%	(3,1%)	10,8%	6,7%	7,0%	7,9%	4,0%	4,5%	5,0%	7,3%	3,7%
		3,6%	(2,5%)	13,1%	11,8%	13,6%	7,8%	6,1%	8,1%	2,1%	3,8%	4,6%
	P75	1,1%	(3,0%)	11,4%	8,0%	8,7%	7,8%	4,5%	5,4%	2,8%	5,5%	4,2%
	Mediaan	2,0%	(2,8%)	12,0%	9,3%	10,3%	7,8%	5,1%	6,3%	3,5%	3,8%	3,7%
	P25	2,8%	(2,7%)	12,6%	10,5%	11,9%	7,9%	5,6%	7,2%	4,3%	1,9%	1,9%





BE

Nijverheidsstraat 44
1040 Brussels
+32 2 287 91 11

NL

De Entree 238 A, 7th Floor
1101 EE Amsterdam
+31 20 573 54 05



FR

Rue de Lisbonne 44
F-75008 Paris
+33 1 73 44 56 50

SP

Avgda. Diagonal, 464
08006 Barcelona
+34 934 458 500

LU

Zone d'activité La Cloche d'Or
Rue Eugène Ruppert 12
2453 Luxembourg
+35 2 45 35 45 1