

Greenyard Foods NV

**Kapitaalverhoging door inbreng
in natura door aandeelhouders van
Peatinvest NV van 15.570 Peatinvest NV
aandelen per 19 juni 2015**

Verslag van de commissaris

Inhoud	Blz.
1. Inleiding	3
2. Identificatie van de voorgenomen verrichting	4
3. Beschrijving van de inbreng in natura	8
4. Beschrijving van de elementen die de inbreng samenstellen en van de waarderingsmethodes	12
4.1. Beschrijving van de waarderingsmethodes	12
4.2. Bepaling van de waardering	15
5. De als tegenprestatie toegekende vergoeding	17
6. Uitgevoerde controles	18
7. Gebeurtenissen na waarderingsdatum	19
8. Besluit	20

1. Inleiding

In toepassing van artikel 602 van het Wetboek van Vennootschappen, hebben wij de eer u verslag uit te brengen over de voorgenomen verhoging op 19 juni 2015 van het kapitaal van Greenyard Foods NV ('de Vennootschap') ten belope van 60.000.000 EUR door inbreng in natura. De inbreng in natura zal uitgevoerd worden door alle bestaande aandeelhouders van Peatinvest NV die houder zijn van vijftien duizend vijfhonderd zeventig (15.570) aandelen van Peatinvest NV (**de Inbrengers**). De ingebrachte aandelen vertegenwoordigen het integraal maatschappelijk kapitaal van Peatinvest NV.

De opdracht tot dit verslag luidt volgens vermeld artikel 602 als volgt:

"Ingeval een kapitaalverhoging een inbreng in natura omvat, maakt de commissaris of, voor vennootschappen waar die er niet is, een bedrijfsrevisor aangewezen door de raad van bestuur, vooraf een verslag op.

Dat verslag heeft inzonderheid betrekking op de beschrijving van elke inbreng in natura en op de toegepaste methodes van waardering. Het verslag moet aangeven of de waardebeoordelingen waartoe deze methodes leiden, ten minste overeenkomen met het aantal en de nominale waarde of, bij gebreke van een nominale waarde, de fractiewaarde en, in voorkomend geval, met het agio van de tegen de inbreng uit te geven aandelen. Het verslag vermeldt welke werkelijke vergoeding als tegenprestatie voor de inbreng wordt verstrekt.

(...)"

Het doel van ons verslag is bijgevolg om aan de aandeelhouders van de vennootschap informatie te verschaffen omtrent de toepassing van de door de bestuurders gebruikte waarderingmethodes bij het bepalen van de waarde van de inbreng en vast te stellen of, onder de gegeven omstandigheden, deze methodes bedrijfseconomisch verantwoord zijn. Wij hebben dus geen waardering gedaan van de inbreng noch van de als tegenprestatie toegekende vergoeding en spreken ons niet uit over de rechtmatigheid en billijkheid van de verrichting.

Onderhavig verslag werd opgesteld voor het gebruik van de aandeelhouders van de vennootschap in het kader van de verhoging van het kapitaal zoals hierboven beschreven en kan derhalve voor geen enkel ander doel gebruikt worden.

Deze inbreng, de partiële splitsing van De Weide Blik NV en de inbreng van FieldLink NV aandelen door Stak FieldLink vormen een onlosmakelijk geheel van de geplande combinatie tussen de Greenyard Foods groep (gecontroleerd door de Vennootschap), de Univeg groep (gecontroleerd door FieldLink NV) en de Peltracom groep (gecontroleerd door Peatinvest NV).

2. Identificatie van de voorgenomen verrichting

2.1. Identiteit van de Vennootschap.

De naamloze vennootschap **Greenyard Foods**, met maatschappelijke zetel in 9042 Gent, Skaldenstraat 7c, ingeschreven bij de Kruispuntbank van Ondernemingen onder ondernemingsnummer RPR Gent, afdeling Gent, 0402.777.157, en met B.T.W.-nummer BE-0402.777.157, is een vennootschap die publiek beroep op het spaarwezen gedaan heeft in toepassing van artikel 438 W.Venn.

De Vennootschap werd opgericht bij akte verleden voor notaris Roger Vandeweghe, met standplaats in Zonnebeke, op 16 mei 1968 onder de maatschappelijke benaming “Pinguin”, waarvan een uittreksel bekendgemaakt werd in de Bijlagen bij het Belgisch Staatsblad van 30 mei 1968 onder nummer 1303-14.

De maatschappelijke benaming van de Vennootschap werd gewijzigd in “Greenyard Foods” bij akte verleden voor notaris Christophe Blindeman, met standplaats in Gent, op 18 juli 2013, waarvan een uittreksel bekendgemaakt werd in de Bijlagen bij het Belgisch Staatsblad van 30 juli 2013 onder nummer 2013.07.30-0119180.

De statuten werden voor het laatst gewijzigd bij akte verleden voor notaris Niek Van der Straeten, met standplaats in Destelbergen, op 19 september 2014, waarvan een uittreksel bekendgemaakt werd in de Bijlagen bij het Belgisch Staatsblad van 10 oktober 2014 onder nummer 2014.10.10-0185266.

Volgens de kennisgevingen die de vennootschap heeft ontvangen zijn de aandeelhouders de volgende:

Aandeelhouder	%
Deprez Holding (rechtstreeks en via Food Invest International en 2D)	46,14
GIMV XL	17,27
Agri Investment Fund	10,79
UFM SCA	3,90
Korfima	3,76
Familie Dejonghe	3,31
Tosalu	0,66
Volys Star	0,26
Free Float	13,91
Totaal	100,00

De Vennootschap heeft overeenkomstig artikel 3 van de statuten als doel:

“(…) De vennootschap heeft tot doel, in België en in het buitenland, de aankoop, verkoop, de groothandel en kleinhandel en de fabricatie van om het even welke voedingswaren, huishoudelijke producten met inbegrip van het diepvriezen, inblikken en behandelen voor bewaring van deze waren en producten, alsmede de verhuring van diepvriescellen aan derden.

De aankoop, verkoop, groothandel en kleinhandel, invoer en uitvoer van alle zaden en het uitvoeren van landbouwwerken voor derden.

De vennootschap mag alle roerende of onroerende goederen, materialen en benodigdheden, verwerven, huren of verhuren, vervaardigen, overdragen of ruilen, en in het algemeen, alle commerciële, industriële of financiële handelingen verrichten, die rechtstreeks of onrechtstreeks in verband staan met haar doel, met inbegrip van de onderaanneming in het algemeen, en de uitbating van alle intellectuele rechten en industriële of commerciële eigendommen die er betrekking op hebben. Zij mag alle roerende en onroerende goederen als investering verwerven, zelfs als deze noch rechtstreeks noch onrechtstreeks verband houden met haar doel.

De vennootschap mag het bestuur waarnemen en toezicht en controle uitoefenen over alle verbonden vennootschappen, met dewelke één of andere band van deelneming bestaat en mag alle leningen, van gelijke welke vorm en voor gelijk welke duur, aan deze laatsten toestaan. Zij mag bij wijze van inbreng in speciën of in natura, van fusie, inschrijving, deelneming, financiële tussenkomst of op een andere wijze, een aandeel nemen in alle bestaande of op te richten vennootschappen of bedrijven, in België of in het buitenland, waarvan het maatschappelijk doel identiek, gelijkaardig of verwant is met het hare of van aard is de uitoefening van haar doel te bevorderen. Deze lijst is exemplatief en niet beperkend.

De vennootschap kan bovendien alles doen wat rechtstreeks of onrechtstreeks tot de verwezenlijking van haar doelstellingen, in de meest ruime zin, kan bijdragen. (...)

Op datum van dit verslag bedraagt het maatschappelijk kapitaal van de Vennootschap honderd en één miljoen tien duizend negenhonderd eenenzeventig euro negenenzestig eurocent (EUR 101.010.971,69). Het maatschappelijk kapitaal wordt vertegenwoordigd door zestien miljoen vierhonderd negenenvijftig duizend vijfhonderd twintig (16.459.520) aandelen zonder vermelding van nominale waarde. Het kapitaal is volledig volgestort. De fractiewaarde van de bestaande aandelen bedraagt zes euro veertien eurocent (EUR 6,14) per aandeel.

Uiterlijk op datum van de buitengewone algemene vergadering van de Vennootschap van 19 juni 2015 waarop o.a. beraadslaagd en beslist zal worden over de inbreng, de partiële splitsing, en de inbreng van Peatinvest NV aandelen, zullen (i) Gimv NV, met maatschappelijke zetel in 2018 Antwerpen, Karel Oomsstraat 37, ingeschreven in de Kruispuntbank van Ondernemingen onder ondernemingsnummer RPR Antwerpen, afdeling Antwerpen, 0220.324.117, en met B.T.W.-nummer BE-0220.324.117, (ii) Gimv-XL Partners Invest Comm.V, met maatschappelijke zetel in 2018 Antwerpen, Karel Oomsstraat 37, ingeschreven in de Kruispuntbank van Ondernemingen onder ondernemingsnummer RPR Antwerpen, afdeling Antwerpen, 0527.982.975, en met B.T.W.-nummer BE-0527.982.975, en (iii) Adviesbeheer Gimv-XL NV, met maatschappelijke zetel in 2018 Antwerpen, Karel Oomsstraat 37, ingeschreven in de Kruispuntbank van Ondernemingen onder ondernemingsnummer RPR Antwerpen, afdeling Antwerpen, 0823.740.430, en met B.T.W.-nummer BE-0823.740.430, overeenkomstig de bepalingen van de “*Partial Demerger and Contribution Agreement*”, gezamenlijk hun in totaal twee miljoen vierhonderd duizend (2.400.000) warrants uitoefenen door de inbreng in geld van vijftientwintig miljoen vijfhonderd vierentachtig duizend euro (EUR 25.584.000). In ruil voor hun inbreng in geld en de uitoefening van hun warrants zullen er twee miljoen vierhonderd duizend (2.400.000) nieuwe aandelen van de Vennootschap uitgegeven worden.

Na de uitoefening van de Gimv warrants zal het maatschappelijk kapitaal van de Vennootschap na inbreng van de uitgiftepremies in kapitaal, honderd zesentwintig miljoen vijfhonderd vierennegentig duizend negenhonderd eenenzeventig euro negenenzestig eurocent (EUR 126.594.971,69) bedragen. Het maatschappelijk kapitaal zal vertegenwoordigd worden door achttien miljoen achthonderd negenenvijftig duizend vijfhonderd twintig (18.859.520) aandelen zonder vermelding van nominale waarde.

2.2. Identiteit van de Inbrengers

Hieronder vindt u een overzicht van alle aandeelhouders van Peatinvest NV met telkens hun participatie in Peatinvest NV:

Naam van de inbrengers.	Aantal aandelen.
Deprez Holding NV , met maatschappelijke zetel te 2860 Sint-Katelijne-Waver, Strijbroek 10, ingeschreven in de Kruispuntbank van Ondernemingen onder ondernemingsnummer RPR Antwerpen, afdeling Mechelen, 0881.535.802, en met B.T.W.-nummer BE-0881.535.802.	14.810 aandelen (95,12 % van het maatschappelijk kapitaal)
De Heer Stefaan Vandaele , geboren te Duffel op 4 mei 1973, wonende te 2570 Duffel, Zandstraat 36.	360 aandelen (2,32 % van het maatschappelijk kapitaal)
Mevrouw Sylvie Van Kerrebroek , geboren te Kortrijk op 27 augustus 1980, wonende te 9790 Wortegem-Petegem, Kwadenbult 41A.	100 aandelen (0,64 % van het maatschappelijk kapitaal)
De Heer David Thoelen , geboren te Herentals op 30 mei 1970, wonende te 2580 Beerzel, Zwaluwstraat 8.	100 aandelen (0,64 % van het maatschappelijk kapitaal)
De Heer Kris Penninck , geboren te Roeselare op 13 oktober 1968, wonende te 9890 Gavere, Hofkouterstraat 18.	50 aandelen (0,32 % van het maatschappelijk kapitaal)
De Heer Marcin Harnisz , geboren te Działdowo, Polen, op 18 september 1974, wonende te Olsztyn 10 - 275, Polen, Moniuszki straat 8a/5.	50 aandelen (0,32 % van het maatschappelijk kapitaal)
De Heer Renars Skudra , geboren te Ogry, Letland, op 9 mei 1977, wonende te Ogres rajons, Lielvardes novads, Lielvarde, Letland, Smilsu iela 10.	50 aandelen (0,32 % van het maatschappelijk kapitaal)
De Heer Rik Penninck , geboren te Moorslede op 4 maart 1957, wonende te 9420 Aaigem, Langemunt 107.	50 aandelen (0,32 % van het maatschappelijk kapitaal)

Op grond van een pandovereenkomst van 2 januari 2014 zijn veertien duizend zeventien (14.770) van de veertien duizend achthonderd en tien (14.810) Aandelen die aangehouden worden door Deprez Holding NV, voornoemd, bezwaard met een pand ten voordele van KBC Bank NV. Het pand ten voordele van KBC Bank werd toegekend tot zekerheid van een "Credit Facility Agreement" die afgesloten werd op 27 december 2013 tussen Deprez Holding NV, Food Invest International NV en KBC Bank NV, voor de financiering van de activiteiten van Deprez Holding NV en Food Invest International NV.

KBC Bank NV zal voorafgaandelijk aan de geplande buitengewone algemene vergadering van 19 juni 2015 bevestigen dat zij zich, onder voorbehoud van goedkeuring van de inbreng, akkoord verklaart met de vrijgave van het pand, zodat de veertien duizend zeventien (14.770) Aandelen op het ogenblik van de inbreng onbelast en vrij van enig pandrecht, zekerheid of enig ander recht van een derde zullen zijn. De raad van bestuur van Deprez Holding NV is de mening toegedaan dat KBC Bank NV zich onder voorbehoud van goedkeuring van de Inbreng met een vrijgave van het pand akkoord zal verklaren.

2.3. Voorgestelde transactie: inbreng in natura van de Aandelen van Peatinvest NV.

De raad van bestuur zal aan de buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders van 19 juni 2015 de volgende voorstellen doen:

1. Het kapitaal te verhogen met 21.566.385,45 EUR en creatie van uitgiftepremies voor een bedrag van 38.433.614,55 EUR door uitgifte van drie miljoen vijfhonderd en veertien duizend honderd zesennegentig (3.514.196) nieuwe aandelen zonder nominale waarde
2. De kapitaalverhoging te realiseren door inbreng door de Inbrengers van alle vijftien duizend vijfhonderd zeventig (15.570) aandelen (de **Aandelen**) die zij aanhouden van Peatinvest NV. De ingebrachte Aandelen van Peatinvest NV vertegenwoordigen integraal het maatschappelijk kapitaal.

Naast de inbreng zullen de aandeelhouders op de betrokken buitengewone algemene vergadering van de Vennootschap o.a. eveneens beraadslagen en beslissen over de volgende verrichtingen:

- de partiële splitsing door overneming in toepassing van de artikelen 673 en 677 juncto artikel 728 W.Venn. van De Weide Blik NV, een naamloze vennootschap naar Belgisch recht, met maatschappelijke zetel in 2860 Sint-Katelijne-Waver, Strijbroek 10, ingeschreven in de Kruispuntbank van Ondernemingen onder ondernemingsnummer RPR Antwerpen, afdeling Mechelen, 0536.525.608, en met B.T.W.-nummer BE-0536.525.608 (**De Weide Blik NV**).
Ten gevolge van deze partiële splitsing zullen (i) vijftientwintig miljoen (25.000.000) aandelen van FieldLink NV aangehouden door De Weide Blik NV, die 95,39 % van het maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigen en die een boekhoudkundige waarde hebben van tachtig miljoen negenhonderd en zesduizend tweehonderd achtentachtig euro en vijfendertig eurocent (EUR 80.906.288,35), (ii) een schuld die De Weide Blik NV heeft ten aanzien van FieldLink NV ten bedrage van twee miljoen vierhonderd zesendertig duizend negenhonderd en één euro en eenentachtig eurocent (EUR 2.436.901,81), en (iii) een proportioneel gedeelte van het eigen vermogen van De Weide Blik NV, zijnde (°) een proportioneel gedeelte van het maatschappelijk kapitaal ten bedrage van veertig miljoen vijfhonderd vierenzeventig duizend negenhonderd zevenenzeventig euro één eurocent (EUR 40.574.977,01), (°°) een proportioneel gedeelte van de wettelijke reserve ten bedrage van één miljoen achthonderd vierennegentig duizend zevenhonderd twintig euro achtenveertig eurocent (EUR 1.894.720,48) en (°°°) een proportioneel gedeelte van de overgedragen winst ten bedrage van vijfendertig miljoen negenhonderd negennegentig duizend zeshonderd negenentachtig euro vijf eurocent (EUR 35.999.689,05), worden overgedragen aan de Vennootschap tegen uitreiking aan de aandeelhouders van De Weide Blik NV van twintig miljoen negenhonderd negenzeventig duizend honderd en twaalf (20.979.112) aandelen van Greenyard Foods NV (**de Partiële Splitsing**), en
- de inbreng in natura in toepassing van artikel 602 W.Venn. voor een bedrag van 17.410.942 EUR door de Stichting Administratiekantoor FieldLink van één miljoen tweehonderd en zeven duizend honderd achttien (1.207.118) aandelen van FieldLink NV, die 4,61 % van het maatschappelijk kapitaal van FieldLink NV vertegenwoordigen, tegen uitreiking aan Stak FieldLink van één miljoen negentien duizend zevenhonderd zevenenvijftig (1.019.757) aandelen van Greenyard Foods (**de inbreng van FieldLink NV aandelen door Stak FieldLink**).

Deze Inbreng, de Partiële Splitsing van De Weide Blik NV en de inbreng van FieldLink aandelen door Stak FieldLink vormen een onlosmakelijk geheel van de geplande combinatie tussen de Greenyard Foods groep (gecontroleerd door de Vennootschap), de Univeg groep (gecontroleerd door FieldLink NV) en de Peltracom groep (gecontroleerd door Peatinvest NV).

De notariële akte zal opgesteld worden door Meester P. Moulin & N. Van Der Straeten, notaris te Destelbergen.

3. Beschrijving van de inbreng in natura

Zoals hiervoor reeds beschreven, zullen de Inbrengers alle vijftien duizend vijfhonderd zeventig (15.570) aandelen (de **Aandelen**) die zij aanhouden van Peatinvest NV door middel van een inbreng in natura in toepassing van artikel 602 W.Venn. inbrengen in de Vennootschap. Peatinvest NV is de holdingvennootschap die de integrale Peltracom groep controleert.

De ingebrachte Aandelen van Peatinvest NV vertegenwoordigen integraal het maatschappelijk kapitaal.

In ruil voor de inbreng door de Inbrengers van de aandelen van Peatinvest NV zullen er drie miljoen vijfhonderd en veertien duizend honderd zesennegentig (3.514.196) Nieuwe Aandelen van de Vennootschap uitgegeven worden.

3.1 Beschrijving van Peatinvest NV en de Peltracom groep.

3.1.1 Peatinvest NV:

De naamloze vennootschap **Peatinvest** is een naamloze vennootschap naar Belgisch recht, met maatschappelijke zetel in 9042 Gent, Skaldenstraat 7, ingeschreven bij de Kruispuntbank van Ondernemingen onder ondernemingsnummer RPR Gent, afdeling Gent, 0461.693.373, en met B.T.W.-nummer BE-0461.693.373.

Peatinvest NV werd opgericht bij akte verleden voor notaris Peter Berben, notaris met standplaats te Neerpelt, op 1 oktober 1997 onder de maatschappelijke benaming "Peatinvest", waarvan een uittreksel bekendgemaakt werd in de Bijlagen bij het Belgisch Staatsblad van 28 oktober 1997 onder nummer 97.10.28-357.

De statuten werden meermaals gewijzigd en voor het laatst bij akte verleden voor notaris Philip Coppens, met standplaats te Boechout, op 30 november 2011, waarvan een uittreksel bekendgemaakt werd in de Bijlagen bij het Belgisch Staatsblad van 21 december 2011 onder nummer 2011.12.21-0191574.

De Vennootschap heeft overeenkomstig artikel 3 van de statuten als doel:

"(...) De vennootschap heeft tot doel, dit zowel in België als in het buitenland:

A. Onderneming voor het beheer van beleggingen en vermogens.

B. De participatie, onder welke vorm het ook zij, in de oprichting, ontwikkeling, omvorming en controle van alle ondernemingen, Belgische of buitenlandse, commerciële, financiële, industriële, of andere; de verwerving van eender welke titels of rechten door middel van participatie, inbreng, onderschrijving, koop, aankoopoptie, verhandeling, of op iedere andere wijze.

C. Tussenhandelaar in de handel, als makelaar in goederen, de zelfstandige handelsvertegenwoordiging en als commissaris. De vennootschap kan overgaan tot alle handelsverrichtingen, nijverheidsverrichtingen, financiële en onroerende verrichtingen, zo voor eigen rekening als voor rekening van derden die van aard zijn de verwezenlijking van haar doel rechtstreeks of onrechtstreeks te bevorderen, dit zowel in België als in het buitenland.

Zij zal door alle middelen mogen samenwerken met of deelnemen aan alle ondernemingen of vennootschappen, die eenzelfde, gelijkaardig of aanverwant doel nastreven, of die van aard zijn grondstoffen te verschaffen of de afzet van haar producten te vergemakkelijken.

Deze deelneming kan geschieden door inschrijving op of overname van aandelen, inbreng, fusie opslorping, splitsing of op welke wijze ook.

Zij kan ook functies van bestuurder of vereffenaar van andere vennootschappen uitoefenen.

D. Onderneming handelend in onroerende goederen, hetwelk ondermeer omvat de verwerving, de vervreemding, het beheer, de uitbating, de valorisatie, de verkaveling de ordening, de huur en de verhuur, het doen bouwen en verbouwen, de procuratie.

Tussenhandelaar, de makelarij en/of handel in de onroerende goederen in de meest ruime zin met inbegrip van onroerende leasing.

E. De vennootschap mag zich borgstellen en onroerende goederen in pand geven of hypothekeren voor verbintenissen door derde personen aangegaan.

Zij mag eveneens al haar andere goederen, met inbegrip van het handelsfonds, in pand geven en aval verlenen in het voordeel van derden.

Het onderzoek naar de omvang van de markt van bepaalde producten, de bekendheid van producten en koopgewoonten, met het oog op de verkoopbevordering en de ontwikkeling van nieuwe producten;
Het verlenen van adviezen en praktische hulp aan bedrijven in verband met Public Relations en Communicatie;
Zoeken, selecteren, verwijzen en plaatsen van personeel ten behoeve van verbonden ondernemingen in de groep: formulering van taakomschrijvingen, op geschiktheid testen van sollicitanten, natrekken van referenties, enz. ;
Het verlenen van adviezen en hulp aan verbonden ondernemingen op het gebied van planning, organisatie en efficiëntie en toezicht, het verschaffen van informatie aan de bedrijfsleiding, enz.;
Het verlenen van adviezen over soorten computers (hardware) en hun configuratie en over de toepassing van bijhorende programmatuur (software): analyseren van de behoeften en problemen van de gebruiker en het aanbieden van de beste oplossing;
Het analyseren, ontwerpen en programmeren en eventueel verkopen van gebruiksklare systemen, inclusief systemen van automatische data – identificatie: ontwikkeling, productie, levering / samenstelling van documentatie over standaard of speciale programmatuur;
Het verlenen van advies met betrekking tot informaticaprogramma's;
Het verlenen van bijstand bij de toepassing van programma's;
Het onderhoud en de reparatie van computers en randapparatuur, inclusief netwerkbeheer
Het berekenen van kosten en baten van de voorgestelde maatregelen op het gebied van planning, organisatie en efficiëntie, enz.;
Algemene audit – activiteiten;
Het verlenen van adviezen aan verbonden ondernemingen op het gebied van beheer;
Overige activiteiten in verband met administratie;
Vertaaldiensten en tolken;
Het verlenen van advies in verband met de boekhouding en organisatie van boekhoudingdiensten voor rekening van verbonden ondernemingen in de groep;
Het openen, het houden, het centraliseren, het sluiten van boekingen, geschikt voor het opmaken van de rekeningen, voor rekening van verbonden ondernemingen in de groep, inclusief consolidatie – boekingen;
Het stenograferen;
Het uitvoeren van dactylografiewerk;
Het uitvoeren van overig secretariaatswerk;
Telefoonbeantwoording voor rekening van de verbonden vennootschappen in de groep. (...)"

Op datum van dit verslag bedraagt het maatschappelijk kapitaal van Peatinvest NV zesentwintig miljoen euro (EUR 26.000.000). Het maatschappelijk kapitaal wordt vertegenwoordigd door vijftien duizend vijfhonderd zeventig (15.570) aandelen zonder vermelding van de nominale waarde. Het kapitaal is volledig volgestort. De fractiewaarde van de aandelen van Peatinvest NV bedraagt duizend zeshonderd negenenzestig euro zevenentachtig eurocent (EUR 1.669,87).

Peatinvest NV is de holdingvennootschap die de integrale Peltracom groep controleert.

3.1.2 Peltracom groep:

Peatinvest NV en haar dochtervennootschappen zijn reeds 30 jaar actief in de tuinbouwsector. Haar kernproducten zijn substraten voor de tuinbouw en kweek, en dit zowel van sierplanten als van fruit- en groentegewassen. Peatinvest NV vult haar kernproducten aan met daarmee gerelateerde producten, zoals verschillende soorten van bodembedekking (bv. houtsnippers, kokosnoot schillen, decoratieve schors, strooi), decoratieve tuinproducten (leisteel mulch, verrijkte kleisubstantie), hout pellets en houtskool.

De Peltracom groep heeft negen sites in vier landen (België, Frankrijk, Letland en Polen) en ongeveer 400 werknemers. Via haar Letse en Poolse dochtervennootschappen heeft zij het gebruiksrecht over 1.454 hectaren turfgrond in Letland en Polen die haar verzekert van een continue aanvoer van topkwaliteit grondstoffen. De Peltracom groep produceert jaarlijks 1,5 miljoen m³ en bevoorraadt kwekers over de ganse wereld met een brede waaier aan substraten voor kweek van planten, fruit en groenten gecommercialiseerd onder de Peltracom en Aura merken voor de beroepsmarkt en onder het Agrofino merk voor de hobby markt. Bijkomend produceert de Peltracom groep turf, schors en bodemverbeteraars.

De kernactiviteiten van de Peltracom groep zijn de productie en de verkoop van een ruime waaier aan substraten voor de tuinbouw en kweek, en dit zowel van sierplanten als van fruit- en groentegewassen. De groep realiseerde een omzet van EUR 65 miljoen in een periode van twaalf maanden, eindigend op 30 september 2014.

De Peltracom groep richt zich zowel op de professionele afnemers (B2B) als de niet-professionele afnemers (waaronder hobbyisten (B2C)) via tuincentra en winkelketens. De verkoop van groeimedium producten zijn bijzonder seizoensgebonden, voornamelijk in the B2C markt.

- Professionele afnemers - B2B

De Peltracom groep verkoopt haar producten aan verschillende professionele afnemers (B2B). Deze professionele afnemers gebruiken het groeimedium voor de kweek van sierplanten (bv. bloementeel en boomkwekerijen), fruit en groenten producten, pootgoed kweek en stadslandschappen (bv. groene daktuinen en stadsplantsoenen).

De B2B markt is een zeer 'customer oriented' markt, vermits de Peltracom groep haar producten meestal ontwikkelt in nauw overleg met haar klanten, zodat deze aangepast zijn aan de specifieke noden van de activiteiten van de klant.

In vergelijking met zowel de Benelux als de Poolse markt is de Franse B2B markt meer geconcentreerd, vermits de 10 grootste klanten goed zijn voor 85% van de verkoop, voornamelijk bestaande uit 3 distributeurs. De meeste van de grootste klanten zijn gevestigd in Frankrijk.

De Benelux markt is meer gefragmenteerd, vermits de 10 grootste klanten slechts instaan voor 16% van de verkoop, voornamelijk bestaand uit kwekers. Slechts 1 Belgische klant is opgenomen in de top 20 van de B2B klanten.

De producten van de Peltracom groep voor professionele afnemers worden verkocht onder de Peltracom en Aura merken. De levering van dergelijke producten gebeurt enerzijds rechtstreeks (ex-works of rechtstreekse levering) of onrechtstreeks via lokale distributeurs en groothandels. De B2B verpakking is ofwel bulk, grote balen, grote zakken, ballots of verpakte zakken.

Lopende het boekjaar 2014 leverde de B2B business ongeveer 36% van de verkoop en 42% in volume op.

- Niet-professionele klanten - B2C

De Peltracom groep verkoopt ook producten bestemd voor de amateur tuinder en hobbyist. De producten worden verkocht via tuincentra en andere distributeurs (B2C-markt) in de thuismarkt in Benelux, Frankrijk en Polen en sommige export landen.

De West-Europese markt is eveneens geconcentreerd. Dit zijn meestal voedings- en andere gespecialiseerde winkelketens.

De producten zijn meestal verpakt (in zakken van 5 tot 80 liter) en verkocht ofwel onder private label ofwel onder eigen merk. Het streefdoel is om aan detailhandelaars private label producten te verkopen. Dit aanbod wordt aangevuld met niche producten die verkocht worden onder het eigen retail merk 'Agrofino' en 'Agrofino Professional' in Benelux en Frankrijk, en 'Sterlux' en 'Aura' in Polen. Het is niet de intentie van het management om actief deze eigen merken te promoten via promotie en marketing inspanningen, maar om het aanbod van de detailhandelaar aan te vullen met dergelijke producten. De levering aan de B2C markt is zeer seizoens gebonden en vooral vanaf midden januari tot midden mei.

Tijdens het boekjaar is de B2C activiteit goed voor 64% van de verkoop en 58% van de volumes.

De belangrijkste thuismarkt is Frankrijk (52%), Benelux (24%) en Polen (18%), waar de Peltracom groep zowel professionele als niet professionele afnemers bedient. De Peltracom groep exporteert eveneens naar professionele afnemers (6%).

Turf is één van de belangrijkste grondstoffen van de Peltracom groep. De meeste van de turf gebruikt in het kader van het productieproces wordt gehaald uit de turfgronden in Letland en Polen die eigendom zijn van de Peltracom groep. De Peltracom groep beschikt nog voor 40 à 50 jaar turfvoorraden rekening houdend met de huidige tempo van uitwinning, waarvan de meeste zich in Letland bevinden.

De geauditeerde geconsolideerde kerncijfers volgens Belgisch Boekhoudrecht per 30 september 2014 kunnen als volgt worden voorgesteld:

In (000) EUR	30.09.2014
Omzet	65.230
Bedrijfswinst	4.343
Netto resultaat	2.434
Balanstotaal	36.806
Eigen vermogen	13.037

4. Beschrijving van de elementen die de inbreng samenstellen en van de waarderingmethodes

De ingebrachte elementen kunnen als volgt worden beschreven:

Vijftien duizend vijfhonderd zeventig (15.570) aandelen (de Aandelen) van Peatinvest NV die integraal het maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigen.

4.1. Beschrijving van de waarderingmethodes

De waarde van de aandelen die door de Inbrengers zullen worden ingebracht in het maatschappelijk kapitaal van de Vennootschap, (de **Inbrengwaarde**) is bepaald tussen partijen op basis van een negotiatie tussen de onafhankelijke bestuurders van Greenyard Foods NV en de bestuurders van Peatinvest NV, rekening houdend met de waarderingmethodologie, zoals opgenomen in het document "*Waarderingmethodologie*" dat als Bijlage II aan het bijzonder verslag van de Raad van Bestuur zal worden gehecht.

De zakenbank Lazard kreeg de opdracht van de Vennootschap om de redelijkheid van de inbrengwaarde en de ruilverhouding te bevestigen. De "*fairness*" opinie (ontwerp) van de zakenbank Lazard zal als Bijlage III aan het bijzonder verslag van de Raad van Bestuur worden gehecht.

De "*Partial Demerger and Contribution Agreement*" voorziet tevens in de, voor dit type transacties tussen professionele partijen, gebruikelijke beschermingsmechanismes met betrekking tot de ingebrachte Aandelen van Peatinvest NV in het kader van de Inbreng, de ingebrachte aandelen van FieldLink NV door Stak FieldLink en de samenstelling van het Afsplitst Vermogen van De Weide Blik, waaronder gebruikelijke verklaringen en waarborgen ten gunste van Greenyard Foods NV.

De Inbreng, de Partiële Splitsing, en de Inbreng van FieldLink NV aandelen door Stak FieldLink vormen een onlosmakelijk geheel van de geplande combinatie tussen de Greenyard Foods groep (gecontroleerd door de Vennootschap), de Univeg groep (gecontroleerd door FieldLink NV) en de Peltracom groep (gecontroleerd door Peatinvest NV).

Zowel voor het bepalen van de waarde van ingebrachte aandelen Peatinvest NV als voor het bepalen van de als tegenprestatie verstrekte vergoeding werden volgende waarderingmethodes in beschouwing genomen.

- A. Waardering op basis van multiples van vergelijkbare genoteerde bedrijven;
- B. Waardering op basis van multiples van vergelijkbare transacties; en
- C. Discounted cash flow methode.

Voor Greenyards Foods NV werden twee bijkomende methodes in beschouwing genomen, namelijk:

- D. Waardering op basis van de evolutie van de historische aandelenkoers;
- E. Waardering op basis van het meest recente koersdoel bepaald en gepubliceerd door analisten.

De waarderingmethodes op basis van multiples zijn voornamelijk gebaseerd op EV/EBITDA multiples.

Gezien de verschillen in rentabiliteit van de groepen werden de multiples met betrekking tot omzet niet in acht genomen. Dit geldt eveneens voor de multiples op basis van operationeel resultaat omwille van te sterk verschillende afschrijvingsmethodieken.

Voor wat betreft de gebruikte EBITDA cijfers werd met het volgende rekening gehouden:

(i) *Genormaliseerde financiële gegevens*

- De financiële gegevens die aan de basis liggen van de waardering verschillen van de publiek beschikbare omwille van gemaakte correcties teneinde genormaliseerde cijfers te bekomen per 31 maart 2015. Deze normalisaties werden consistent toegepast voor alle entiteiten;
- Voor Greenyard Foods werd de uitoefening van de 2.400.000 GIMV warrants in rekening genomen voor de aangepaste netto schuld, rekening houdend met een uitoefenprijs van EUR 10,66 en

(ii) *Gebudgetteerde cijfers*

- De onderbouw voor de ruilverhouding is gebaseerd op budgetten van iedere entiteit met betrekking tot financiële parameters per groep, voornamelijk omzet, EBITDA, netto werkkapitaal en investeringen. Deze informatie werd ook verstrekt aan de onafhankelijk expert in het kader van hun opdracht.

4.1.1. Multiples van vergelijkbare genoteerde bedrijven

Bij de toepassing van deze waarderingmethode wordt de ondernemingswaarde bepaald op basis van een multiple van vergelijkbare genoteerde bedrijven op een genormaliseerde EBITDA waarbij de netto-financiële schuld in mindering wordt gebracht.

De multiples van vergelijkbare genoteerde bedrijven analyse is gebaseerd op publiek beschikbare informatie aangeleverd door de firma's in hun kwartaal, halfjaar en jaarverslagen. Deze informatie omvat eveneens vooruitzichten en koersdoelen.

Op basis van verschillende criteria werden de vergelijkbare genoteerde bedrijven bepaald die als 'peer group' werden gebruikt in deze waarderingmethode. Voor Greenyard Foods betreft het de groepen Conagra Foods Inc, Pinnacle Foods Inc. en Bonduelle SA en voor Peatinvest de groepen Scotts Miracle-Gro Company, Central Garden & Pet Company en Hortico SA die werden weerhouden als 'peers'.

Voor Greenyard Foods resulteert deze methode in een multiple die varieert van 8,1 tot 8,6

Voor Peatinvest resulteert deze methode in een multiple die varieert van 6,8 tot 7,3.

De hierboven beschreven waarderingmethode leidt tot een waarderingvork voor beide vennootschappen die als volgt kan worden voorgesteld:

- Greenyard Foods NV van 257 (000.000)EUR tot 287 (000.000)EUR
- Peatinvest NV van 42 (000.000) EUR tot 46 (000.000) EUR

4.1.2. Waardering op basis van multiples van vergelijkbare transacties

Bij de toepassing van deze waarderingmethode wordt de ondernemingswaarde bepaald op basis van een multiple van vergelijkbare genoteerde bedrijven op een genormaliseerde EBITDA waarbij de netto-financiële schuld in mindering wordt gebracht.

De multiple wordt bepaald op basis van vergelijkbare transacties (i) qua type van activiteiten, (ii) geografische spreiding en (iii) grootte.

De weerhouden multiples in deze waarderingmethode zijn gebaseerd op transacties van de laatste twaalf maanden, en indien niet beschikbaar op het laatste boekjaar.

We wensen erop te wijzen dat vergelijkbare transacties die voor andere redenen doorgingen, strategisch, of financieel (bv. private equity deals) in belangrijke mate kunnen afwijken qua waardering en transparantie. Deze waarderingmethode is dan ook beperkt tot het schaars aantal transacties vergelijkbaar aan de transactie tussen Greenyard Foods NV en Peatinvest NV.

De weerhouden vergelijkbare transacties betreffen onder andere Bellisio Foods – Overhill Farms; Campbell Soup Company - Bolthouse Farms en H.J. Heinz Company - Coniexpress Industrias Alimenticias.

Voor Greenyard Foods resulteert deze methode in een multiple van 8,6 tot 9,0.

Voor Peatinvest resulteert deze methode in een multiple van 8,4 tot 8,8.

De hierboven beschreven waarderingmethode leidt tot een waarderingvork voor beide vennootschappen die als volgt kan worden voorgesteld:

- Greenyard Foods NV van 284 (000 000) EUR tot 313 (000 000) EUR
- Peatinvest NV van 55 (000.000) EUR tot 59 (000.000) EUR.

4.1.3. Discounted cash flow method

De Discounted Cash Flow methode (**DCF**) streeft ernaar om de waarde van een onderneming te bepalen op basis van de verdiscontering van toekomstige gebudgeteerde vrije kasstromen. Van deze verdisconteerde waarde wordt de netto financiële schuld en schuld/kas gerelateerde items afgetrokken om tot een eigen vermogenswaarde te komen. Deze waarderingmethode wordt sterk beïnvloedt door de gebudgeteerde prestaties van de firma's, de gemiddelde kost van kapitaal en de groei die in de terminal value wordt vooropgesteld.

Rekening houdend met een WACC van 7% en 9,5% voor respectievelijk Greenyard Foods en Peatinvest en een lange termijn groeivoet tussen 0,5% en 1,5% voor beide vennootschappen leidt de hierboven beschreven waarderingmethode tot een waarderingvork voor beide vennootschappen die als volgt kan worden voorgesteld:

- Greenyard Foods NV van 328 (000 000) EUR tot 397 (000 000) EUR
- Peatinvest NV van 57 (000.000) EUR tot 62 (000.000) EUR.

4.1.4. Waardering op basis van de evolutie van historische aandelenkoers

Deze methode werd enkel gehanteerd voor de waardebepaling van de aandelen van Greenyard Foods NV.

Bij de toepassing van deze waarderingmethode wordt de ondernemingswaarde bepaald op basis van een multiple op een genormaliseerde EBITDA waarbij de netto-financiële schuld in mindering wordt gebracht. De multiple wordt bepaald op basis van de evolutie van historische aandelenkoers.

Voor Greenyard Foods resulteert deze methode tot een multiple van 7,2 tot 9,3.

De hierboven beschreven waarderingmethode leidt tot een waarderingvork voor Greenyard Foods NV die als volgt kan worden voorgesteld:

- Greenyard Foods NV van 201 (000 000) EUR tot 326 (000 000) EUR

4.1.5. Meest recente koersdoel bepaald en gepubliceerd door analisten

Deze methode werd enkel gehanteerd voor de waardebepaling van de aandelen van Greenyard Foods NV.

Bij de toepassing van deze waarderingmethode wordt de ondernemingswaarde bepaald op basis van een multiple op genormaliseerde EBITDA waarbij de netto-financiële schuld in mindering wordt gebracht. De multiple wordt bepaald op basis van het meest recente koersdoel bepaald en gepubliceerd door analisten.

Tijdens de twee maanden voorafgaand aan de aankondiging van de overeengekomen ruilverhouding tussen de drie firma's publiceerden drie vermogensbeheerders (i.e. Petercam, KBC Securities and Bank/ Banque Degroof) periodiek rapporten over Greenyard Foods. Deze rapporten omvatten koersdoelen, maar eveneens advies omtrent kopen, verkopen of het houden van de aandelen in portefeuille.

Voor Greenyard Foods resulteert deze methode tot een multiple van 8,5 tot 8,9.

De hierboven beschreven waarderingmethode leidt tot een waarderingvork voor Greenyard Foods NV die als volgt kan worden voorgesteld:

- Greenyard Foods NV van 283 (000 000) EUR tot 302 (000 000) EUR

4.2. Bepaling van de waardering

4.2.1. Bepaling van de waarde van Greenyard Foods NV

De hierboven beschreven waarderingmethodes leiden tot een waarderingvork en mediaan voor Greenyard Foods NV die als volgt kan worden voorgesteld:

	<u>Laag</u>	<u>Mediaan</u>	<u>Hoog</u>
Greenyard Foods NV:	201 (000 000) EUR	299 (000 000) EUR	397 (000 000) EUR

Indien enkel de waarderingmethodes worden weerhouden die zowel voor Greenyard Foods NV en Peatinvest NV kunnen worden toegepast (de twee laatste waarderingmethodes kunnen niet worden toegepast op de waardebepaling van Peatinvest NV aangezien deze niet beursgenoteerd is) leidt dit tot een waarderingvork en mediaan van:

	<u>Laag</u>	<u>Mediaan</u>	<u>Hoog</u>
Greenyard Foods NV:	257 (000 000) EUR	327 (000 000) EUR	397 (000 000) EUR

Op 11 mei 2015 bedraagt de beurskoers 17,50 EUR voor uitoefening van warranten, maar reeds na aankondiging van de geplande uitoefening. Dit leidt tot een waardering van Greenyard Foods van 330.041 (000) EUR.

De door partijen weerhouden waarde van Greenyard Foods NV (op basis van onderhandelingen tussen de onafhankelijke bestuurders van Greenyard Foods NV en de bestuurders van De Weide Blik NV) bedraagt 322 (000 000) EUR voor het bepalen van de als tegenprestatie verstrekte vergoeding van de inbreng. De weerhouden waarde benadert de mediaan en valt binnen de vork van verschillende waarderingmethodes.

4.2.2. Bepaling van de waarde van Peatinvest NV

De hierboven beschreven waarderingsmethodes leiden tot een waarderingsvork en mediaan voor Peatinvest NV die als volgt kan worden voorgesteld:

	<u>Laag</u>	<u>Mediaan</u>	<u>Hoog</u>
Peatinvest NV	42 (000 000) EUR	52 (000 000) EUR	62 (000 000) EUR

Rekening houdend met het voorgaande, werd een waarde in het ontwerpverslag van 60.000.000 EUR voor Peatinvest NV weerhouden door de raad van bestuur, als gevolg van onderhandelingen tussen de onafhankelijke bestuurders van Greenyard Foods NV en de bestuurders van Peatinvest NV.

De weerhouden waarde valt binnen de vork van de verschillende toegepaste waarderingsmethodes. We kunnen aldus concluderen dat de weerhouden waarde niet overgewaardeerd is.

5. De als tegenprestatie toegekende vergoeding

Als vergoeding voor de hiervoor beschreven inbreng ten bedrage van 60.000.000 EUR zullen aan de Inbrengers drie miljoen vijfhonderd en veertien duizend honderd zesennegentig (3.514.196) nieuwe aandelen zonder nominale waarde worden toegekend. De nieuwe aandelen van de Vennootschap zijn van dezelfde aard en hebben dezelfde rechten als de bestaande aandelen Greenyard Foods. Er zal geen enkele opleg of andere vergoeding in geld worden toegekend.

De nieuwe aandelen van de Vennootschap zullen delen in de winst van de Vennootschap vanaf 1 april 2015, zijnde de aanvangsdatum van het lopende boekjaar van de Vennootschap.

De nieuwe aandelen van de Vennootschap zullen worden genoteerd voor verhandeling op Euronext Brussels, na opmaak door de Vennootschap van een gelijkwaardig informatiedocument in de zin van artikel 18, § 1,d), van de Wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbidding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, die onderworpen is aan de goedkeuring van de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA).

Indien de dematerialisatie en notering niet op de datum van uitgifte kan worden doorgevoerd, dan zullen de nieuwe aandelen initieel op naam luiden.

Dit aantal aandelen werd als volgt bekomen:

Inbrengwaarde: 60.000.000 EUR

Weerhouden waarde per aandeel van de vennootschap Greenyard Foods NV:

$$\frac{322.000.000}{18.859.520} = 17,07$$

Het aantal nieuwe aandelen werd dus bepaald als volgt:

$$\frac{60.000.000}{17,07} = 3.514.196 \text{ aandelen}$$

Uit de ontwerpakte van statutenwijziging blijkt dat na de inbreng van aandelen FieldLink NV door Stak FieldLink, de inbreng aandelen Peatinvest NV door de bestaande aandeelhouders en de partiële splitsing De Weide Blik NV, de uitgiftepremies in kapitaal worden geïncorporeerd. De geplande transacties kunnen dus als volgt worden samengevat:

(In EUR)	Toestand per 31 maart 2015 (op basis van ontwerpjaarrekening)	Conversie warrants	Toestand na uitoefening warrants	Inbreng in natura aandelen Fieldlink	Toestand na inbreng aandelen Fieldlink	Inbreng in natura aandelen Peatinvest	Toestand na inbreng aandelen Peatinvest	Impact partiële splitsing De Weide Blik	Toestand na transacties	Toestand na incorporatie van de Uitgiftepremies
Kapitaal	101 010 971,69	14 728 639,23	115 739 610,92	6 258 180,40	121 997 791,32	21 566 385,45	143 564 176,78	78 469 386,54	222 033 563,32	293 851 765,23
Uitgiftepremies	11 376 465,00	10 855 360,77	22 231 825,77	11 152 761,60	33 384 587,37	38 433 614,55	71 818 201,91		71 818 201,91	-
Herwaarderingsmeerwaarden	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Wettelijke reserve	3 448 409,00		3 448 409,00		3 448 409,00		3 448 409,00		3 448 409,00	3 448 409,00
Onbeschikbare reserves	24 541,00		24 541,00		24 541,00		24 541,00		24 541,00	24 541,00
Belastingvrije reserves	1 477 238,00		1 477 238,00		1 477 238,00		1 477 238,00		1 477 238,00	1 477 238,00
Beschikbare reserves	5 225 932,00		5 225 932,00		5 225 932,00		5 225 932,00		5 225 932,00	5 225 932,00
Overgedragen winst	51 487 932,00		51 487 932,00		51 487 932,00		51 487 932,00		51 487 932,00	51 487 932,00
Kapitaalsubsidies	8 089,00		8 089,00		8 089,00		8 089,00		8 089,00	8 089,00
Totaal Eigen Vermogen	174 059 577,69	25 584 000,00	199 643 577,69	17 410 942,00	217 054 519,69	60 000 000,00	277 054 519,69	78 469 386,54	355 523 906,23	355 523 906,23
Aantal aandelen	16 459 520	2 400 000	18 859 520	1 019 757	19 879 277	3 514 196	23 393 473	20 979 112	44 372 585	44 372 585
Fractiewaarde per aandeel	6,14	6,14	6,14	6,14	6,14	6,14	6,14	3,74	5,00	6,62
Intrinsieke waarde per aandeel	10,58	10,66	10,59	17,07	10,92	17,07	11,84	3,74	8,01	8,01

6. Uitgevoerde controles

Onze opdracht, uitgevoerd overeenkomstig de controlenormen van het Instituut van de Bedrijfsrevisoren, omvatte de steekproeven en controlemethodes die in de gegeven omstandigheden als noodzakelijk werden beschouwd, inbegrepen een algemeen onderzoek van de administratieve en boekhoudkundige procedures en het systeem van interne controle van de onderneming, die wij voldoende hebben gevonden om dit verslag af te leveren.

Bij de uitoefening van deze opdracht hebben wij ons onder meer gesteund op het ontwerpverslag van de raad van bestuur d.d. 8 mei 2015 inclusief de bijlagen met betrekking tot de waardering en de daarop uitgegeven “fairness” opinie (ontwerp) door de zakenbank Lazard. Daarnaast steunden we op onze werkzaamheden naar aanleiding van de jaarrekening afgesloten op 31 maart 2015 van de vennootschap Greenyard Foods NV en op ons verslag als commissaris, hetgeen zal worden afgeleverd zonder voorbehoud evenals onze werkzaamheden naar aanleiding van de (geconsolideerde) jaarrekening afgesloten op 30 september 2014 van de vennootschap Peatinvest NV en op onze verslagen als commissaris, dewelke werden afgeleverd zonder voorbehoud.

Bij het onderzoek van de toegepaste waarderingsmethodes teneinde de voorgestelde ruilverhouding te beoordelen, hebben de raden van bestuur zich laten bijstaan door een externe waarderingsexpert Lazard. Wij hebben bijzondere aandacht geschonken aan de aanvaardbaarheid van de gebruikte methodes, rekening houdende met de aandeelhoudersstructuur en de activiteiten van de vennootschappen.

Wij hebben eveneens de bevindingen die uit de verschillende due diligences, uitgevoerd door beide partijen op juridisch, fiscaal en financieel vlak, in acht genomen tijdens onze uitgevoerde controles.

Wij hebben de vennootschap gevraagd, rekening houdend met het relatief belang van elk ingebracht bestanddeel, de bescheiden en economische gegevens te overhandigen die wij nodig achten om een oordeel te kunnen uitspreken over de beschrijving van de elementen die de inbreng in natura samenstellen. Wij hebben de door de partijen weerhouden methodes van waardering en hun motivatie gecontroleerd.

7. Gebeurtenissen na waarderingsdatum

Op datum van dit verslag hebben er zich geen belangrijke gebeurtenissen voorgedaan die een materiële impact zouden kunnen hebben op de waardering van zowel Greenyard Foods NV en Peatinvest NV en aldus van de inbreng in natura.

8. Besluit

De inbreng in natura tot kapitaalverhoging van de vennootschap Greenyard Foods NV voor een bedrag van 60.000.000 EUR, bestaat uit vijftien duizend vijfhonderd zeventig (15.570) aandelen van Peatinvest NV die integraal het maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigen.

Deze inbreng, de partiële splitsing, en de Inbreng van Peatinvest NV aandelen vormen een onlosmakelijk geheel van de geplande combinatie tussen de Greenyard Foods groep (gecontroleerd door de Vennootschap), de Univeg groep (gecontroleerd door FieldLink NV) en de Peltracom groep (gecontroleerd door Peatinvest NV).

De verrichting werd nagezien overeenkomstig de normen uitgevaardigd door het Instituut van de Bedrijfsrevisoren inzake inbreng in natura. De raad van bestuur van de vennootschap is verantwoordelijk voor de waardering van de ingebrachte bestanddelen en voor de bepaling van het aantal door de vennootschap uit te geven aandelen ter vergoeding van de inbreng in natura.

Bij het beëindigen van onze controlewerkzaamheden, zijn wij van oordeel dat:

- de beschrijving van elke inbreng in natura beantwoordt aan de normale vereisten van nauwkeurigheid en duidelijkheid;
- de voor de inbreng in natura door de partijen weerhouden methodes van waardering bedrijfseconomisch verantwoord zijn en dat de waardebepalingen waartoe deze methodes van waardering leiden mathematisch ten minste overeenkomen met het aantal en de fractiewaarde, zodat de inbreng in natura niet overgewaardeerd is.

De vergoeding van de inbreng in natura bestaat uit drie miljoen vijfhonderd en veertien duizend honderd zesennegentig (3.514.196) aandelen van de vennootschap Greenyard Foods NV zonder vermelding van nominale waarde.

We wensen de aandacht te vestigen op het feit dat:

- Op grond van een pandovereenkomst ("share pledge agreement") van 8 december 2014 zijn vierentwintig miljoen negenhonderd negenennegentig duizend negenhonderd negenennegentig (24.999.999) Aandelen Fieldlink NV bezwaard met een pand ten voordele van KBC Bank NV. Het pand ten voordele van KBC Bank werd toegekend tot zekerheid van een bankschuld die door De Weide Blik NV aangegaan werd voor de financiering van haar activiteiten. Dit pand zal voorafgaandelijk aan de geplande buitengewone algemene vergadering van 19 juni a.s. vrijgegeven dienen te worden teneinde de geplande transactie te kunnen laten doorgaan gezien de koppeling van de verschillende transacties vermeld in voorgaande paragraaf.
- Op grond van een pandovereenkomst van 2 januari 2014 zijn veertien duizend zevenhonderd zeventig (14.770) van de veertien duizend achthonderd en tien (14.810) Aandelen Peatinvest NV die aangehouden worden door Deprez Holding NV, voornoemd, bezwaard met een pand ten voordele van KBC Bank NV. Het pand ten voordele van KBC Bank werd toegekend tot zekerheid van een "Credit Facility Agreement" die afgesloten werd op 27 december 2013 tussen Deprez Holding NV, Food Invest International NV en KBC Bank NV, voor de financiering van de activiteiten van Deprez Holding NV en Food Invest International NV. Ook dit pand zal voorafgaandelijk aan de geplande buitengewone algemene vergadering van 19 juni a.s. vrijgegeven dienen te worden teneinde de geplande transactie te kunnen laten doorgaan gezien de koppeling van de verschillende transacties vermeld in voorgaande paragraaf.

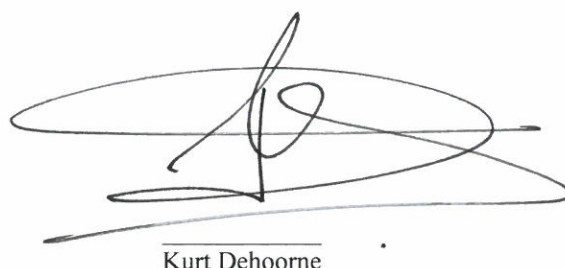
Wij willen er ten slotte aan herinneren dat conform de controlenormen van het Instituut van de Bedrijfsrevisoren onze opdracht er niet in bestaat een uitspraak te doen betreffende de rechtmatigheid en billijkheid van de verrichting, de waarde van de inbreng of van de als tegenprestatie toegekende vergoeding.

Kortrijk, 12 mei 2015

DELOITTE Bedrijfsrevisoren
BV o.v.v.e. CVBA
Vertegenwoordigd door



Mario Dekeyser



Kurt Dehoorne

GREENYARD FOODS
Naamloze Vennootschap
maatschappelijke zetel te 9042 Gent,
Skaldenstraat 7c

RPR Gent, afdeling Gent
BTW BE-0402.777.157

Bijlage
tot het bijzonder verslag van de raad van bestuur
van Greenyard Foods NV :
waarderingsmethodologie
van de inbrengwaarde en de ruilverhouding.

1. Samenvatting van de ruilverhoudingen.

(i) *Overeengekomen uitgifte van aandelen en inbrengwaarden.*

Uitgaande van het aantal bestaande aandelen voor Greenyard Foods NV van **18,859,520** (na de uitoefening van de GIMV warrants) heeft de raad van bestuur beslist om de buitengewone algemene vergadering te verzoeken tot de uitgifte van de hierna vermeld aantal nieuwe aandelen:

- de uitgifte van **20.979.112 aandelen** van Greenyard Foods NV aan de aandeelhouders van De Weide Blik NV (de DWB partiële splitsing);
- de uitgifte van **1.019.757 aandelen** van Greenyard Foods NV aan STAK FieldLink (de STAK FieldLink inbreng); en
- de uitgifte van **3.514.196 aandelen** van Greenyard Foods NV aan de aandeelhouders van Peatinvest NV (de Peatinvest NV inbreng).

Wat de eigen vermogenswaarden op een *stand-alone* basis betreft, heeft de raad van bestuur zich akkoord verklaard met de volgende waarderungen:

- Greenyard Foods : **EUR 322,0 miljoen**;
- FieldLink: **EUR 375,6 miljoen** (incl. de EUR 2,4 miljoen schuld van DWB die zal worden overgedragen aan Greenyard); en

- Peatinvest: **EUR 60,0 miljoen.**

(ii) *Samenvatting van de waarderingen.*

	Valuation method	Greenyard	FieldLink	Peatinvest
<i>Equity Value Range (EURm)</i>	Trading comparable	257 - 287	335 - 372	42 - 46
	Transaction comparable	277 - 306	390 - 426	55 - 59
	Discounted cash flows	328 - 397	412 - 465	57 - 61
	52-week share price (1)	202 - 326	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
	Broker targets (1)	283 - 302	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
	Range	202 - 397	335 - 465	42 - 61
	Average (2)	309	400	53
Retained Exchange Ratio		322	376	60
<i>Premium/(discount) to average</i>		<i>4.3%</i>	<i>(6.1%)</i>	<i>12.3%</i>

	Valuation method	Greenyard	FieldLink	Peatinvest
<i>Equity Value Range (%)</i>	Trading comparable	40.6% - 40.7%	52.8% - 52.8%	6.5% - 6.6%
	Transaction comparable	38.3% - 38.7%	53.8% - 54.0%	7.5% - 7.7%
	Discounted cash flows	41.2% - 43.0%	50.3% - 51.7%	6.7% - 7.1%
	Range	38.3% - 41.2%	50.3% - 54.0%	6.5% - 7.7%
	Average	40.5%	52.5%	7.0%
Retained Exchange Ratio		42.5%	49.6%	7.9%

	Valuation method	Greenyard	FieldLink	Peatinvest
<i>Implied GRYFO shares (m)</i>	Trading comparable	18.9	24.4 - 24.5	3.0 - 3.1
	Transaction comparable	18.9	26.3 - 26.6	3.7 - 3.8
	Discounted cash flows	18.9	22.1 - 23.7	2.9 - 3.3
	Range	18.9	22.1 - 26.6	2.9 - 3.8
	Average	18.9	24.4	3.3
Retained Exchange Ratio		18.9	22.0	3.5
<i>Premium/(discount) to average</i>		-	<i>(10.0%)</i>	<i>7.5%</i>

(1) As per 31 March, 2015

(2) Excludes 52-week share price range and broker targets

(iii) *Verantwoording van de ruilverhouding.*

Een verantwoording van de ruilverhouding en de wijze van berekening wordt hierna weergegeven.

2. Waardering Greenyard Foods en FieldLink en Ruilverhouding

2.1. Waarderingsprincipes

(i) *Stand-alone Waardering.*

Hoewel de raad van bestuur synergieën en efficiëntiewinsten anticiperen uit de bedrijfscombinatie, worden de verschillende entiteiten hierin gewaardeerd op een *stand-alone* basis.

Met andere woorden, de absolute en relatieve eigen vermogenswaarden ("*equity value*") houden geen rekening met de strategische waarde van de overname, die een aanzienlijke meerwaarde zou kunnen betekenen die dient te worden toegevoegd aan de gecombineerde nettovermogenswaarde ("*equity value*").

(ii) *Weerhouden waarderingsmethodes.*

De volgende waarderingsmethoden werden in beschouwing genomen om de eigen vermogenswaarde van de verschillende entiteiten te waarderen en voor het bepalen van de Ruilverhouding:

- trading multiples van vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen;
- overname multiples voor vergelijkbare overnames; en
- Discounted Cash Flow waarderingsmethode.

Twee bijkomende waarderingsmethoden zijn overwogen voor Greenyard Foods NV om de waardering verder te analyseren:

- de historische beurskoers; en
- de meest recente richtkoers, zoals gepubliceerd door aandelenanalist.

Elk van deze waarderingsmethoden worden hieronder in meer detail besproken.

(iii) *Waarderingsmaatstaven.*

Waardering is gebaseerd op EV/EBITDA multiples.

Het gebruik van omzet multiples (i.e. EV/Sales) werd niet opgenomen, omdat zij geen rekening houden met de verschillen op het vlak van de winstgevendheid van de bedrijven.

Multiples gebaseerd op het bedrijfsresultaat ("*operating income*") (i.e. EV/EBIT) werden ook niet opgenomen vanwege de sterke verschillen in het afschrijvingsbeleid van de bedrijven.

(iv) *Toekomstige cijfers.*

De verantwoording van de ruilverhoudingen is gebaseerd op prognoses aangeleverd door elke bij de bedrijfscombinatie betrokken onderneming met betrekking tot de financiële parameters van elke onderneming (met name de omzet, EBITDA, netto werkkapitaal en investeringen), die tevens overgemaakt werden aan de Onafhankelijke Deskundige.

De waarschijnlijkheid van de in dit deel opgenomen prognoses werd beoordeeld aan de hand van gesprekken met het management van de verschillende ondernemingen.

De prognoses werden gehaald uit de beheersplannen van de respectievelijke ondernemingen betrokken bij de bedrijfscombinatie en zijn in lijn met de consensus van de aandelenanalisten over Greenyard Foods.

(v) *Financieringsprogramma voor klantenvorderingen (factoring).*

Zowel de Greenyard Foods groep als de FieldLink groep hebben beiden financieringsprogramma's voor klantenvorderingen (factoring), op grond waarvan de handelsvorderingen worden verkocht aan bepaalde financieringsondernemingen op een (behalve voor zover gebruikelijk) "non-recourse" basis. Deze programma's voorzien de ondernemingen in een kostenefficiënte financiering rekening houdend met het klantenprofiel van beide groepen.

Deze financieringsprogramma's worden beschouwd als een onderdeel van het werkkapitaal en de betrokken vorderingen werden niet erkend in de IFRS jaarrekeningen van zowel Greenyard Foods NV als FieldLink NV.

Aangezien de waardering werd uitgevoerd op een *going concern* basis, wordt aangenomen dat het huidige niveau van schuldvorderingen die het voorwerp uitmaken van factoring, op een duurzame wijze behouden kan worden aan de huidige voorwaarden.

Niettemin, en dit volledigheidshalve en met het oog op een sensitiviteitsanalyse, heeft de raad van bestuur de impact van de harmonisering van FieldLink's en Greenyard Foods' aandeel in de werkkapitaal behoeften die gefinancierd zijn door middel van de financieringsprogramma's voor klantenvorderingen (factoring) gesimuleerd. De impact van deze theoretische oefening wordt hieronder in onderdeel 2.9. toegelicht.

(vi) *Genormaliseerde EBITDA en Netto Schuld voor waarderingsdoeleinden.*

De gebruikte financiële cijfers (i.e. Netto Schuld, EBITDA) zijn (i) gecorrigeerd voor alle niet-recurrente onderdelen, (ii) genormaliseerd voor alle operationele opbrengsten en kosten, gerapporteerd onder de EBITDA lijn in de resultatenrekening, en alle niet-operationele opbrengsten en kosten, gerapporteerd boven de EBITDA lijn in de resultatenrekening, (iii) geboekt na 31 maart, (iv) genormaliseerd voor het seizoensgebonden werkkapitaal, en (v) gebaseerd op de laatste geauditeerde cijfers en de aanwezige kennis per 1 maart 2015.

De Genormaliseerde EBITDA en de Genormaliseerde Netto Schuld (voor waarderingsdoeleinden) zijn niet uniform gedefinieerde maatregelen en worden niet erkend onder IFRS en Belgische algemeen aanvaarde boekhoudprincipes.

We stellen niet dat de Genormaliseerde EBITDA en de Genormaliseerde Netto Schuld (voor waarderingsdoeleinden) aangewend kan worden als maatstaf voor het nagaan van onze financiële prestaties. De Genormaliseerde EBITDA en de Genormaliseerde Netto Schuld (voor waarderingsdoeleinden) hebben beide belangrijke beperkingen als analytische elementen en moeten niet afzonderlijk beschouwd worden of als alternatief voor de analyse van de resultaten van de bedrijfsactiviteiten.

De volgende Tabellen zijn een reconciliatie van de Genormaliseerde EBITDA en de Genormaliseerde Netto Schuld (voor waarderingsdoeleinden):

Tabel 1: Genormaliseerde EBITDA en Genormaliseerde Netto Schuld voor waarderingsdoeleinden (in miljoen euro)

	<u>Greenyard</u>	<u>FieldLink</u>
	<u>Year ended March 31,</u> <u>2015E</u>	<u>Year ended March 31,</u> <u>2015E</u>
<i>in EURm, unless stated otherwise</i>	(unaudited)	(unaudited)
EBITDA	61.0	76.3
Deduct: Factoring fee	(0.9)	(3.8)
Add back: other (1)	(2.1)	(1.8)
Normalized EBITDA (valuation purpose)	58.0	70.8

(1) Relates to (i) non-recurring expenses and/or (ii) operating income/(expenses) reported below EBITDA line and/or (iii) non-operating (income)/expenses reported above EBITDA line

	<u>Greenyard</u>	<u>FieldLink</u>
	<u>Year ended March 31,</u> <u>2015E</u>	<u>Year ended March 31,</u> <u>2015E</u>
<i>in EURm, unless stated otherwise</i>	(unaudited)	(unaudited)
Net debt, last audited (1)	239.7	230.6
Minorities	9.8	0.0
GIMV warrants (2)	(25.6)	0.0
Working Capital Seasonality and Adjustments	(0.5)	(3.8)
DWB debt transferred to Greenyard (3)	0.0	2.4
Normalized net debt (for valuation purposes)	223.4	229.2

(1) September 31, 2014 for Greenyard Foods and December 31, 2014 for FieldLink

(2) Corresponds to the 2.4m warrants hold by GIMV with a EUR10.66 strike price

(3) A € 2.4m debt of DWB against Fieldlink will be transferred to Greenyard following the partial demerger of DWB into Greenyard

2.2. Impact van de synergieën.

De raad van bestuur verwacht dat de bedrijfscombinatie synergieën en efficiëntiewinsten met zich mee zal brengen.

De synergiën kunnen als volgt worden geanalyseerd:

- *Voordelen voor beide Partijen:* omzetsynergiën van ongeveer EUR 100 miljoen zijn te verwezenlijken tegen 2017 - 2019, dankzij een combinatie van het aanbieden van complementaire producten en een het voortbouwen op de complementair cliënteelbasis. De EBITDA is geschat tussen EUR 5 miljoen en 7 miljoen;
- *Verbeterde innovatiemogelijkheden:* omzetsynergiën van ongeveer EUR 100 miljoen, te verwezenlijken tegen 2017 - 2019, dankzij de invoering van innovatieve producten (bijvoorbeeld groentesappen van hoge kwaliteit, aanbod van diepgevroren semi-bereide maaltijden, assortiment van verse groentemengsels en –types, enz) worden mogelijk gemaakt door de bundeling van de productie, de productieketen, de marketing en de innovatieteams. De EBITDA is geschat tussen EUR 5 miljoen en 7 miljoen;
- *Financieringskosten:* geschatte besparingen op financiële kosten na de verwezenlijking van de bedrijfscombinatie van ongeveer EUR 12 miljoen, te verwezenlijken tegen 2017 - 2019; en
- *Belastingbesparingen:* efficiëntievoordelen van EUR 1 miljoen door fiscale optimalisaties, te verwezenlijken vanaf het volgend jaar.

De bovengenoemde cijfers zijn gezamenlijk en conservatief beoordeeld door het management van de ondernemingen die bij de bedrijfscombinatie betrokken zijn, en sluiten de volgende elementen uit:

- de structurele verhoging van de consumptie van groenten en fruit dankzij de lancering van een educatief digitaal platform. Ter illustratie, het eten van een extra lepel groenten en een extra stuk fruit per persoon per week zou een impact van ongeveer EUR 100 miljoen kunnen hebben op de gecombineerde omzet; en
- een verbeterde productmix, dankzij een verhoging van het aandeel van verstrekte diensten met een toegevoegde waarde (i.e. categoriemanagement).

De tenuitvoerleggingskost verbonden aan de intentie tot herfinanciering van de bedrijfscombinatie worden geraamd op EUR 18 miljoen, gespreid over de komende 5 jaar.

Indien het bedrag van de aangekondigde synergieën en de uitvoeringskalender nageleefd worden, dan zal dit een terugkerende positieve impact op de vrije kasstroom hebben tussen de EUR 23 miljoen en 27 miljoen binnen drie tot vijf jaar.

2.3. Resultaten van de waardering.

(i) Inleiding

De raad van bestuur stelt voor om tot de volgende aandelenuitgiften over te gaan (na de uitoefening van de GIMV warranten):

- de uitgifte van **20.979.112 aandelen** van Greenyard Foods NV aan de aandeelhouders van De Weide Blik NV (de DWB partiële splitsing); en

- de uitgifte van **1.019.757 aandelen** van Greenyard Foods NV aan STAK FieldLink (de STAK Inbreng).

Wat de absolute eigen vermogenswaarde betreft, zijn Greenyard Foods NV en FieldLink NV de volgende waarderingen overeengekomen:

- Greenyard Foods: **EUR 322 miljoen**
- FieldLink: **EUR 375,6 miljoen** (incl. de schuld ten belope EUR 2,4 miljoen in hoofde van De Weide Blik NV die zal worden overgedragen aan Greenyard Foods NV)

(ii) *Resultaat van de waarderingen*

De resultaten van de waardering aan de hand van elke waarderingmethode wordt samengevat in de Tabel 2 hieronder:

Tabel 2 : Greenyard Foods - FieldLink Ruilverhouding (in miljoen euro, tenzij anders vermeld)

Valuation method	Greenyard's implied equity value	FieldLink's implied equity value	FieldLink's relative weight (1)	Implied Greenyard's share issuance (in million of shares)
Trading comparable	257 - 287	335 - 372	56.4% - 56.5%	24.4 - 24.5
Transaction comparable	277 - 306	390 - 426	58.2% - 58.5%	26.3 - 26.6
Discounted cash flows	328 - 397	412 - 465	54.0% - 55.7%	22.1 - 23.7
52-week share price (2)	201 - 326	n.a.	n.a.	n.a.
Broker targets (2)	283 - 302	n.a.	n.a.	n.a.
<i>Range</i>	201 - 397	335 - 465	54.0% - 58.5%	22.1 - 26.6
Average (3)	309	400	56.4%	24.4
Retained Exchange Ratio	322	376	53.8%	22.0
<i>Premium to average</i>	<i>4.3%</i>	<i>(6.1%)</i>		<i>(10.0%)</i>

(1) FieldLink equity value / (FieldLink equity value + Greenyard equity value), assuming exercise of warrants

(2) As per 31 March, 2015

(3) Averages exclude 52-week share price range and broker targets

2.4. Trading multiples en vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen.

De trading multiples van vergelijkbare ondernemingen werden gehaald uit de door de bedrijven in kwartaal- en jaarverslagen gerapporteerde informatie, Factset, een consensus van financiële prognoses, evenals richtaandelenkoersen van marktanalisten. Alle hiervoor vermelde informatiebronnen zijn publiek beschikbaar.

(i) *Selectie van vergelijkbare bedrijven.*

De selectie van de vergelijkbare bedrijven voor elke bij de bedrijfscombinatie betrokken onderneming is gebaseerd op de volgende criteria:

- de vergelijkbaarheid van de activiteiten : ten minste 50% van de activiteiten van de gekozen onderneming moet vergelijkbaar zijn met de te waarderen onderneming of een belangrijke blootstelling aan dezelfde markt hebben;
- de geografische aanwezigheid : de vergelijkbare onderneming dient bij voorkeur een belangrijk gedeelte van zijn activiteiten in Europa te hebben; en
- de beschikbaarheid van de geraamde waarderingsmaatstaven: alleen de beursgenoteerde vergelijkbare ondernemingen die recent door tenminste één à twee aandelenanalisten worden gevolgd, werden opgenomen in de respectievelijke selectie van vergelijkbare bedrijven.

Bijkomende relevante criteria werden eveneens in overweging genomen, zoals de bevoorradingswijzen (bv. of de onderneming zijn groenten of groeimateriaal teelt en/of aankoopt), de grootte, het groeipotentieel en de winstgevendheid.

(ii) *Voornaamste operationele maatstaven.*

Elk van de ratio's weergegeven in dit onderdeel zijn gebaseerd op de financiële prognoses, vastgelegd tot 31 maart, door de aandelenanalisten die de vergelijkbare ondernemingen volgen.

De in dit hoofdstuk opgenomen multiples zijn berekend aan de hand van zowel de beurskoers als het aantal uitstaande aandelen van de vergelijkbare ondernemingen per 31 maart 2015. Om de totale ondernemingswaarde te berekenen in vergelijking met vergelijkbare bedrijven moet de Genormaliseerde Netto Schuld worden toegevoegd aan de aandelenwaarde, zoals vermeld in Tabel 1.

(iii) *Greenyard Foods : relatieve waardering door middel van multiples.*

De volgende genoteerde ondernemingen zijn weerhouden in de analyse van Greenyard Foods peer groep :

Fabrikanten van diepgevroren groenten en fruit producten :

- ConAgra Foods Inc is een van de grootste in de Verenigde Staten gevestigde voedingsondernemingen actief in diverse segmenten van verpakte voeding en bereide maaltijden, met inbegrip van diepgevroren fruit en groenten (ongeveer 20 % van de omzet), via haar afdeling Ralcorp Holdings die werd verworven in 2013. De onderneming realiseerde een omzet van EUR 13,1 miljard in 2014, voornamelijk in Noord-Amerika.

- Pinnacle Foods Inc is een in de Verenigde Staten gevestigde onderneming actief in diepgevroren voeding, specerijen, bakmengsels en verpakt vlees. Haar divisie diepgevroren fruit en groenten is marktleider in Noord-Amerika en verwezenlijkt bijna 50 % van haar inkomsten via haar topmerk Birds Eye, aangekocht in 2009. Men verwacht dat Pinnacle Foods haar aanwezigheid in de sector zal willen versterken door de overname van Green Giant, de tweede belangrijkste speler. Pinnacle Foods verwezenlijkt een omzet van EUR 2 miljard in 2014.

Hoewel, ConAgra Foods en Pinnacle Foods kunnen worden beschouwd als grootschalige bedrijven in de markt met betrekking tot verpakte voeding, zijn ze beiden bloot gesteld aan de markt van de diepgevroren voeding, vooral in de segmenten groenten, fruit en bereide maaltijden via hun gespecialiseerde divisies, Ralcorp Holdings respectievelijk Birds Eye.

Fabrikanten van groenten- en fruitconserven producten :

- Bonduelle SA is een Franse onderneming die voornamelijk actief is op de markt van groenten- en fruitconserven, maar ook in het verse en diepgevroren segmenten. De onderneming is de grootste speler in Europa op de markt van de groenteconserven en diepgevroren groenten en is momenteel haar activiteiten in Noord-Amerika aan het uitbreiden. Haar belangrijkste producten zijn maïs en champignons (sinds de overname van France Champignon in 2010). De onderneming realiseerde een omzet van EUR 2 miljard in 2014.

Tabel 3 hieronder geeft een overzicht van de belangrijkste waarderings- en financiële maatstaven van de geselecteerde vergelijkbare ondernemingen voor 2015E en 2016E.

Tabel 3: Overzicht van de belangrijke waarderingsmaatstaven voor de geselecteerde peer groep (in miljoen euro)

Company	Country	Share price	52 weeks		Sales (1)	EBITDA Margins (2)	
		31-Mar-15	High	Low	2015E	2015E	2016E
Greenyard	Belgium	€ 16.6	€ 17.3	€ 10.7	650	8.9%	n.a.
Frozen Fruits & Vegetables Peers							
ConAgra Foods	United States	€ 36.5	€ 37.3	€ 28.7	14,789	13.5%	13.4%
Pinnacle Foods	United States	€ 40.8	€ 41.0	€ 28.9	2,428	19.7%	20.4%
Average FROZEN						16.6%	16.9%
Canned Fruits & Vegetables Peers							
Bonduelle (3)	France	€ 24.1	€ 25.0	€ 18.0	1,952	9.8%	10.2%
Average ALL						14.3%	14.7%

Source: Company information, Factset, Broker Reports

(1) Based on Management Plan

(2) Based on Normalized EBITDA (valuation purpose) as per table [•]

(3) Bonduelle share price adjusted to brokers target price (consensus as of March 31, 2015)

All financials have been calendarized to March 31

Company	Market Value	Enterprise Value	EV/Sales (1)		CAGR	EV/EBITDA (2)		CAGR
			2015E	2016E	14A - 16E	2015E	2016E	14A - 16E
Greenyard	273	496	0.8x	n.a.	n.a.	8.5x	n.a.	n.a.
Frozen Fruits & Vegetables Peers								
ConAgra Foods	14,487	22,450	1.5x	1.5x	0.6%	11.3x	11.3x	1.9%
Pinnacle Foods	4,420	6,559	2.7x	2.6x	3.2%	13.7x	12.9x	10.8%
Average FROZEN			2.1x	2.1x	1.9%	12.5x	12.1x	6.4%
Canned Fruits & Vegetables Peers								
Bonduelle (3)	771	1,448	0.7x	0.7x	2.6%	7.5x	7.1x	6.2%
Average ALL			1.7x	1.6x	2.1%	10.8x	10.4x	6.3%
75% Bonduelle + 25% Avg. Frozen			1.1x	1.1x	2.4%	8.8x	8.4x	6.2%

Source: Company information, Factset, Broker Reports. Based on share prices as of March 31, 2015

(1) Based on Management Plan

(2) Based on Normalized EBITDA (valuation purpose) as per table [•]

(3) Bonduelle share price adjusted to brokers target price (consensus as of March 31, 2015)

All financials have been calendarized to March 31

De Franse groep Bonduelle is Greenyard Foods' meest vergelijkbare beursgenoteerde onderneming, met activiteiten in zowel de conserven als de diepgevroren voeding segmenten, vergelijkbare groeiratio, marge peil, geografische aanwezigheid en aandeelhoudersstructuur met de Bonduelle familie als controlerende aandeelhouder. Met andere vergelijkbare beursgenoteerde peers werd geen rekening gehouden wegens het feit dat deze ondernemingen niet gevolgd worden door aandelenanalisten (bv. FRoSTA, Seneca Foods en Sino Grandness) en/of het feit dat de geografische aanwezigheid, de activiteitenmix, het omzet en de EBITDA groeiprofiel, de omvang, het margepeil en de aandeelhoudersstructuur (bv. La Doria, Del Monte en Campbell's).

Gelet op de sterke afhankelijkheid van de analyse van Bonduelle, is de koers van het aandeel aangepast aan de richtkoers van de aandelenanalisten per 31 maart 2015, ten einde er voor te zorgen dat Bonduelle niet significant ondergewaardeerd werd. Dit heeft echter geen invloed op de waardering, vermits volgens de aandelenanalisten Bonduelle op een correcte manier gewaardeerd wordt door de markt.

De weerhouden multiple is een combinatie bestaande uit 75 % van Bonduelle's EV/EBITDA 2016E multiple en 25 % van het gemiddelde van de ConAgra Foods's en Pinnacle Foods's EV/EBITDA 2016E multiples. De laatste ondernemingen reflecteren de sterke blootstelling van Greenyard Foods NV aan de sector van diepgevroren voeding.

De vork is gebaseerd op een (+/- 0,25 x) bandbreedte rond de weerhouden multiple. De weerhouden waardering wordt hieronder samengevat in Tabel 4.

Tabel 4: Weerhouden waardering van Greenyard Foods aan de hand van de “trading comparabele” methode (in miljoenen euro)

	Low	Mid	High	Range
<i>Multiple</i>	8.1x	8.4x	8.6x	8.1x - 8.6x
Implied Equity Value	257	272	287	257 - 287
# of shares (m) (1)	18.9	18.9	18.9	18.9
Value per share (€)	13.6	14.4	15.2	13.6 - 15.2

(1) Assuming exercise of warrants

(iv) *FieldLink : relatieve waardering door middel van trading multiples*

Aangezien FieldLink vooral actief is in de distributie van verse groenten en fruit in Europa, werden bedrijven met gelijkaardige activiteiten en een gelijkaardig geografische profiel en met een omzet hoger dan EUR 500 miljoen weerhouden in de peer group:

- Total Produce PLC is een verse producten onderneming gevestigd in Ierland en actief in de teelt, de aankoop, de import, de verpakking, de distributie en de commercialisatie van vers fruit, groenten en bloemen. De onderneming is een spin-off van Fyffes, opgericht in 2006. Het is actief in meer dan 20 landen, voornamelijk in Europa (93 % van haar activiteiten), maar heeft ook een aanwezigheid in Noord-Amerika. De onderneming realiseerde een omzet van EUR 3,1 miljard in 2014.
- Fyffes PLC is een Ierse onderneming actief in fruit en verse producten die haar producten onder hetzelfde merk verkoopt. Fyffes is vooral betrokken bij de productie, de inkoop, de verschepping, de rijping, de distributie en de commercialisatie van bananen, waarvoor het vooral gekend is, maar ook van ananassen en meloenen. Fyffes verkoopt momenteel fruit in Europa en de Verenigde Staten. In 2014 slaagde Fyffes er niet in om met Chiquita te fuseren. De stijging van de aandelenkoers naar aanleiding van de aangekondigde fusie is sindsdien gecorrigeerd. De onderneming realiseerde een omzet van EUR 1,1 miljard in 2014.
- Fresh Del Monte Produce Inc. is een wereldwijde producent, verkoper en verdeler van verse en vers gesneden fruit en groenten gevestigd in de Verenigde Staten. De onderneming produceert (ze koopt minder dan de helft van de producten aan) en verkoopt fruit en groenten (90 % van de omzet), evenals sappen, drankjes en snacks. Ze is aanwezig in gans de wereld en heeft zich als doel gesteld om op de middellange termijn in Europa te groeien. De onderneming realiseerde een omzet van EUR 3 miljard in 2014.

De Tabel 5 hieronder geeft een overzicht van de belangrijkste waarderingsmaatstaven van de gelijkaardige ondernemingen voor 2015E en 2016E.

Tabel 5: Overzicht van belangrijke waarderings- en financiële maatstaven voor de geselecteerde peer groep (in miljoenen euro)

Company	Country	Share price	52 weeks		Sales (1)	EBITDA Margins (2)	
		31-Mar-15	High	Low	2015E	2015E	2016E
FieldLink	Belgium	n.a.	n.a.	n.a.	3,102	2.3%	n.a.
Fresh Fruits & Vegetables Peers							
Fresh Del Monte	United States	\$38.9	39.4	26.5	3,663	6.6%	6.7%
Total Produce (3)	Ireland	€ 1.3	1.2	0.9	3,062	2.3%	2.4%
Fyffes	Ireland	€ 1.2	1.3	0.9	880	5.2%	5.0%
Average FRESH						4.7%	4.7%

Source: Company information, FieldLink's Business Plan, Factset, Broker Reports

(1) Based on Management Plan

(2) Based on Normalized EBITDA (valuation purpose) as per table [•]

(3) Total Produce share price adjusted to brokers target price (consensus as of March 31, 2015)

All financials have been calendarized to March 31

Company	Market	Enterprise	EV/Sales		CAGR	EV/EBITDA		CAGR
	Value	Value	2015E	2016E	14A - 16E	2015E	2016E	14A - 16E
FieldLink	n.a.	n.a.	n.m	n.m	n.a	n.m	n.m	n.a
Fresh Del Monte	1,885	2,177	0.6x	0.6x	3.1%	8.9x	8.8x	14.4%
Total Produce (1)	430	543	0.2x	0.2x	6.5%	7.7x	7.4x	0.3%
Fyffes	349	349	0.4x	0.4x	3.1%	7.7x	7.7x	7.8%
Average			0.4x	0.4x	4.2%	8.1x	8.0x	7.5%
Median			0.4x	0.4x	3.1%	7.7x	7.7x	7.8%
50% Tot. Prod. + 50% (Fyffes + FDM)			0.3x	0.3x	4.8%	8.0x	7.8x	5.7%

Source: Company information, Factset, Broker Reports. Based on share prices as of March 31, 2015

(1) Total Produce share price adjusted to brokers target price (consensus as of March 31, 2015)

All financials have been calendarized to March 31

De Ierse groep Total Produce lijkt de meest met FieldLink te vergelijken onderneming, rekening houdend met de vergelijkbare omvang, activiteiten en winstgevendheid. Aangezien de marktanalisten menen dat de onderneming ondergewaardeerd wordt door de markt, is de waardering die gebruikt wordt gebaseerd op de door de marktanalisten geraamde richtkoers. Dit betekent een premie van 17 % op de beurskoers van Total Produce per 31 maart 2015.

De weerhouden multiple is een combinatie van 50 % van Total Produce's EV/EBITDA 2016E multiple en 50 % van het gemiddelde van Fyffes' en Fresh Del Monte Produce's EV/EBITDA 2016E multiples.

De vork is gebaseerd op een (+/- 0,25x) bandbreedte rond de weerhouden multiple.

De weerhouden waardering wordt hieronder samengevat in Tabel 6.

Tabel 6: Weerhouden waardering van Fieldlink aan de hand van “trading comparable” methode (in miljoenen euro)

	<u>Low</u>	<u>Mid</u>	<u>High</u>	<u>Range</u>
<i>Multiple</i>	7.6x	7.8x	8.1x	7.6x - 8.1x
Equity Value	335	354	372	335 - 372
# of shares (m) (1)	22.0	22.0	22.0	22.0
Value per share (€)	15.2	16.1	16.9	15.2 - 16.9

(1) As per Contribution Agreement

(v) *Ruilverhouding door middel van trading multiples*

De Ruilverhouding, berekend aan de hand van de vergelijkbare EBITDA trading multiples, impliceert een vork tussen de 24,4 miljoen en de 24,5 miljoen nieuwe aandelen van Greenyard Foods NV uit te geven naar aanleiding van de inbreng van de FieldLink onderneming.

Tabel 7: Greenyard Foods – FieldLink Ruilverhouding

<u>Valuation method</u>	<u>Greenyard's implied equity value</u>	<u>FieldLink's implied equity value</u>	<u>FieldLink Relative Weight (1)</u>	<u>Implied Greenyard's share issuance</u>
Trading comparable	257 - 287	335 - 372	56.4% - 56.5%	24.4 - 24.5
Midpoint	272	354	56.5%	24.5
Retained Exchange Ratio	322	376	53.8%	22.0
Premium to midpoint	18.4%	6.2%		(10.0%)

Note: (1) FieldLink equity value / (FieldLink equity value + Greenyard equity value), assuming exercise of warrants

2.5. Multiples in vergelijkbare overnames.

Deze methode impliceert een beoordeling van de eigen vermogenswaarde aan de hand van overnames, die vergelijkbaar zijn wat betreft (i) de activiteiten, (ii) de geografische aanwezigheid en (iii) de omvang.

Bij het beoordelen van het overzicht aan vergelijkbare overnames dient te worden opgemerkt dat voor veel vergelijkbare overnames geen multiples beschikbaar is, aangezien de overnamewaarde niet altijd bekend gemaakt werd of omdat de financiële informatie van de doelonderneming niet meegedeeld werd. Bovendien werden overnames met een ondernemingswaarde die minder is dan EUR 90 miljoen, niet in overweging genomen. Tenslotte werd enkel rekening gehouden met overnames die dateren van na 2008.

De weerhouden multiples voor deze analyse zijn gebaseerd op de EBITDA van de weerhouden ondernemingen voor de laatste twaalf maanden (of - indien niet beschikbaar - voor het laatste beschikbaar boekjaar).

Daarnaast merken we op dat (i) de overname hebben plaatsgevonden om verschillende redenen, ofwel strategische ofwel financiële redenen (bv in het geval van private equity overnames); (ii) de overnameprijs vaak minder transparant op het vlak van de onderliggende financiële informatie of de overnamestructuur; (iii) de voor elke overname betaalde prijs eveneens afhankelijk kan zijn van andere overname-elementen (bv de overnamestructuur, de verklaringen en waarborgen in de koop-verkoopovereenkomst, de waarderingen die voorafgaand aan de aankondiging van de overname opgemaakt werden, enz); (iv) bij de beoordeling van de multiples van de voorgaande overnames dient rekening gehouden te worden met de heersende marktomstandigheden op het moment van dergelijke overnames; en (v) de relevantie van deze beoordeling wordt beperkt door het schaarse aantal overnames van ondernemingen waarvan de activiteiten vergelijkbaar zijn met deze van Greenyard Foods en FieldLink.

(i) *Multiples in vergelijkbare overnames voor Greenyard Foods.*

De weerhouden overnames werden verdeeld in twee categorieën : de eerste categorie bevat bedrijven die actief zijn in de sector van diepgevroren fruit en groeten en de tweede categorie bevat bedrijven die actief zijn in de sector van groenten- en fruitconserven.

De weerhouden overnames in de diepvriessector zijn de volgende:

- In oktober 2012 heeft McCain Foods, de in Canada gevestigde fabrikant van diepgevroren voedingsmiddelen, een overeenkomst bereikt met Pinguin NV (ex Greenyard Foods), de beursgenoteerde Belgische producent en verdeler van diepgevroren voeding, over het verkoop van PinguinLutosa Foods, de in België gevestigde leverancier van vorgebakken diepgevroren aardappelproducten, tegen een ondernemingswaarde van EUR 225 miljoen. De overname is in lijn met McCain Foods' strategie om haar kernactiviteit *aardappelen* in Europa te versterken. ConAgra Foods, Lamb Weston en Aviko hadden eveneens een bod uitgebracht op PinguinLutosa Foods.

De weerhouden overnames in de conservensector zijn de volgende:

- In oktober 2013 besliste Del Monte Pacific Limited, de in Singapore gevestigde beursgenoteerde onderneming actief in de productie, de commercialisatie en de distributie van groenten- en fruitconserven, tot de overname van de levensmiddelenafdeling van Del Monte Foods Company, de in de Verenigde Staten gevestigde onderneming actief in de productie en de distributie van verwerkte groenten, fruit en tomaten, visgerechten en producten voor huisdieren, voor een overnameprijs van EUR 1,2 miljard.
- In juli 2012 heeft Campbell Soup Company, de in de Amerikaanse fabrikant en verkoper van soepconserven, bereide maaltijden en andere groenten- en fruit gerelateerde conserven, besloten om Bolthouse Farms, de Amerikaanse voeding- en drankonderneming actief in de ontwikkeling, de productie en de commercialisering van groenten- en fruitconserven met toegevoegde waarde, over te nemen van de Amerikaanse private equity onderneming Madison Dearborn Partners voor een totale overnameprijs van EUR 1,3 miljard.

- In maart 2011 heeft Pinguin NV (PinguinLutosa), het beursgenoteerde Belgisch verwerkingsbedrijf van diepgevroren fruit, een belang van 92,6 % verworven in Scana Noliko NV, de Belgische producent van groenten- en fruitconserven, deegwaren en sauzen in blik en glas, van Gimv NV, de beursgenoteerde Belgische private equity onderneming, voor een overnameprijs van EUR 144 miljoen, waarbij de ganse onderneming gewaardeerd werd op EUR 155 miljoen. Deze overname ligt aan de oorsprong van de Greenyard Foods groep.
- In maart 2011 heeft HJ Heinz Company, de Amerikaanse voedingsonderneming die een gamma aan verwerkte voedingsmiddelen produceert en verkoopt, een belang van 80% verworven in Coniexpress Industrias Alimenticias, de Braziliaanse producent en verdeler van groenten- en fruitconserven en sauzen in blik die onder de merknaam Quero verkocht worden, voor een totale overnameprijs van EUR 338 miljoen. Deze overname had tot doel om de groei van Heinz in Latijns-Amerika te versnellen met een ondersteunend groeiplatform in Brazilië. Heinz verwacht dat haar omzet in Latijns-Amerika verdubbelt dankzij deze overname.
- In november 2010 heeft Del Monte Foods Company, een Amerikaanse producent, verdeler en verkoper van merk voedselconservenproducten en huisdierproducten bestemd voor de kleinhandel in de Verenigde Staten, een definitieve overeenkomst ondertekend om overgenomen te worden door een investeerdersgroep onder leiding van fondsen aangesloten bij Kohlberg Kravis Roberts & Co., Vestar Capital Partners en Centerview Partners voor een totale overnameprijs van EUR 4 miljard. Naar aanleiding van deze overname werd een premie van 31 % op Del Monte Foods' slotkoers op de dag voorafgaand aan de aankondiging betaald.
- In juli 2010 heeft Cliffstar Corporation, de Amerikaanse fabrikant van vruchtensappen en dranken, een definitieve overeenkomst ondertekend om te worden overgenomen door Cott Corporation, de beursgenoteerde Canadese producent van non-alcoholische dranken. De totale overnameprijs bedraagt EUR 450 miljoen.

Tabel 8: Multiples in vergelijkbare overnames voor Greenyard Foods

Announced	Bidder	Target	EV (EURm)	EV/Sales	EV/EBITDA
Transaction in the frozen fruits and vegetables sector					
19-10-12	McCain	PinguinLutosa	225	0.7x	8.9x
Average FROZEN			225	0.7x	8.9x
Transaction in the canned fruits and vegetables sector					
11-10-13	Del Monte Pacific	Del Monte Foods	1,235	0.9x	9.4x
09-07-12	Campbell Soup	Wm. Bolthouse Farms	1,260	2.2x	10.2x
14-03-11	Greenyard Foods	Scana Noliko	155	0.9x	6.8x
03-03-11	H.J. Heinz Company	Quero	338	1.4x	8.9x
25-11-10	KKR & Centerview	Del Monte Foods	3,963	1.4x	8.8x
07-07-10	Cott Corporation	Cliffstar Corporation	450	0.9x	7.1x
Average CANNED			1,067	1.2x	8.5x
Average CANNED and FROZEN			962	1.1x	8.7x
Median CANNED and FROZEN				0.9x	8.9x

Zoals aangegeven in Tabel 8, resulteren de overname multiples in een relatief brede vork, variërend van 6,8 x EV/EBITDA tot 10,2 x EV/EBITDA.

De weerhouden multiple is de EV/EBITDA mediaan van alle geselecteerde overnames in de conserven en diepvries sector.

De vork is gebaseerd op een (+/- 0,25 x) bandbreedte rond de weerhouden multiple.

De weerhouden waardering wordt hieronder samengevat in Tabel 9.

Tabel 9: Weerhouden waardering door middel van de vergelijkbare overnames methode (in miljoenen euro)

	Low	Mid	High	Range
<i>Multiple</i>	8.6x	8.9x	9.1x	8.6x - 9.1x
Norm. '15E EBITDA (1)	58	58	58	58
Enterprise Value	500	515	529	500 - 529
(Norm. net debt) (2)	(223)	(223)	(223)	(223)
Equity Value	277	291	306	277 - 306
# of shares (m) (3)	18.9	18.9	18.9	18.9
Value per share (€)	14.7	15.4	16.2	14.7 - 16.2

(1) Normalized 2015E EBITDA (valuation purpose) as per table [•]

(2) Adjusted net debt (valuation purpose) as per table [•]

(3) Assuming exercise of warrants

(ii) *Multiples in vergelijkbare overnames voor FieldLink.*

De weerhouden overnames zijn de volgende:

- In oktober 2014 heeft het consortium, gevormd door de beleggingsonderneming Safra Group en de Braziliaanse sappenproducent Grupo Cutrale, de overname van Chiquita Brands, een beursgenoteerde Amerikaanse onderneming dat verse bananen en andere verse producten commercialiseert, produceert en distribueert, aangekondigd. Chiquita Brands heeft een indrukwekkende merkentrouw en -erkenning door middel van haar Chiquita en Fresh Express merken. De overname is van strategisch belang voor Safra en Grupo Cutrale, aangezien het hen een sterke concurrentiepositie zal verschaffen in de wereldwijd groeiende vraag naar vers fruit en salades van hoge kwaliteit. Safra's bod was volledig in cash, wat neerkwam op de betaling van een premie van 2,4 % ten opzichte van de slotkoers van het aandeel op de dag voorafgaand aan de aankondiging van de overname. Deze overname volgt op de mislukte fusie tussen Chiquita Brands en Fyffes in maart 2014.

- In augustus 2013 heeft David Murdock (CEO en voorzitter van Dole) ingestemd met de aankoop van de resterende 60,4 % in Dole Food Company, een beursgenoteerde Amerikaanse producent en verdeler van verse groenten en fruit. David Murdock' bod was integraal in cash, wat neerkwam op de betaling van een premie van 5,4 % ten opzichte van de laatste slotkoers voorafgaand aan de aankondiging van de overname.
- In september 2012 heeft Itochu Corporation, het beursgenoteerde Japanse conglomeraat, ingestemd met de aankoop van de afdeling verpakte voeding en Aziatische verse producten van Dole Food Company Inc. De verkoopprijs werd door Dole aangewend om haar schulden te verminderen en haar activiteiten te herstructureren. De Noord-Amerikaanse onderneming in verse groenten en de ondernemingen van vers fruit in Noord-Amerika, Latijns-Amerika, Europa en Afrika, maakten geen deel uit van de verkoop.
- In september 2011 bracht BayWa AG, de beursgenoteerde Duitse groothandelaar en detaillist van bouw-, landbouw- en brandstofproducten, een verplicht openbaar bod uit op Turners & Growers Ltd (T&G), de beursgenoteerde en in Nieuw-Zeeland gevestigde verdeler, verkoper en exporteur van verse producten. BayWa's aanbod was integraal in cash, wat neerkwam op de betaling van een premie van 2,9 % ten opzichte van de slotkoers van het aandeel op de laatste handelsdag voorafgaand aan de aankondiging van de overname. De overname versterkte de succesvolle Fruit Business Unit van het BayWa's Landbouw Segment versterken, vooral in de Azië-Pacific regio, waar T&G gevestigd is.
- In februari 2010 heeft Bonduelle SA, de beursgenoteerde Franse onderneming die actief is in de verwerking en de distributie van groenten, France Champignon SCA, de Franse producent en leverancier van champignons, overgenomen van Butler Capital Partners SA, de Franse private equity onderneming, voor een bedrag van ongeveer EUR 96 miljoen.

Tabel 10: Multiples in vergelijkbare overnames voor Fieldlink NV

Announced	Bidder	Target	EV (EURm)	EV/Sales	EV/EBITDA
27-10-14	Safra Consortium	Chiquita	1,156	0.4x	13.4x
12-08-13	David H. Murdock	Dole Food Company	1,385	0.3x	14.5x
17-09-12	Itochu Corporation	Dole Food Company	1,685	0.7x	9.0x
12-09-11	BayWa	Turners & Growers	250	0.4x	6.1x
03-02-10	Bonduelle	France Champignon	96	0.5x	6.0x
Average			677	0.5x	9.8x
Median			250	0.5x	9.0x

Sources: Company Information, Press Releases

Zoals aangegeven in Tabel 10, resulteren de overname multiples in een relatief brede vork, variërend van 6,0 x EV/EBITDA tot 14,5 x EV/EBITDA. Dit overzicht bevat echter enkele belangrijke sectoriële overnames, die de gemiddelde overname multiples naar een hoger niveau brengen (bijvoorbeeld de overname van Chiquita door Grupo Cutrale en Safra Group, die in een bijna drie maanden durende strijd voor de controle over Chiquita verwickeld was, die de drie eerdere overnamepogingen afwees en die zelf probeerde samen te gaan met rivaal Fyffes). De weerhouden multiple is de mediaan EV/EBITDA van alle weerhouden overnames om zo het gewicht van de twee overnames te verminderen.

De vork is gebaseerd op een (+/- 0,25 x) bandbreedte rond de weerhouden multiple.

De weerhouden waardering wordt hieronder samengevat in Tabel 11.

Tabel 11: Weerhouden waardering door middel van vergelijkbare overnames (in miljoenen euro)

	Low	Mid	High	Range
<i>Multiple</i>	8.8x	9.0x	9.3x	8.8x - 9.3x
Norm. '15E EBITDA (1)	71	71	71	71
Enterprise Value	619	637	655	619 - 655
(Norm. net debt) (2)	(229)	(229)	(229)	(229)
Equity Value	390	408	426	390 - 426
# of shares (m) (3)	22.0	22.0	22.0	22.0
Value per share (€)	17.7	18.5	19.3	17.7 - 19.3

(1) Normalized 2015E EBITDA (valuation purpose) as per table [•]

(2) Adjusted net debt (valuation purpose) as per table [•]

(3) As per Contribution Agreement

(iii) *Ruilverhouding door middel van vergelijkbare overname multiples.*

De Ruilverhouding, berekend aan de hand van de EBITDA multiples van vergelijkbare overnames, impliceert een vork tussen de 24,3 miljoen en de 24,4 miljoen nieuwe aandelen van Greenyard Foods uit te geven naar aanleiding van de inbreng van de FieldLink onderneming.

Tabel 12 : Greenyard Foods – FieldLink Ruilverhouding

Valuation method	Greenyard's implied equity value	FieldLink's implied equity value	FieldLink Relative Weight (1)	Implied Greenyard's share issuance
Transaction comparable	277 - 306	390 - 426	58.2% - 58.5%	26.3 - 26.6
Midpoint	292	408	58.4%	26.5
Retained Exchange Ratio	322	376	53.8%	22.0
Premium to midpoint	10.5%	(8.0%)		(16.8%)

Note: (1) FieldLink equity value / (FieldLink equity value + Greenyard equity value), assuming exercise of warrants

2.6. Discounted Cash Flow methode.

De Discounted Cash Flow methode (“DCF”) is gericht op het vaststellen van de ondernemingswaarde door het verdisconteren van de toekomstige vrije kasstromen. Van de ondernemingswaarde worden de netto financiële schuld en schuld-/cash-achtige elementen in mindering gebracht om de aandeelwaarde te verkrijgen.

Deze waarderingsmethode wordt sterk beïnvloed door (i) de raming met betrekking tot de prestaties van de ondernemingen, (ii) de gewogen kost van het kapitaal (“*Weighted Cost of Capital*” of “WACC”) en (iii) de toekomstige groeiratio aangewend om de eindwaarde te berekenen op basis van de “*Gordon en Shapiro*” methode.

(i) *Greenyard Foods.*

Om toekomstige vrije kasstromen te berekenen, is men van de volgende parameters uitgegaan:

- de geschatte jaarlijkse groei van de omzet voor de periode 2015 - 2020 bedraagt 2,3 %, in lijn met de verwachting van de aandelenanalisten die voor 2015 - 2017 een jaarlijkse groei van 2,2%¹ voorzien vanaf 31 maart 2015;
- voor de periode 2015 - 2020 verwacht de raad van bestuur een gemiddelde EBITDA-marge, voor de factoringkosten, van 10 %, iets hoger dan de historisch gerealiseerde marges (2013 - 2014: 9 %), versterkt door de operationele optimalisaties binnen de diepvries divisie en de vervanging van huurlasten door D&A na de overname van verschillende faciliteiten;
- de ramingen van het netto-werkkapitaal zijn gebaseerd op inschattingen door het management van de rotatie van de voorraden en de betalingsvoorwaarden met de klanten en de leveranciers. Dit resulteert in een netto-werkkapitaal (38,2 % in vergelijking met een gemiddelde van 37,8 % in 2013 - 2014) dat vrij stabiel zal blijven als percentage van de verwachte omzet over de periode 2015 - 2020; en
- voor de periode 2015 - 2020 wordt een gemiddeld jaarlijks investeringsbudget van EUR 25,7 miljoen verondersteld, terwijl de aandelenanalisten rekening houden met een gemiddeld investeringsbudget van EUR 25,1 miljoen voor de periode 2015 - 2017.

Toekomstige vrije kasstromen zijn verdisconteerd tegen een WACC van 7 %, de belangrijkste parameters hiervan worden hieronder weergegeven:

- een schuldkost (vóór belastingen) van 6,6% op basis van Greenyards Foods meest recente obligatie-uitgifte;

¹ Gebruikte aandelenanalistenrapporten: Bank Degroef (04 maart 2015), Petercam (04 maart 2015) en KBC (16 maart 2015)

- de kost van het eigen vermogen, berekend volgens het CAPM-model² aan de hand van een “*unlevered beta*” van 0,7, een risicovrije rente van 1,9% (gewogen gemiddelde van risicovrije rente in de effectieve landen, gebaseerd op het huidige rendement van de 10 jaar schatkistcertificaten in de Verenigde Staten, gecorrigeerd voor de lokale verwachte inflatie voor de komende 10 jaar, zoals aangegeven door het BMI rapport) en een marktrisicopremie van 6,2 % (gebaseerd op het gewogen gemiddelde van de marktrisicopremies van de landen waarin Greenyard Foods actief is);
- een marginaal belastingtarief van 34 %; en
- een beoogde gearing ratio (schuld / marktwaarde van het eigen vermogen) van 50 %.

De verdisconteringsvoet die volgt uit deze beoordeling, is iets hoger dan de verdisconteringsvoet toegepast door aandelenanalisten die Greenyard Foods volgen, m.n. 6,25 % (Degroof). De discrepantie is te wijten aan verschillen in de belangrijkste parameters die hierboven werden toegelicht, en aan de conservatieve benadering. Marktanalisten Petercam en KBC hebben geen verdisconteringsvoet bekend gemaakt in hun recente rapporten.

Op basis van een kapitaalkost van 7,0% en de variërende lange termijn groeivoet van 0,5 % -1,5 % resulteert de DCF-waardering in een eigen vermogenswaarde tussen EUR 328 miljoen en 397 miljoen per 31 maart 2015. Opgemerkt dient te worden dat de vork vastgelegd werd door enkel de lange termijn groeipercentage (“*terminal growth rate*”) in rekening te brengen, ten einde de vork te verkleinen, aangezien de kapitaalkost op een conservatieve wijze werd geraamd.

In het midden van de vork (TGR : 1 %, WACC : 7 %) is de eindwaarde goed voor 66,5 % van de ondernemingswaarde.

Tabel 13: Sensitiviteit op de DCF-waarderingsmethode (in miljoenen euro)

		Enterprise value			Equity Value (1)			Equity Value per Share		
		Long term growth rate			Long term growth rate			Long term growth rate		
		0.50%	1.00%	1.50%	0.50%	1.00%	1.50%	0.50%	1.00%	1.50%
Discount	6.75%	574	609	651	351	386	427	18.6	20.5	22.7
rate	7.00%	552	583	621	328	360	397	17.4	19.1	21.1
(WACC)	7.25%	530	559	593	307	336	370	16.3	17.8	19.6

Note: (1) Net debt (DCF) slightly differs from Normalized net debt (valuation purpose) as it excludes net DTA, already reflected in the future cash flows

(ii) *FieldLink*

Om de toekomstige vrije kasstromen te berekenen, is men van de volgende parameters uitgegaan:

² CAPM= Capital Asset Pricing Model

- de geschatte jaarlijkse groei van de omzet voor de periode 2015 - 2020 bedraagt 1,1%, een lagere groei dan in voorafgaande periodes (6 % over de periode 2011 - 2014, op een voortdurende basis).
- voor de periode 2015 - 2020 verwacht de onderneming een gemiddelde EBITDA-marge, voor de factoringkosten, van 2,8 %, iets hoger dan de historisch gerealiseerde marges (2011 - 2014: 2,2 %, op een voortdurende basis), versterkt door de operationele verbeteringen en een verbeterde mix (beheer van de producten);
- de ramingen van het netto werkkapitaal zijn gebaseerd op inschattingen door het management van de rotatie van de voorraden en de betalingsvoorwaarden met de klanten en de leveranciers. Dit resulteert in een netto werkkapitaal (minus 6,8 % in vergelijking met een gemiddeld van minus 6,5 % in 2013 - 2014) dat vrij stabiel zal blijven als percentage van de verwachte omzet over de periode 2015 - 2020; en
- voor de periode 2015 - 2020, streeft de onderneming een gemiddelde jaarlijks investeringsbudget (investering in materiële vaste activa) van EUR 15,3 miljoen na, in lijn met de investeringen gedurende de periode 2011 - 2014 (met een gemiddelde van EUR 15,2 miljoen, op een voortdurende basis).

Toekomstige vrije kasstromen zijn verdisconteerd tegen een WACC van 9 %, de belangrijkste parameters ervan worden hieronder weergegeven:

- een schuldkost (vóór belastingen) van 9,5 % op basis van Fieldlink's recente obligatie-uitgifte;
- de kost van het eigen vermogen werd berekend volgens het CAPM-model aan de hand van een "unlevered beta" van 0,9, een risicovrije rente van 1,8 % (gewogen gemiddelde van risicovrije rente in de effectieve landen, gebaseerd op het huidige rendement van de 10 jaar schatkistcertificaten van de Verenigde Staten, gecorrigeerd voor de lokale verwachte inflatie voor de komende 10 jaar, zoals aangegeven door het BMI rapport) en een marktrisicopremie van 6 % (gebaseerd op het gewogen gemiddelde van de marktrisicopremies van de landen waarin FieldLink actief is);
- een marginaal belastingtarief van 34 %; en
- een nagestreefde gearing ratio (schuld / marktwaarde van het eigen vermogen) van 60 %.

Op basis van een kost van het kapitaal van 9,0% en de variërende lange termijn groeivoet van 0,5 % tot 1,5 % levert de DCF-waardering een eigen vermogenswaarde op tussen de EUR 412 miljoen en 465 miljoen per 31 maart 2015. Opgemerkt dient te worden dat de vork vastgelegd werd door enkel de lange termijn groeipercentage ("terminal growth rate") in rekening te brengen, ten einde de vork te verkleinen, aangezien de kapitaalkost op een conservatieve wijze werd geraamd.

In het midden van de vork (TGR: 1 %, WACC: 9 %) is de eindwaarde goed voor 56 % van de ondernemingswaarde.

Tabel 14: Sensitiviteit op de DCF-waarderingsmethode

		Enterprise value			Equity Value (1)			Equity Value per Share (2)		
		Long term growth rate			Long term growth rate			Long term growth rate		
		0.50%	1.00%	1.50%	0.50%	1.00%	1.50%	0.75%	1.00%	1.25%
Discount rate (WACC)	8.75%	679	706	736	432	459	489	19.7	20.9	22.2
	9.00%	659	684	711	412	437	465	18.7	19.9	21.1
	9.25%	640	663	689	393	416	442	17.9	18.9	20.1

(iii) *Ruilverhouding op basis van de DCF-waarderingsmethode.*

De Ruilverhouding, berekend op basis van de DCF-waarderingsmethode, leidt tot een uitgifte van 22,1 miljoen tot 23,7 miljoen nieuwe aandelen van Greenyard Foods naar aanleiding van de inbreng van de FieldLink onderneming.

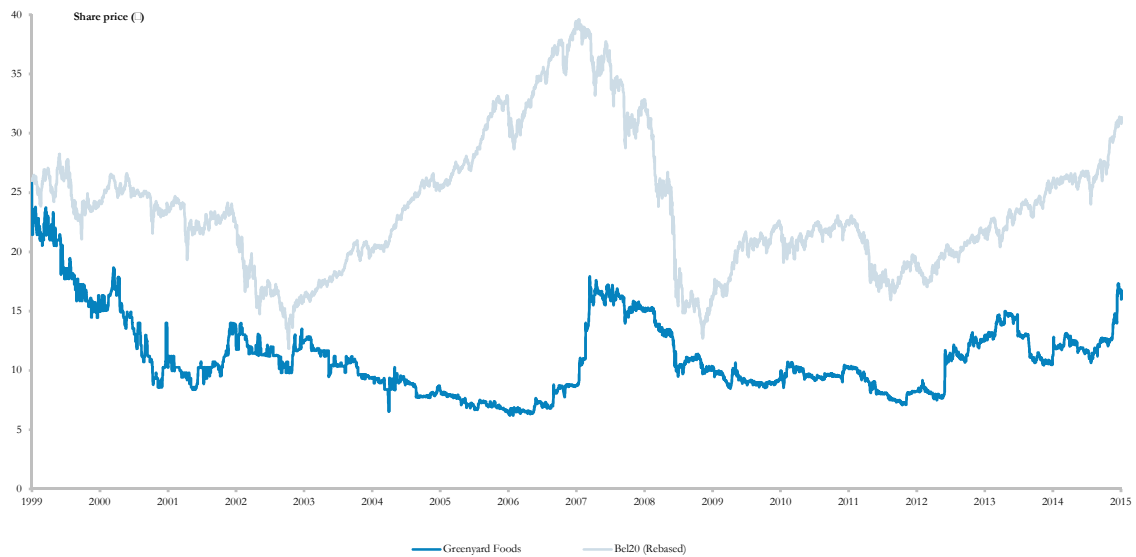
Tabel 15: Greenyard Foods – FieldLink Ruilverhouding

Valuation method	Greenyard's implied equity value	FieldLink's implied equity value	FieldLink Relative Weight (1)	Implied Greenyard's share issuance
Discounted cash flows	328 - 397	412 - 465	54,0% - 55,7%	22.1 - 23.7
Midpoint	363	439	54,8%	22.9
Retained Exchange Ratio	322	376	53.8%	22.0
Premium to midpoint	(11.2%)	(14.4%)		(3.9%)

Note: (1) $\text{FieldLink equity value} / (\text{FieldLink equity value} + \text{Greenyard equity value})$, assuming exercise of warrants

2.7. Historische aandelenkoers prestatie.

Greenyard Foods werd in juni 1999 genoteerd op NYSE / Euronext Brussels tegen een prijs van EUR 26. De onderstaande grafiek geeft de koersontwikkeling weer sinds de IPO.



De aandelenkoers heeft neerwaartse druk ondervonden sinds de beursgang, een niveau dat het sindsdien niet meer behaald heeft.



- 1 05 Sep. '12 Sale of Luotsa to McCain
- 2 27 Sep. '13 Signing of partnership with KTG agrar
- 3 21 Nov. '13 H1 figures annoucement
- 4 20 May. '14 2012-2013 annual results release
- 5 07 Jul. '14 Greenyard Foods acquires real estate company in King's Lynn (UK)
- 6 20 Nov. '14 2013-2014 H1 results release
- 7 26 Nov. '14 Greenyard Foods changes group structure, Herwig Dejonghe acquires Pinguin Aquitaine SAS and becomes independent entrepreneur
- 8 04 Mar. '15 Investigating business combination between Greenyard Foods, Univeg & Peatinvest to create global leader in fruit and vegetables

In de afgelopen jaren herstelde Greenyard Foods zich van het geleden beurskoers verlies. De koersevolutie werd echter beïnvloed door een aantal belangrijke overnames. In september 2012 verkocht Greenyard Lutosa, de diepgevroren aardappelproducten divisie, aan McCain. Meer recent verwierf Greenyard Foods verschillende vastgoedbedrijven en verkocht het Pinguin Aquitaine aan Herwig Dejonghe. Tenslotte resulteerde de aankondiging van de geplande bedrijfscombinatie op 4 maart 2015 in een koersstijging van 15 %. Over de besproken periode is de aandelenkoers gestegen met 60,1 % (op basis van een slotkoers van EUR 10,4 op 31 maart 2011) en overtrof het zo de Bel 20-index die een totaal rendement van 40 % behaalde in dezelfde periode. Evenwel werd het grootste gedeelte van de koersstijging verwezenlijkt in de laatste paar weken na de aankondiging van de geplande bedrijfscombinatie. Daarnaast heeft Greenyard Foods geen bruto dividend meer uitgekeerd sinds 31 maart 2011

Tabel 16: Historische Totale Prestatie van Greenyard Foods vs. Bel 20 Index.

<i>vs. March 31, 2015</i>	TOTAL RETURN	
	Greenyard Foods	BEL 20 Index
Last 3 years	143.1%	60.3%
Last 2 years	59.1%	43.7%
Last 12 months	46.9%	19.0%
Last 3 months	30.8%	13.4%
Last month	16.2%	0.3%
Last week	(0.6%)	(1.1%)

Tabel 17: Weerhouden waardering door middel van historische aandelenkoers (in miljoenen euro)

	52-week		52-week	Range
	Low (1)	Mid	High	
Share price (€)	10.7	14.0	17.3	10.7 - 17.3
# of shares (m) (2)	18.9	18.9	18.9	18.9
Equity Value	202	264	326	202 - 326
Norm. net debt (3)	223	223	223	223
Enterprise Value	425	487	550	425 - 550
Norm. '16E EBITDA (4)	59	59	59	59
<i>Implied multiple</i>	7.2x	8.2x	9.3x	7.2x - 9.3x

(1) As per March 31, 2015

(2) Assuming exercise of warrants

(3) Normalized net debt (valuation purpose) as per table [•]

(4) Normalized 2016E EBITDA (valuation purpose) as per table [•]

2.8. Richtkoers van de aandelenanalisten

In de twee maanden voorafgaand aan de bekendmaking van de Ruilverhouding in het kader van de geplande bedrijfscombinatie tussen de drie ondernemingen volgden drie sell side equity analisten (i.e. Petercam, KBC Securities en Bank/Banque Degroof) Greenyard Foods en rapporteerden ze periodiek over de onderneming (inclusief een richtkoers voor de aandelen, alsmede een aanbeveling om de aandelen van de onderneming aan te kopen, te houden of te verkopen).

In de onderstaande Tabel bedraagt het gemiddelde van de richtkoers EUR 15,6.

Tabel 18 : Overzicht van de aanbevelingen en richtkoersen van aandelenanalisten

<u>Equity Research House</u>	<u>Date</u>	<u>Recommendation</u>	<u>Target Price (€)</u>
Bank Degroof	04-Mar-15	Hold	16.0
Petercam	04-Mar-15	Overweight	15.7
KBC	16-Mar-15	Hold	15.0
Average			15.6

Source: Broker Reports

Tabel 19: Weerhouden waardering aan de hand van aanbevelingen en richtkoersen van aandelenanalisten (in miljoenen euro)

	<u>Low</u>	<u>Mid</u>	<u>High</u>	<u>Range</u>
Target price (€)	15.0	15.5	16.0	15.0 - 16.0
# of shares (m) (1)	18.9	18.9	18.9	18.9
Equity Value	283	292	302	283 - 302

(1) Assuming exercise of warrants

2.9. Sensitiviteitsanalyse van de financieringsprogramma voor klantenvorderingen (factoring).

Niettemin, en dit volledigheidshalve en met het oog op een sensitiviteitsanalyse, heeft de raad van bestuur de impact van de harmonisering van FieldLink's en Greenyard Foods' aandeel in de werkkapitaal behoeften die gefinancierd zijn door middel van de financieringsprogramma's voor klantenvorderingen (factoring) gesimuleerd.

De impact van deze theoretische oefening wordt hieronder weergegeven in tabel 20.

Tabel 20 : Greenyard Foods – FieldLink Ruilverhouding - sensitiviteitsanalyse (in miljoenen euro, tenzij anders vermeld).

	Valuation method	Greenyard's implied equity value	FieldLink's implied equity value	FieldLink's relative weight (1)	Implied Greenyard's share issuance (in million of shares)
<i>Main case</i>	Trading comparable	257 - 287	335 - 372	56.4% - 56.5%	24.4 - 24.5
	Transaction comparable	277 - 306	390 - 426	58.2% - 58.5%	26.3 - 26.6
	Discounted cash flows	328 - 397	412 - 465	54.0% - 55.7%	22.1 - 23.7
	52-week share price (2)	202 - 326	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
	Broker targets (2)	283 - 302	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
	<i>Range</i>	202 - 397	335 - 465	54.0% - 58.5%	22.1 - 26.6
	Average (A) (3)	309	400	56.4%	24.4
<i>Sensitivity</i>	Trading comparable	257 - 287	270 - 308	51.2% - 51.8%	19.8 - 20.3
	Transaction comparable	277 - 306	328 - 365	54.3% - 54.4%	22.4 - 22.5
	Discounted cash flows	328 - 397	356 - 410	50.8% - 52.1%	19.5 - 20.5
	52-week share price (2)	202 - 326	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
	Broker targets (2)	283 - 302	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>
	<i>Range</i>	202 - 397	270 - 410	50.8% - 54.4%	19.5 - 22.5
	Average (B) (3)	309	340	52.4%	20.8
	Average of (A) and (B)	309	370	54.4%	22.6
	vs.				
	Retained Exchange Ratio	322	376	53.8%	22.0
	<i>Premium/discount) to average</i>	<i>4.3%</i>	<i>1.6%</i>		<i>(2.7%)</i>

(1) FieldLink equity value / (FieldLink equity value + Greenyard equity value), assuming exercise of warrants

(2) Averages exclude 52-week share price range and broker targets

(3) As per 31 March, 2015

Als een vuistregel, de weerhouden Ruilverhouding voor FieldLink (m.n. het aantal aandelen toe te kennen aan STAK FieldLink en aan de FieldLink aandeelhouders) houdt het midden tussen de twee gemiddelden van de hypothesen.

Evenwel, de raad van bestuur is overtuigd van het feit dat het financieringsprogramma voor handelsvorderingen van beide ondernemingen beschouwd zullen worden als onderdeel van het werkkapitaal, rekening houdend met de volgende argumenten :

- de integrale “non-recourse” en “off-balance sheet” programma’s zijn in lijn met de meest recente en strikte IFRS voorschriften, aangezien alle risico’s inzake niet-betaling effectief overgedragen werden aan de factoringmaatschappij;
- de kredietwaardige klanten (grote Europese detailhandelaars) en de programma’s inzake kredietverzekering beperken bijkomend het risico op niet-betaling;
- wat FieldLink betreft, de recente hernieuwing ervan verzekert FieldLink van werkkapitaalfinanciering voor de komende vier jaar; en
- als alternatief bieden bepaalde detailhandelaars bieden omgekeerde factoringprogramma’s aan.

2.10. Niet-weerhouden waarderingsmethoden.

(i) Premies vastgesteld in geselecteerde Belgische openbare overnamebiedingen.

Het overzicht van de Belgische openbare overnamebiedingen, waarbij de bieder reeds een meerderheid van de onderneming controleert, wijst op een mediaan premie van 15 % (gebaseerd op de slotkoers van de beurskoers op de dag voorafgaand aan de aankondiging). Ter illustratie bevat Tabel 21 een overzicht van de Belgische uitkoopbiedingen (i) met een omvang van meer dan EUR 50 miljoen en (ii) waarvan de bieder al een meerderheid van de onderneming controleerde.

Greenyard Foods en FieldLink beschouwen deze methode als niet relevant, aangezien (i) de verschillende biedingspremies tussen een brede vork (tussen de 0 % en de 50 %) liggen, en (ii) het aantal vergelijkbare overnames op de Belgische markt eerder beperkt is.

Tabel 21: Biedpremies vastgesteld bij de geselecteerde Belgische openbare overnamebiedingen

Date	Bidder	Target	Initial stake	Premium over share price		
				1 day prior	One month average	Three months average
13-02-14	WABCO	Transics International	96.8%	41%	46%	50%
19-10-13	Union Financiere Boel	Henex	56.1%	26%	25%	26%
12-10-12	Family shareholders	Duvel Moortgat	75.1%	9%	12%	18%
19-09-12	Liberty Global	Telenet Group	50.4%	13%	11%	4%
03-03-11	Fingen	CNP	72.2%	22%	19%	24%
27-03-09	Boston	Mitiska	50.0%	13%	18%	14%
29-05-08	Eni	Distrigas	57.2%	8%	9%	13%
30-08-07	Bollore	Nord Sumatra	72.5%	14%	13%	4%
09-08-05	Suez	Electrabel	50.1%	15%	14%	13%
23-12-04	Almanij	KBL	78.6%	10%	12%	16%
19-03-02	Almanij	Gevaert	77.9%	32%	35%	39%
12-10-00	SGB	Finoutremer	56.4%	17%	18%	17%
13-06-00	BNPP	Cobepa	58.7%	17%	23%	27%
28-01-00	Fortis	BGL	51.5%	8%	9%	13%
14-10-99	Heidelberger	CBR	55.9%	20%	29%	30%
19-08-99	Suez	Tractebel	50.8%	19%	29%	34%
25-05-99	AVH	Belcofi	57.5%	5%	5%	-
14-04-99	Dexia	BIL	61.4%	15%	16%	17%
Average			62.7%	16.9%	19.1%	20.0%
Median			57.4%	15.0%	17.0%	17.0%

(ii) Aandeelhouderswaarde

Het eigen vermogen vertegenwoordigt enkel de aandeelhoudersinbreng en geaccumuleerde resultaten uit het verleden. Dit heeft tot gevolg dat het eigen vermogen van de aandeelhouders gebaseerd is op de historische waarden van activa en passiva. Dit wordt als irrelevant beschouwd, omdat het geen rekening houdt met de verwachte toekomstige prestaties van Greenyard Foods en FieldLink.

(iii) Intrinsieke waarde

De Genormaliseerde intrinsieke waarde beoogt de waarde van alle activa en passiva te herwaarderen rekening houdend met hun marktwaarde. Deze analyse wordt meestal uitgevoerd in het kader van de waardering van bedrijven met een gespreide portefeuille van minderheidsbelangen of bedrijven die verschillende soorten activa bezitten, evenals in het geval van de vereffening van een onderneming. Deze methode is niet weerhouden, omdat de activa van Greenyard Foods en FieldLink voornamelijk hoofdzakelijk gecontroleerde operationale activa.

(iv) Dividend Discount methode

Deze methode verdisconteert de verwachte toekomstige dividendenstroom. Deze methode wordt meestal toegepast op ondernemingen met een stabiel dividendrendement.

Deze methode is niet relevant, omdat de dividenden van Greenyard Foods en FieldLink afhankelijk zijn van het financiële beleid en niet noodzakelijk de kasstroom generatie van de onderneming vertegenwoordigen.

Bovendien is de waarde van de toekomstige kasstromen van de bedrijven reeds opgenomen in de DCF-methode.

3. Inbreng van de Peatinvest aandelen.

3.1. Overzicht van de Inbreng van Peatinvest - verbondenheid met de DWB Splitsing en de Inbreng van FieldLink

Als gevolg van de Inbreng van Peatinvest, zullen alle aandelen van Peatinvest worden overgedragen aan Greenyard Foods. Deze aandelen van Peatinvest zullen in het maatschappelijk kapitaal van Greenyard Foods worden ingebracht door de aandeelhouders van Peatinvest naar aanleiding van een verhoging van het maatschappelijk kapitaal van Greenyard Foods tegen de uitgifte van 3.514.196 Nieuwe Aandelen aan de aandeelhouders van Peatinvest.

De Partiële Splitsing van DWB, de Inbreng van FieldLink en de Inbreng van Peatinvest zijn onlosmakelijk met elkaar verbonden.

3.2. Waardering van Greenyard Foods en Peatinvest en Ruilverhouding

3.2.1. Waarderingsprincipes

Voor verdere informatie met betrekking tot de Waarderingsprincipes, verwijzen wij u naar onderdeel 2.1.

(i) Genormaliseerde EBITDA en Netto Schuld voor waarderingsdoeleinden

Voor meer informatie omtrent de randvoorwaarden en genormaliseerde cijfers, refereren we naar sectie 2.1.(iv).

De hieronder vermelde Tabel is een reconciliatie van de Genormaliseerde EBITDA en Genormaliseerde Netto Schuld (voor waarderingsdoeleinden):

Tabel 22: Genormaliseerde EBITDA en Genormaliseerde Netto Schuld (voor waarderingsdoeleinden)

	<u>Peatinvest</u>
	<u>Year ended March 31,</u>
	<u>2015E</u>
	(unaudited)
EBITDA	7.8
Normalization adjustments (1)	0.2
Normalized EBITDA (for valuation purposes)	7.9

(1) Relates to operational costs reported below EBITDA and run-rate adjustments

	Peatinvest
	Year ended March 31,
	2015E
	(unaudited)
<i>in EURm, unless stated otherwise</i>	
Net debt, last audited (1)	8.8
Minorities	0.0
Working Capital Seasonality and Adjustments	5.8
Normalized net debt (for valuation purposes)	14.6

(1) September 31, 2014

3.2.2. *Impact van de synergieën.*

De raad van bestuur verwacht synergie- en efficiëntiewinsten ten gevolge van de bedrijfscombinatie.

De raad van bestuur verwacht omzetsynergieën voor Peatinvest van ongeveer EUR 17 miljoen tegen 2017 - 2019, door gebruik te maken van FieldLink's relatie met potentiële eindgebruikers van de Peatinvest producten.

Indien het bedrag van de aangekondigde synergieën behaald wordt, dan zou dit een verdisconteerde eigen vermogenswaarde van ongeveer EUR 14 miljoen voor Peatinvest betekenen.

Gelieve er rekening mee te houden dat de vernoemde eigen vermogenswaarden in deze paragraaf geen rekening houden met de potentiële impact van synergieën.

3.2.3. *Resultaten van de waardering.*

De raad van bestuur stelt voor om over te gaan tot de volgende aandelenuitgifte (na de uitoefening van de GIMV warranten):

- 3.514.196 aandelen van Greenyard Foods aan de Peatinvest aandeelhouders

Wat de absolute eigen vermogenswaarden betreft, heeft de raad van bestuur zich akkoord verklaard met de volgende waarderingen:

- Greenyard Foods: **EUR 322 miljoen**
- Peatinvest: **EUR 60 miljoen**

Het resultaat van de waardering volgens elk van de waarderingmethododes wordt samengevat in de Tabel 23 hieronder:

Tabel 23: Greenyard Foods – Peatinvest Ruilverhouding

Valuation method	Greenyard's implied equity value	Peatinvest's implied equity value	Peatinvest Relative Weight (1)	Implied Greenyard's share issuance (in million of shares)
Trading comparable	257 - 287	42 - 46	13.8% - 14.0%	3.0 - 3.1
Transaction comparable	284 - 313	55 - 59	15.9% - 16.3%	3.6 - 3.7
Discounted cash flows	328 - 397	57 - 61	13.4% - 14.7%	2.9 - 3.3
52-week share price (2)	201 - 326	n.a.	n.a.	n.a.
Broker targets (2)	283 - 302	n.a.	n.a.	n.a.
Range	201 - 397	42 - 61	13.4% - 16.3%	2.9 - 3.7
Average (3)	311	53	14.7%	3.2
Retained Exchange Ratio	322	60	15.7%	3.5
<i>Premium to average</i>	<i>3.5%</i>	<i>12.3%</i>		<i>8.5%</i>

(1) Peatinvest equity value / (Peatinvest equity value + Greenyard equity value), assuming exercise of warrants

(2) Averages exclude 52-week share price range and broker targets

(3) As per 31 March, 2015

3.2.4. Trading multiples en vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen.

Voor nadere informatie over de keuze en maatstaven van vergelijkbare bedrijven, verwijzen wij u naar onderdeel 2.4.

(i) Peatinvest: relatieve waardering door middel van multiples

Peatinvest is actief in een zeer specifieke sector, waarvoor geen echt op het vlak van de omvang, de activiteiten of de geografische aanwezigheid vergelijkbare genoteerde ondernemingen bestaan. De analyse is gebaseerd op de producenten van huishoudelijk tuinproducten voor consumenten.

Fabrikanten van huishoudelijke tuinproducten voor consumenten:

- Scotts Miracle-Gro Company is een Amerikaanse multinational en marktleider in het gazon- en tuinmarkt. Het is de belangrijkste verkoper en verdeler van het Miracle-Gro en Roundup merken (geproduceerd door Monsanto) in de Verenigde Staten en in Europa. De onderneming biedt een gevarieerd assortiment aan van meststoffen, plantaardige voeding, bodem en mulch, graszaad en vogelvoer. De onderneming realiseerde een omzet van EUR 2,1 miljard in 2014, voornamelijk in Noord-Amerika, maar ook in Europa (ongeveer 20 %).

- Central Garden & Pet Company (“Central Garden”) is een Amerikaanse onderneming die zorgt voor de productie en distributie van verschillende producten voor huisdieren en de gazon- en tuinmarkt in de Verenigde Staten. De producten van haar divisie tuinbouwproducten omvatten graszaad, meststoffen, pesticiden en herbiciden, en deze van haar divisie huisdieren honden- en kattenvoer en vogelvoer. De onderneming verwezenlijkte een omzet van EUR 1,2 miljard in 2014.
- Hortico SA is een Poolse onderneming actief in de productie en de distributie van tuinbouwproducten. Zij verkoopt onder andere zaden, meststoffen, turf en substraten, gewasbescherming, alsmede tuingereedschap, apparatuur, verlichtingsoplossingen en folies. De onderneming is voornamelijk actief in Polen, waar ze haar groei media producten fabriceert en ze ontwikkelt momenteel eveneens activiteiten in West-Europa. De onderneming verwezenlijkte een omzet van EUR 20 miljoen in 2014.

Tabel 24 hieronder geeft een overzicht van de belangrijkste waarderingsmaatstaven van de geselecteerde peer groep voor 2015E en 2016E.

Tabel 24: Overzicht van belangrijke waarderingsmaatstaven voor de geselecteerde peer groep (in miljoenen euro)

Company	Country	Share price	52 weeks		Sales	EBITDA Margins (1)	
		31-Mar-15	High	Low	2015E	2015E	2016E
Peatinvest	Belgium	n.a.	n.a.	n.a.	66.7	11.5%	n.a.
Consumer Household Gardening Products Peers							
Scotts	United States	\$67.17	69.0	53.1	2710	15.0%	15.6%
Central Garden	United States	\$9.87	10.4	6.6	1513	6.5%	7.0%
Hortico	Poland	PLN 3.33	6.6	2.2	21	7.5%	9.0%
Average						9.7%	10.5%
Median						7.5%	9.0%

Source: Company information, Peatinvest Business Plan, Factset, Broker Reports

(1) Based on Normalized EBITDA (valuation purpose) as per table [•]

All financials have been calendarized to March 31

Company	Market	Enterprise	EV/Sales		CAGR	EV/EBITDA		CAGR
	Value	Value	2015E	2016E	14A - 16E	2015E	2016E	14A - 16E
Peatinvest	n.a.	n.a.	n.m	n.m	n.a	n.m	n.m	n.a
Consumer Household Gardening Products Peers								
Scotts	3,806	4,890	1.8x	1.7x	3.5%	12.0x	11.1x	8.4%
Central Garden	459	795	0.5x	0.5x	0.7%	8.1x	7.4x	15.2%
Hortico	9	10	0.5x	0.4x	22.5%	6.7x	4.9x	54.7%
Average GARDENING			0.9x	0.9x	8.9%	8.9x	7.8x	26.1%
Average with 10% discount			0.8x	0.8x	8.0%	8.0x	7.0x	23.5%

Source: Company information, Factset, Broker Reports. Valuation based on share prices as of March 31, 2015

All financials have been calendarized to March 31

Aangezien er geen duidelijk vergelijkbare bedrijven lijken te bestaan, wordt de waarderinganalyse op basis van vergelijkbare ondernemingen gebaseerd op het gemiddelde van de multiples van de peer groep waarop een reductie van 10 % werd toegepast, gelet op het feit dat de vergelijkbare bedrijven hoofdzakelijk actief zijn op de Noord-Amerikaanse markt die een sterker groeiprofiel heeft dan de Europese markt. De weerhouden multiple is de gemiddelde EV/ EBITDA 2016E van alle geselecteerde peers, mits toepassing van de 10 % reductie. De vork is gebaseerd op een (+/- 0,25 x) bandbreedte rond de weerhouden multiple.

De weerhouden waardering wordt hieronder samengevat in Tabel 25.

Tabel 25: Weerhouden waardering van Peatinvest door middel van multiples van vergelijkbare ondernemingen (in miljoenen euro)

	Low	Mid	High	Range
Equity Value	42	44	46	42 - 46
# of shares (m) (1)	3.5	3.5	3.5	3.5
Value per share (€)	11.9	12.5	13.1	11.9 - 13.1

(1) As per Contribution Agreement

(ii) *Ruilverhouding aan de hand van trading multiples*

De Ruilverhouding, berekend aan de hand van vergelijkbare EBITDA trading multiples, impliceert een vork tussen de 3 miljoen en de 3,1 miljoen nieuwe aandelen van Greenyard Foods NV uit te geven naar aanleiding van de inbreng van de Peatinvest onderneming.

Tabel 26: Greenyard Foods – FieldLink Ruilverhouding

Valuation method	Greenyard's implied equity value	Peatinvest's implied equity value	Peatinvest Relative Weight (1)	Implied Greenyard's share issuance (in million of shares)
Trading comparable	250 - 279	42 - 46	13.7% - 14.1%	3.0 - 3.1
Midpoint	265	44	13.9%	3.1
Retained Exchange Ratio	322	60	15.7%	3.5
Premium/(discount) to mid	21.7%	36.4%		15.2%

Note: (1) Peatinvest equity value / Peatinvest equity value + Greenyard equity value), assuming exercise of warrants

3.2.5. *Multiples in vergelijkbare overnames.*

Zie onderdeel 2.5 voor de methodologie en de randvoorwaarden.

Bijkomend wordt opgemerkt dat, gelet op de omvang van Peatinvest, overnames beneden de EUR 90 miljoen in overweging genomen werden.

(i) *Multiples in met Peatinvest vergelijkbare overnames.*

De weerhouden overnames zijn de volgende:

- In februari 2013 heeft Borealis, de Oostenrijkse leverancier van chemische en kunststoffenoplossingen, 56,9 % van Rosier SA, de Belgische beursgenoteerde fabrikant van minerale meststoffen, gekocht van Total, de Franse olie- en gasonderneming, tegen een weerhouden ondernemingswaarde van EUR 71 miljoen. Naar aanleiding van de overname werd een 8,5 % reductie op slotkoers van het aandeel Rosier van de dag voorafgaand aan de aankondiging overeengekomen.
- In oktober 2011 heeft Gimv NV, de beursgenoteerde Belgische investeringsmaatschappij, en Monaghan Middlebrook Mushrooms Ltd, de Ierse producent en leverancier van verse champignons, samen met het management Walkro International BV, de Nederlandse leverancier van agrarische producten, overgenomen van Bencis Capital Partners BV, de Nederlandse private equity onderneming, voor een niet-meegedeelde overnameprijs.
- In juni 2011 heeft Triton Capital Partners, de private equity onderneming, Compo, de Duitse verdeler van tuinstoffen, overgenomen van K + S, de Duitse chemische onderneming, voor een totale overnameprijs van EUR 205 miljoen. Compo is een leverancier van producten voor huis en tuin, waaronder meststoffen, gewasbeschermingsmiddelen, hoogwaardige potgronden en speciaal producten.
- In juli 2010 heeft Israel Chemicals, de Israëlische onderneming gespecialiseerd in kunstmest en chemische producten, de "Global Professional"-activiteiten (Scotts 'Global Professional) overgenomen van The Scotts Miracle-Gro Company, de Amerikaanse beursgenoteerde onderneming gespecialiseerd in producten voor gazon- en tuin, voor een totale overnameprijs van EUR 215 miljoen. De overname omvat de merken, de producten, de medewerkers, de R & D-middelen, drie fabrieken en de turfminnen met vestigingen in Nederland, het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten. De overname bevat niet Scott's Global Professionele zaadactiviteiten in de Verenigde Staten.

Tabel 27: Multiples van vergelijkbare overnames voor Peatinvest

Announced	Bidder	Target	EV (EURm)	EV/Sales	EV/EBITDA
06-02-13	Borealis	Rosier	71	0.3x	9.2x
13-10-11	Gimv	Walkro	n.a.	n.a.	4.6x
20-06-11	Triton Partners	Compo	205	0.5x	12.7x
12-07-10	Israel Chemicals	Scotts Miracle-Gro	215	1.1x	8.6x
Average			164	0.6x	8.8x
Median			205	0.5x	8.9x

Zoals aangegeven in Tabel 27, levert dit een zeer brede vork aan overname multiples op, variërend van 4,6 x EV/EBITDA tot 12,7 x EV/EBITDA. De weerhouden multiple is 9,0 x EV/EBITDA, die in lijn ligt met het mediaan en het gemiddelde van de weerhouden overnames.

De vork is gebaseerd op een (+/- 0,25x) bandbreedte rond de weerhouden multiple. De weerhouden waardering wordt hieronder samengevat in Tabel 28.

Tabel 28: Weerhouden waardering aan de hand van vergelijkbare overnames methode (in miljoenen euro)

	Low	Mid	High	Range
<i>Multiple</i>	8.8x	9.0x	9.3x	8.8x - 9.3x
Norm. '15E EBITDA (1)	8	8	8	8
Enterprise Value	69	71	73	69 - 73
(Norm. net debt) (2)	(14)	(14)	(14)	(14)
Equity Value	55	57	59	55 - 59
# of shares (m) (3)	3.5	3.5	3.5	3.5
Value per share (€)	15.7	16.3	16.9	15.7 - 16.9

(1) Normalized 2015E EBITDA (valuation purpose) as per table [•]

(2) Normalized net debt (valuation purpose) as per table [•]

(3) Assuming exercise of warrants

(ii) *Ruilverhouding aan de hand van vergelijkbare overname multiples*

De Ruilverhoudingen, berekend aan de hand van de EBITDA multiples van vergelijkbare overnames, impliceert een vork tussen de 3,6 miljoen en de 3,7 miljoen nieuwe aandelen van Greenyard Foods uit te geven naar aanleiding van de inbreng van de Peatinvest onderneming.

Tabel 29: Greenyard Foods - Peatinvest Ruilverhouding

Valuation method	Greenyard's implied equity value	Peatinvest's implied equity value	Peatinvest Relative Weight (1)	Implied Greenyard's share issuance
Transaction comparable	250 - 279	55 - 59	16.4% - 16.8%	3.7 - 3.8
Midpoint	265	57	16.6%	3.8
Retained Exchange Ratio	322	60	15.7%	3.5
Premium/(discount) to mid	21.7%	5.3%		(6.3%)

Note: (1) Peatinvest equity value / Peatinvest equity value + Greenyard equity value), assuming exercise of warrants

3.2.6. Discounted Cash Flow methode.

De Discounted Cash Flow methode (“DCF”) strekt ertoe de ondernemingswaarde van een vennootschap te bepalen door het verdisconteren van de toekomstige vrije kasstromen. Van de ondernemingswaarde worden de netto financiële schuld en schuld-/kas-achtige elementen in mindering gebracht om de eigen vermogenswaarde te verkrijgen.

Deze waarderingmethode wordt sterk beïnvloed door (i) de prognose van de prestaties van de ondernemingen, (ii) de kapitaalkost (“*Weighted Cost of Capital*” of “WACC”), en (iii) de toekomstige groeiratio gebruikt om de eindwaarde te berekenen volgens de “*Gordon en Shapiro*” methode.

(i) Peatinvest

Om de toekomstige vrije kasstromen te bepalen, is men van de volgende parameters uitgegaan:

- de geschatte jaarlijkse groei van de omzet voor de periode 2015 - 2020 bedraagt 4,2 %, wat een grote groei impliceert dan in voorafgaande periodes (2,4 % over de periode 2012 - 2014);
- voor de periode 2015 - 2020 verwacht de raad van bestuur een gemiddelde EBITDA-marge van 12,9%, iets hoger dan de historisch gerealiseerde marges (2013 - 2014 : 11,7 %), te wijten aan operationele optimalisaties, operationale hefboomen en een versterkte mix;
- de ramingen van het netto werkkapitaal zijn gebaseerd op de inschattingen door het management van de rotatie van de voorraden en de betalingsvoorwaarden met de klanten en de leveranciers. Dit resulteert in een netto-werkkapitaal dat vrij stabiel zal blijven (gemiddeld 13,6 % in vergelijking met 13,7 % in 2013 - 2014) als een percentage van de verwachte omzet over de periode 2015 - 2020; en
- voor de periode 2015 - 2020 heeft de raad van bestuur een gemiddelde jaarlijks investeringsbudget (investeringen in materiële vaste activa) van EUR 2,5 miljoen vooropgesteld, in lijn met de investeringen in 2013 - 2014 (EUR 2,5 miljoen).

Toekomstige vrije kasstromen zijn verdisconteerd tegen een WACC van 9,5 %, de belangrijkste parameters ervan worden hieronder weergegeven:

- de schuldkost (vóór belastingen) van 7,4 % rekening houdend met Peatinvest’s financiële kosten voor het bedrag aan schulden;
- de kost van het eigen vermogen werd berekend volgens het CAPM-model aan de hand van een “*unlevered beta*” van 0,8, een risicovrije rente van 2,1 % (gewogen gemiddelde van risicovrije rente in de effectieve landen, rekening houdend met het huidige rendement van de 10 jaar schatkistcertificaten van de Verenigde Staten, gecorrigeerd voor de lokale verwachte inflatie voor de komende 10 jaar, zoals aangegeven door het BMI rapport), een marktrisicopremie van 6,5 % (gebaseerd op het gewogen gemiddelde van de marktrisicopremies van de landen waarin Peatinvest actief is) en een omvangpremie van 2,8 % (gebaseerd op Ibbotson SBBI Risk Premia Over Time Report);

- een marginaal belastingtarief van 34%; en
- een beoogde gearing ratio (schuld / marktwaarde van het eigen vermogen) van 85 %.

Op basis van een kapitaalkost van 9,5 % en de variërende lange termijn groeiratio tussen de 0,5 % en 1,5 % levert de DCF-waardering een eigen vermogenswaarde tussen de EUR 57 miljoen en 61 miljoen op per 31 maart 2015. Opgemerkt dient te worden dat de vork vastgelegd werd door enkel de lange termijn groeipercentage (“*terminal growth rate*”) in rekening te brengen, ten einde de vork te verkleinen, aangezien de kapitaalkost op een conservatieve wijze werd geraamd.

Gemiddeld (TGR: 1 %, WACC: 9,5 %), vertegenwoordigt de eindwaarde 51,3 % van de ondernemingswaarde.

Tabel 30: Sensitiviteit op de DCF-waarderingsmethode (in miljoenen euro)

		Enterprise value			Equity Value (1)			Equity Value per Share (2)		
		Long term growth rate			Long term growth rate			Long term growth rate		
		0.50%	1.00%	1.50%	0.50%	1.00%	1.50%	0.75%	1.00%	1.25%
Discount rate	9.25%	73	76	78	59	61	64	16.7	17.4	18.2
	9.50%	71	74	76	57	59	61	16.1	16.8	17.5
(WACC)	9.75%	69	72	74	55	57	59	15.6	16.2	16.9

Note: (1) Net debt (DCF) slightly differs from Normalized net debt (valuation purpose) as it excludes net DTA, already reflected in the future cash flows

(2) Number of shares based on Contribution Agreement

(ii) *Ruilverhouding op basis van de DCF-waarderingsmethode.*

De Ruilverhouding, berekend aan de hand van de DCF-waarderingsmethode, leidt tot een uitgifte tussen de 2,9 miljoen en de 3,7 miljoen nieuwe aandelen van Greenyard Foods naar aanleiding van de inbreng van de Peatinvest onderneming.

Tabel 31: Greenyard Foods - Peatinvest Ruilverhouding

Valuation method	Greenyard's implied equity value	Peatinvest's implied equity value	Peatinvest Relative Weight (1)	Implied Greenyard's share issuance (in million of shares)
Discounted cash flows	250 - 279	57 - 61	13.3% - 16.4%	2.9 - 3.7
Midpoint	265	59	14.9%	3.3
Retained Exchange Ratio	322	60	15.7%	3.5
Premium/(discount) to mid	21.7%	1.7%		6.5%

Note: (1) Peatinvest equity value / Peatinvest equity value + Greenyard equity value), assuming exercise of warrants

3.2.7. *Niet-weerhouden waarderingsmethoden.*

Zie onderdeel 2.10. voor de niet-weerhouden waarderingsmethoden.

* *

 *

LAZARD

Strictly Confidential

Greenyard Foods NV
Skaldenstraat 7c
9042 Sint-Kruis-Winkel
Belgium
Attn: The Board of Directors

Brussels, May 12, 2015

Dear Members of the Board:

We understand that Greenyard Foods NV (the "Company") intends to acquire all of the shares of FieldLink NV ("FieldLink") and Peatinvest NV ("Peatinvest"), as more specifically described below (the "Acquisition"), on the terms and subject to the conditions of a Partial Demerger and Contribution Agreement entered into by and among the Company, the shareholders of FieldLink and Peatinvest and certain other parties on May 8, 2015 (the "Agreement").

Pursuant to the Agreement, the Acquisition would be achieved by the following transactions:

- (a) a partial demerger of De Weide Blik NV ("DWB") by which all shares of FieldLink held by DWB (representing 95.4% of the share capital of FieldLink) and a debt owed by DWB to FieldLink in the amount of EUR 2,436,901 will be transferred to the Company;
- (b) a contribution of the remaining shares of FieldLink (representing 4.6% of its share capital) held by Stichting Administratiekantoor FieldLink to the share capital of the Company; and
- (c) a contribution of all of the shares of Peatinvest to the share capital of the Company;

in exchange for 25,513,065 shares to be issued by the Company (the "Consideration"). Under the terms of the Agreement, the contributions and transfers described above are conditional upon one another.

In addition, under the terms of the Agreement, Gimv NV, Adviesbeheer Gimv-XL NV and Gimv-XL Partners Invest Comm.V. (collectively, "Gimv-XL") will subscribe, by the exercise of existing warrants, for a total of 2,400,000 shares to be issued by the Company, against payment in cash of the warrant exercise price of EUR 10.66 per share (the "Warrant Exercise"). We understand that the Warrant Exercise will be completed prior to or contemporaneously with the Acquisition.

LAZARD

The Agreement also contemplates a secondary sale of shares of the Company by Gimv-XL and Deprez Holding NV for an aggregate targeted amount of EUR 150,000,000, through a private placement among qualified institutional investors or a block trade with a third-party investor (the “Secondary Sale”).

Please be advised that, while certain provisions of the Agreement are summarized herein, the terms of the Acquisition are more fully set forth in the Agreement.

You have requested the opinion of Lazard SPRL (“Lazard”) as of the date hereof as to the fairness, from a financial point of view, to the Company of the Consideration for the Acquisition.

This opinion is not rendered in the context of Article 524 of the Belgian Company Code. We understand that a committee of independent directors of the Company, assisted separately by BNP Paribas Fortis and Eubelius, issued a report on the terms of the Acquisition pursuant to the aforesaid Article 524. The financial analyses and assumptions on which this opinion has been based may differ from or lead to different results, in whole or in part, as compared to the financial analyses and assumptions used by said committee and its advisers in issuing its report.

In connection with this opinion, we have:

- (i) reviewed the financial terms and conditions set forth in the Agreement;
- (ii) reviewed certain historical business and financial information relating to the Company, FieldLink and Peatinvest and their respective subsidiaries (collectively, the “Companies”), including (x) the audited consolidated financial statements of the Company for the financial years ending on March 31 of each of the years 2012, 2013 and 2014; (y) the audited consolidated financial statements of FieldLink for the financial years ending on December 31 of each of the years 2012, 2013 and 2014, as well as unaudited interim financial information for the period from January 1 through March 31, 2015; and (z) the audited consolidated financial statements of Peatinvest for the financial years ending on September 30 of each of the years 2012, 2013 and 2014, as well as unaudited interim financial information for the period from October 1, 2014 through March 31, 2015;
- (iii) reviewed the Long Range Plan (2015E-2020E) for the Company dated November 14, 2014, the Long Range Plan (2015E-2020E) for FieldLink dated March 3, 2015, and the Long Range Plan (2015E-2019E) for Peatinvest dated February 2, 2015, provided to us by the senior management respectively of the Company, FieldLink and Peatinvest, as well as extrapolations of such forecasts for the years 2021-2023E, reviewed by the senior management of the Company and FieldLink;
- (iv) held discussions with members of the senior management of the Company, FieldLink and Peatinvest with respect to the business and prospects of the Companies and reviewed with them prospective synergies anticipated by them to be realized from the Acquisition;
- (v) reviewed historical stock prices and trading volumes of the shares of the Company;

LAZARD

- (vi) reviewed the financial terms of certain business combinations involving companies in lines of businesses we believe to be generally relevant in evaluating the businesses of the Companies and specifically in the fresh, frozen and canned fruits and vegetables industries and the growing media industry;
- (vii) reviewed certain due diligence reports prepared by the financial, tax and legal advisors of the Company, FieldLink and Peatinvest and provided to us by the Company (the “Due Diligence Reports”); and
- (viii) conducted such other financial studies, analyses and investigations as we deemed appropriate, it being understood that we have not been provided with any documents showing the *pro forma* impact of the Acquisition on the Company.

For purposes of this opinion, we have assumed and relied upon, without independent verification, the accuracy and completeness of all of the foregoing information, including, without limitation, all the financial and other information and reports provided to or discussed with us and all statements made to us. We have not undertaken any independent investigation or appraisal of such information, reports or statements. We have not provided, obtained or reviewed on your behalf any specialist advice, including, without limitation, legal, accounting, actuarial, environmental, information technology or tax advice, and, accordingly, this opinion does not take into account the possible implications of any such specialist advice. The engagement conferred upon Lazard did not, among others, include the conduct of any due diligence or accounting review of financial or other information concerning any of the Companies.

In preparing our opinion, we have further assumed that:

- (1) the valuation of assets and liabilities and the profit and cash-flow forecasts, including future capital expenditure projections, made by the managements, respectively, of each of the Company, FieldLink and Peatinvest are fair and reasonable. We have not independently investigated, valued or appraised any of the assets or liabilities (contingent or otherwise) or the solvency or fair value of any of the Companies, and we have not been furnished with any such valuation or appraisal. With respect to the financial forecasts and projections utilized in our analyses, we have assumed, with the Company’s consent, that they have been reasonably prepared based on the best currently available estimates and judgments of the managements, respectively, of the Company, FieldLink and Peatinvest as to the future results of operations and financial condition and performance of the Companies, respectively, and we have assumed, with the Company’s consent, that such financial forecasts and projections, including the extrapolations thereof approved for our use by the senior management, are realistic and achievable in the amounts and at the times contemplated thereby. In addition, at the Company’s direction, we have assumed that after completion of the Acquisition, the share of trade receivables factored by FieldLink and its subsidiaries can be durably maintained substantially at the current level and on current terms. We assume no responsibility or liability for and express no view as to any such forecasts, projections or the assumptions on which they are based;
- (2) the Acquisition will be consummated on the terms and subject to the conditions set forth in the Agreement without any waiver or modification of any of its material terms or conditions;

LAZARD

- (3) all governmental, regulatory or other approvals, consents and waivers required in connection with the consummation of the Agreement or for the continuity of material contracts of any of the Companies have been or will be obtained without any reduction in the benefits of the Agreement or the Acquisition to the Company or any adverse effect on any of the Companies;
- (4) any and all exposures or potential liabilities of any of the Companies identified in the Due Diligence Reports have been appropriately dealt with pursuant to the terms the Agreement without any reduction in the benefits of the Acquisition to the Company or any adverse effect on any of the Companies;
- (5) no consideration has or will be paid by the Company or any of its subsidiaries for the Acquisition other than the Consideration.

Further, this opinion is necessarily based on the financial, economic, monetary, market and other conditions as in effect on, and the information available to us as of, the date hereof. Events or circumstances occurring after the date hereof (including changes in laws and regulations) may affect this opinion and the assumptions used in preparing it, and we do not assume any obligation to update, revise or reaffirm this opinion. We further note that the current volatility in the credit and financial markets may or may not have an effect on the Companies and we are not expressing any opinion as to the effects of such volatility on the Companies.

We are acting as financial advisor to the Company in connection with the Acquisition and will receive a fee for our services, a portion of which is payable upon delivery of this opinion and a significant portion of which is contingent upon completion of the Acquisition. Lazard or other companies of the Lazard Group may in the future provide financial advisory services to the Companies, and/or Gimv NV or the Companies' other shareholders for which they may receive customary fees. In addition, certain companies of the Lazard Group may trade in the shares and other securities of the Company for their own account and for the accounts of their customers, and accordingly, may at any time hold a long or short position in such securities, and may also trade and hold securities on behalf of the Companies.

This opinion is being provided solely for the benefit of the Board of Directors of the Company (in its capacity as such) in connection with, and for the purposes of, its consideration, in its sole independence of judgment, of the Acquisition, and is not on behalf or for the benefit of, and shall not confer rights or remedies upon, any shareholder of the Company, FieldLink or Peatinvest or any of their respective shareholders or directors, or any other person. This opinion may not be used or relied upon for any purpose by any person other than the Board of Directors of the Company.

This opinion addresses only the fairness to the Company as of the date hereof, from a financial point of view, of the Consideration for the Acquisition. This opinion does not address any other aspect or implication of the Acquisition, including, without limitation, any legal, tax, regulatory or accounting matters, the form or structure of the Acquisition, the allocation of the Consideration pursuant to the Agreement or any other agreements or arrangements entered into in connection with the Acquisition, including, without limitation, the Warrant Exercise or the Secondary Sale.

LAZARD

Lazard expresses no opinion as to the business decision of the Company or its Board of Directors to pursue (or not to pursue) any business strategy or to effect (or not to effect) the Acquisition or any other transaction. This opinion does not address the relative merits of the Acquisition as compared to any alternative transaction or strategy that might be available to the Company. This opinion is not intended to and does not constitute a recommendation as to how any shareholder of the Company should vote or act with respect to any matter relating to the Acquisition. Lazard does not express any opinion as to the price at which the shares of the Company may trade at any time.

This opinion is confidential and may not be disclosed, referred to or communicated by you, in whole or in part, to any third party for any purpose whatsoever without our prior written authorization. This opinion is subject to the engagement letter entered into between the Company and Lazard on April 13, 2015.

This opinion is issued in the English language and, if any translations of this opinion may be delivered, they are provided only for ease of reference and have no legal effect, and we make no representation as to, and accept no liability in respect of, the accuracy of any such translation.

This opinion shall be governed and construed in accordance with the laws of the Kingdom of Belgium.

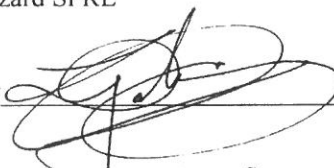
Based on and subject to the foregoing, we are of the opinion, as of the date hereof, that Consideration is fair, from a financial point of view, to the Company for the Acquisition.

In accordance with our engagement letter, we are furnishing a copy of this opinion to the committee of independent directors of the Company.

Very truly yours,

Lazard SPRL

By



WOUTER GABRIËLS
MANAGING DIRECTOR

Greenyard Foods Groep – belangrijke pro-forma gecombineerde financiële cijfers

	Greenyard	Univeg	Peatinvest	Gecombineerd*	Vergoedingen aandeelhouder S	GIMV warrants	Gecombineerd
Netto verkoop, zoals gerapporteerd	635,4	3 310,5	66,3	4 012	-	-	4 012
<i>Netto verkoop voortgezette activiteiten</i>	635,4	3 241,3	66,3	3 943	-	-	3 943
REBITDA	62,6	76,9	8,5	148	2,4 ⁽¹⁾	-	150
Netto financiële schuld	235,9	166,5	17,8	420	-	(25,1) ⁽²⁾	395
Capex, zoals gerapporteerd	31,5	22,4	2,0	56	-	-	56
<i>Capex voortgezette activiteiten</i>	31,5	18,4	2,0	52	-	-	52
VTE's (circa)	2 289	5 550	330	8 169	-	-	8 169
Leverage	3,2x	2,2x	2,1x	2,8x	-	-	2,6x

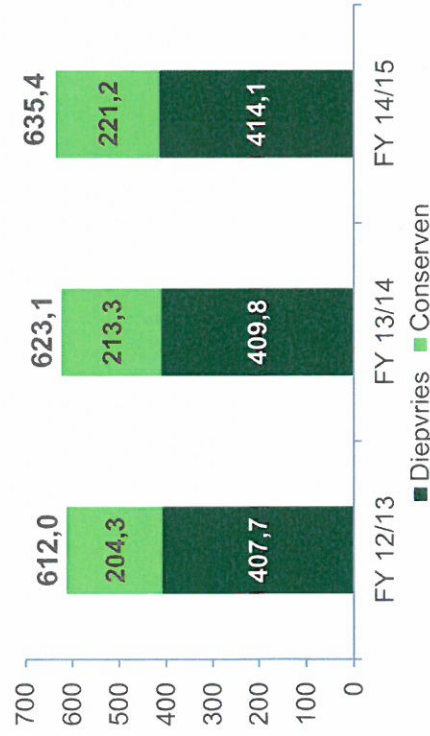
* Voor rapporteringsdoeleinden

Opmerkingen:

- (1) Vergoedingen voor het management en aandeelhouders hebben betrekking op Univeg en Peatinvest en zullen in de toekomst worden stopgezet
- (2) Uitoefening door Gimv van warrants resulteert in een kapitaalverhoging van EUR 25,1m (netto)
- (3) Leverage van Greenyard Foods is exclusief de gesubordineerde Gimv lening van EUR 37,1m

Historische Financiële Samenvatting Greenyard Foods

Omzet (in € m)



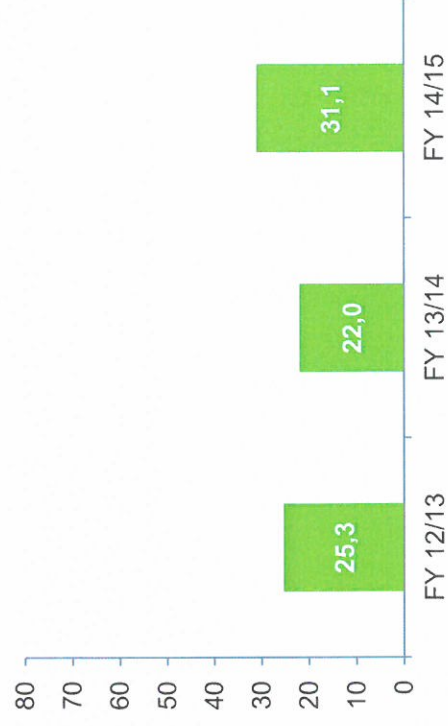
REBITDA (in € m)



Capex (in € m)



Vrije REBITDA (in € m)⁽¹⁾

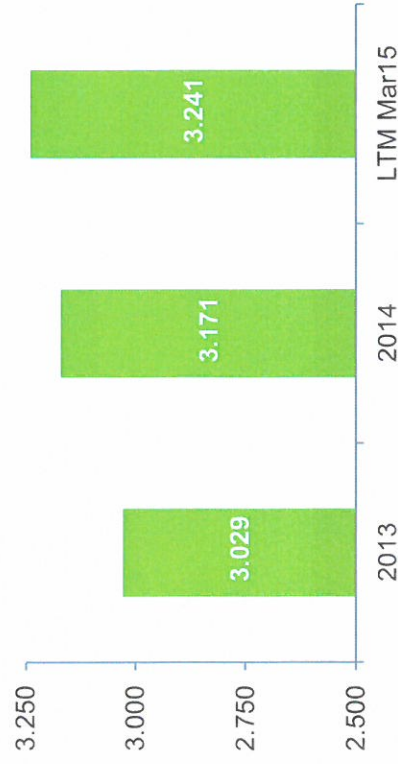


Opmerking: alle financiële cijfers bevatten enkel voortgezette activiteiten

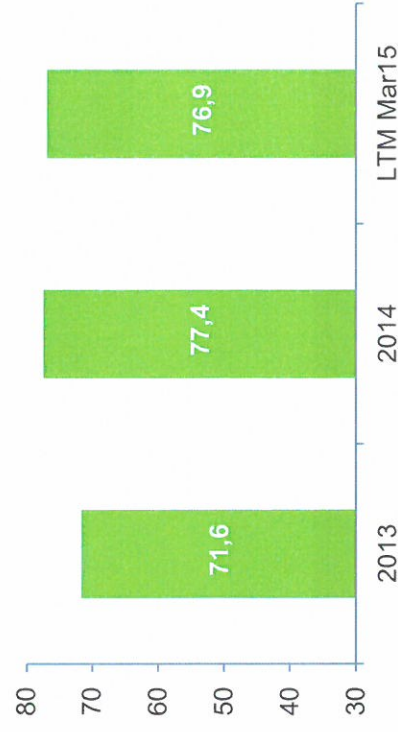
(1) Vrije REBITDA is gedefinieerd als REBITDA min Capex. REBITDA is gedefinieerd als EBITDA aangepast voor niet-recurrente gegevens; EBITDA is gedefinieerd als EBIT plus afschrijvingen en waardeverminderingen

Historische Financiële Samenvatting Univeg

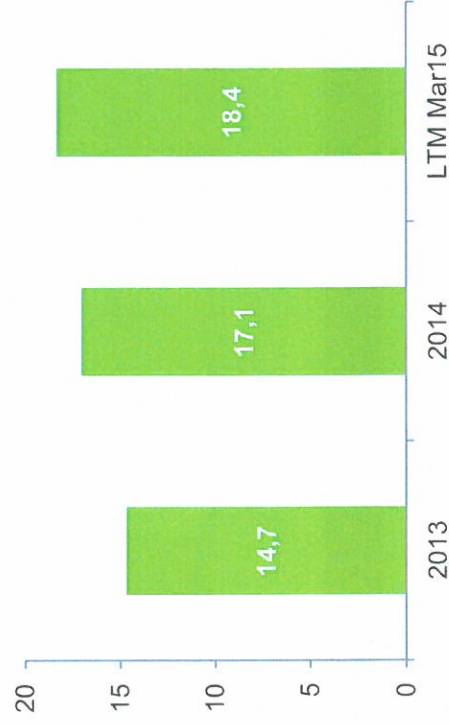
Omzet (in € m)



REBITDA (in € m)



Capex (in € m)



Vrije REBITDA (in € m)⁽¹⁾



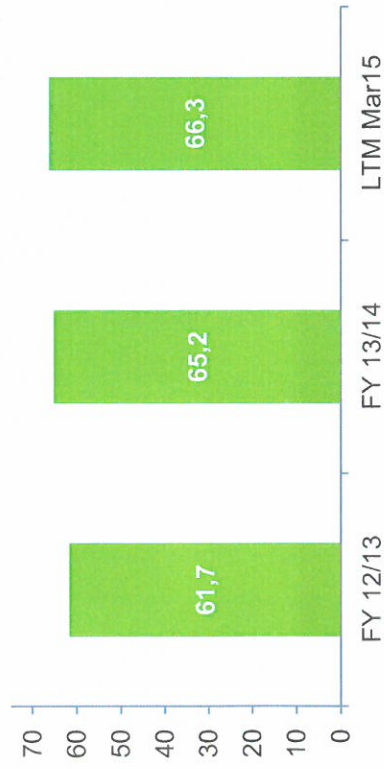
Opmerking: alle financiële cijfers bevatten enkel de voortgezette activiteiten

Opmerking: FY13 en FY14 zijn geauditeerd. LTM Mar 15 is niet geauditeerd

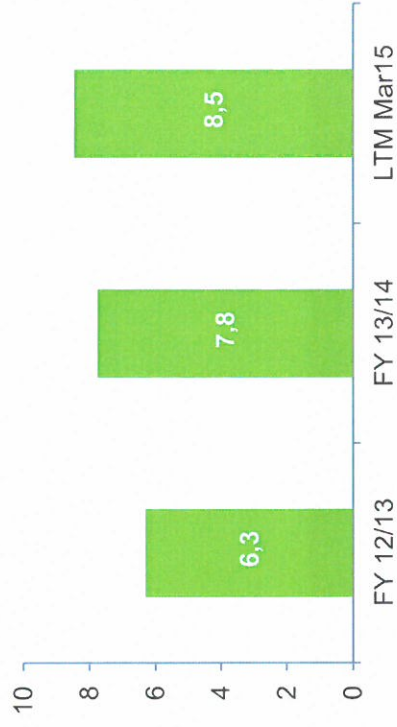
(1) Vrije REBITDA is gedefinieerd als REBITDA min Capex; REBITDA is gedefinieerd als EBITDA aangepast voor niet-recurrente gegevens; EBITDA is gedefinieerd als EBIT plus afschrijvingen en waardeverminderingen

Historische Financiële Samenvatting Peatinvest

Omzet (in € m)



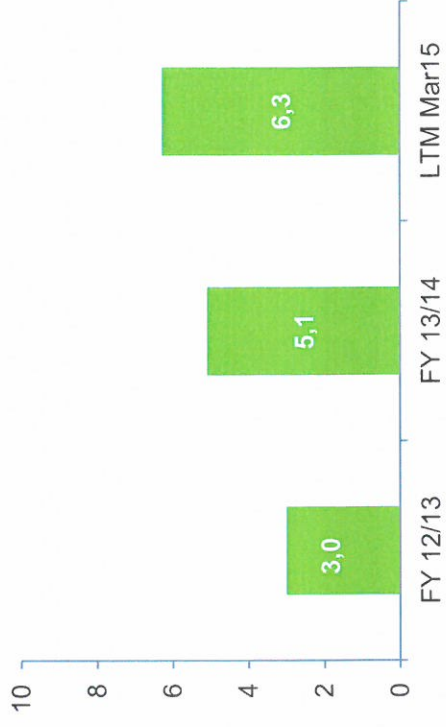
REBITDA (in € m)



Capex (in € m)



Vrije REBITDA (in € m)⁽¹⁾

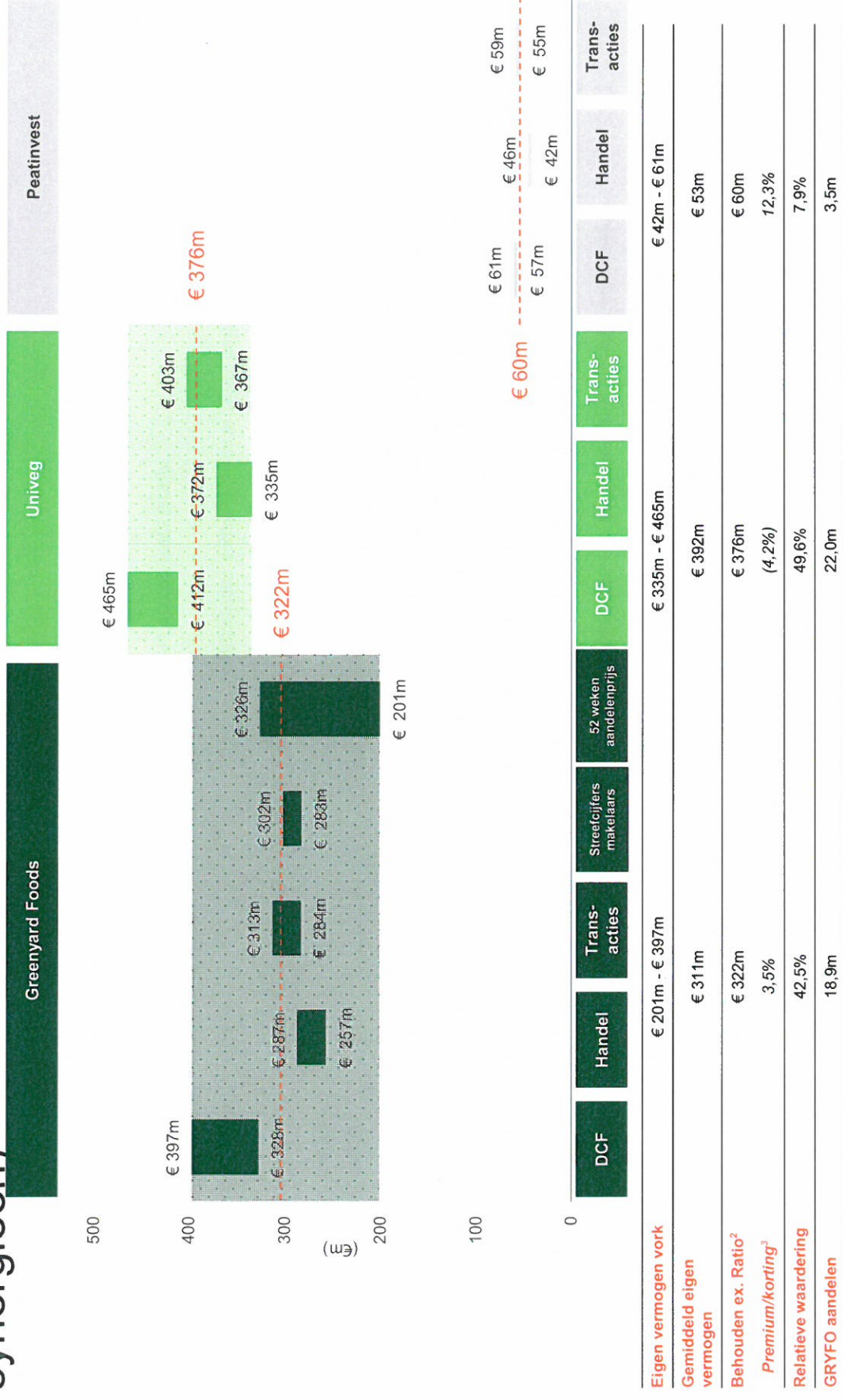


Opmerking: Alle financiële cijfers bevatten enkel de voortgezette activiteiten

Opmerking: BEGAAP financiële cijfers zijn gealigneerd met IFRS

(1) Vrije REBITDA is gedefinieerd als REBITDA min Capex; REBITDA is gedefinieerd als EBITDA aangepast voor niet-recurrente gegevens; EBITDA is gedefinieerd als EBIT plus afschrijvingen en waardeverminderingen

Eigen vermogen overzicht – standalone waardering (excl. synergieën)¹



Bron: Greenyard Foods NV/SA

¹ Neemt de strategische waarde van de transactie, die een aanzienlijke toegevoegde waarde zou kunnen betekenen, niet in aanmerking

² Totale eigen vermogen waarde van € 757,6m, wat correspondeert met een ondernemingswaarde van € 1.224,8m rekening houdend met een genormaliseerde netto financiële schuld van € 467,2m

³ Premium/korting versus gemiddelde van de eigen vermogen vork

Greenyard Foods Groep – voorlopige¹ pro forma balans 31/3/15

In € m	FY 14/15	FY 14/15
Materiële vaste activa	357,7	Eigen vermogen
Immateriële vaste activa	159,0	
Goodwill	604,6	Voorzieningen voor pensioenen en soortgelijke verplichtingen
Financiële vaste activa	0,2	Andere voorzieningen
Natuurlijke activa	19,9	Uitgestelde belastingen
Investerings in deelnemingen	5,3	Leningen
Uitgestelde belastingvorderingen	20,6	Andere te betalen bedragen (LT)
Vorderingen op lange termijn (>1 year)	27,4	
Vaste activa	1 194,8	Schulden op lange termijn
Voorraden	302,0	Leningen
Vorderingen	335,1	Andere te betalen bedragen (KT)
Cash bij de banken en in bezit	143,6	Handelsschulden
Natuurlijke activa	0,2	Ontvangen voorschotten op contracten
Andere financiële activa	20,3	Bezoldigingen, sociale lasten en te betalen belastingen
Activa die te koop worden aangeboden	11,6	
Vlottende activa	812,8	Schulden op korte termijn
Totaal van de activa	2 007,6	Totaal van de passiva
		2 007,6

¹Voorlopige balans zoals opgesteld op 11 mei 2015