



KPMG Advisory
Deal Advisory
Luchthaven Brussel Nationaal 1K
1930 Zaventem
Belgium

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

ARKimedes-Fonds NV
Oude Graanmarkt 63
1000 Brussel

T.a.v. Dhr. Jan Alexander

12 september 2018

Analyse voor ARK-F in het kader van de vereffening van ARK-F en de mogelijkheid voor aandeelhouders om beroep te doen op de Gewestwaarborg

1. Introductie

Zoals beschreven in onze opdrachtbrief van 23 juli 2018 (de “Opdrachtbrief”) heeft ARKimedes-Fonds NV (hierna “ARK-F” of “u”) KPMG Deal Advisory, een afdeling van KPMG Advisory Burg. CVBA (hierna “KPMG Deal Advisory”, “KPMG” of “wij”) gevraagd waarderingsadvies te verlenen in het kader van de geplande vereffening van ARK-F.

ARK-F werd op 8 juni 2005 door PMV en ARKimedes Management NV, de beheerder van ARK-F, opgericht onder de vorm van een naamloze vennootschap (NV) voor bepaalde duur met een startkapitaal van €1,2 miljoen. ARK-F heeft haar maatschappelijke zetel op de Hooikaai 55, 1000 Brussel.

De activiteiten van ARK-F bestaan in hoofdorde uit het nemen van kapitaalparticipaties in de als ARKIV's erkende professionele risicokapitaalverschaffers die op hun beurt tot ARKinvesteringen overgaan.

Via een publieke emissie heeft ARK-F bij oprichting in totaal €110 miljoen opgehaald (in oktober 2005) bestaande uit:

- €75 miljoen aandelenkapitaal, vertegenwoordigd door 300.000 aandelen aan een prijs van €250 per aandeel
- Een obligatielening op twaalf jaar van €35 miljoen.

Bij de publieke emissie van de aandelen en de obligatielening werden aan de aandeelhouders en obligatiehouders de volgende voordelen toegekend:

- Belastingvoordeel op hun investering
- Kapitaalsgarantie van 90% voor de aandeelhouders en van 100% voor de obligatiehouders (“Gewestwaarborg”).

Ten laatste op 31 december 2018 zou ARK-F in vereffening gaan omwille van het bereiken van de bepaalde duur. Men heeft besloten om ARK-F reeds vóór het jaareinde in vrijwillige vereffening te laten gaan. Het resterende actief, na uitbetaling van de schulden, wordt daarna uitgekeerd aan de aandeelhouders. ARK-F heeft haar verplichtingen met betrekking tot de obligatielening met eigen middelen kunnen nakomen op einddatum 12 oktober 2017 zonder daarvoor beroep te moeten doen op de Gewestwaarborg.



ARKimedes-Fonds NV

Analyse voor ARK-F in het kader van de vereffening van ARK-F en de mogelijkheid voor aandeelhouders om beroep te doen op de Gewestwaarborg

12 september 2018

Teneinde het uitwinningproces van de Gewestwaarborg voor de aandelen praktisch te kunnen realiseren, dient er drie maanden na de ontbinding reeds een voorlopige vaststelling te gebeuren op basis van een voorlopig rapport van een onafhankelijke commissaris. In de voorlopige vaststelling dient de onafhankelijke commissaris zich uit te spreken of het bedrag dat in het kader van de vereffening aan de aandeelhouders wordt uitgekeerd binnen de zes maanden na de beslissing tot ontbinding van ARK-F vermeerderd met het bedrag van de kapitaaluitkeringen tijdens de looptijd van ARK-F (samen de "Kapitaaluitkeringen") lager zal zijn dan 90% van de uitgifteprijs van de aandelen. Op basis van deze vaststelling kan de uitwinningprocedure dan gestart worden.

De aandeelhouders zullen in het najaar van 2018 de keuze hebben tussen (i) ofwel aandeelhouder blijven tijdens de looptijd van de vereffening tot en met de effectieve sluiting van de vereffening en uitkering van de liquidatiebonus, (ii) ofwel hun aandelen in te ruilen tegen de gewestwaarborg van 225 euro per aandeel verminderd met het bedrag van €72,18 per aandeel dat op 14 september 2018 als voorschot op de liquidatiebonus uitgekeerd zal worden aan de aandeelhouders.

Dit rapport is opgemaakt in overeenstemming met de Opdrachtbrief. Bijgevolg mag het niet als bruikbaar beschouwd worden door of voor een andere partij dan de geadresseerde van het rapport of voor enig ander doel dan uiteengezet in de Opdrachtbrief. Wij aanvaarden wat betreft de inhoud van ons rapport geen enkele aansprakelijkheid ten aanzien van enige derde partijen.

2. Scope en beperkingen scope

In dit kader werd KPMG Deal Advisory gevraagd om zich op basis van een analyse van de mogelijke realisatiewaarde van ARK-F uit te spreken of de Kapitaaluitkeringen lager (zullen) zijn dan 90% van de uitgifteprijs van de aandelen.

De voornaamste activa die in dit kader dienden te worden gewaardeerd (in termen van mogelijke realisatiewaarde) zijn de onderliggende portefeuillebedrijven en andere financiële activa van de ARKIV's waarin ARK-F heeft geïnvesteerd.

We wensen op te merken dat een 'feitelijke' waarde niet kan worden bepaald. De berekende waarde van een onderneming is afhankelijk van de verwezenlijking van de inschattingen van het management en de kwaliteit van de assumpties waarop deze gebaseerd zijn. Bovendien zal de subjectieve waarde van een onderneming vanuit het standpunt van verschillende partijen resulteren in een prijs, die het resultaat zal zijn van onderhandelingen.

De waardering van de ARKIV's waarin ARK-F heeft geïnvesteerd, is gebeurd op basis van ramingen omtrent toekomstige resultaten van de ARKIV's. Rekening houdende met de onzekerheid die inherent verbonden is aan toekomstprojecties, garandeert noch confirmeert onze waardering de verwezenlijking van deze geraamde resultaten.

Onze waarderingsanalyse (voorlopige vaststelling) is gebaseerd op informatie die ons beschikbaar is gesteld tot 21 augustus 2018.

De analyse is meerbepaald gebaseerd op informatie ontvangen van ARK-F, voornamelijk:

- i. Semestriële waarderingsverslagen van ARK-F;
- ii. Jaarrekeningen, jaarverslagen, kwartaalrapporten en kerncijfers van de verschillende ARKIV's waarin ARK-F heeft geïnvesteerd;
- iii. Verslagen van de Raad van Bestuur van de verschillende ARKIV's waarin ARK-F heeft geïnvesteerd;
- iv. Informatie omtrent de verschillende participaties van de ARKIV's waarin ARK-F heeft geïnvesteerd;

Verder werd er gebruikt gemaakt van informatie aangeleverd via e-mailverkeer en telefonische gesprekken met de beheerders en/of vereffenaars van de ARKIV's waarin ARK-F heeft geïnvesteerd.

KPMG Deal Advisory heeft de verkregen informatie niet geverifieerd en vertrouwt op ARK-F management en de fondsbeheerders/vereffenaars dat de aangeleverde informatie nauwkeurig is, een correcte weergave is en bijgevolg een betrouwbare basis is voor de waardeanalyse. ARK-F heeft bevestigd dat zij niet op de hoogte is van andere relevante informatie die een effect zou kunnen hebben op de waardeanalyse.

Hoewel we in het kader van onze opdracht advies leveren aan ARK-F over zaken die relevant zijn voor de aandeelhouders van ARK-F, ligt de verantwoordelijkheid om aandeelhouders de keuze te bieden tussen (i) ofwel aandeelhouder te blijven tijdens de looptijd van de vereffening tot en met de effectieve sluiting van de vereffening en uitkering van de liquidatiebonus, (ii) ofwel hun aandelen inruilen tegen de gewestwaarborg van 225 euro per aandeel verminderd met het bedrag van een eventueel voorschot op de liquidatiebonus ontvangen door de aandeelhouders, uitsluitend bij ARK-F zelf.

Tevens ligt de verantwoordelijkheid voor de keuze die de aandeelhouders van ARK-F maken (i of ii), enkel bij de aandeelhouders zelf. Onze analyse mag dus niet aanzien worden als een aanbeveling van KPMG Deal Advisory aan de aandeelhouders van ARK-F. Elke partij die zich zonder de formele voorafgaande goedkeuring van KPMG Deal Advisory op dit rapport of op enig deel daarvan wil beroepen, doet dat geheel op eigen risico.

3. Waarderingsanalyse

Het doel van deze waarderingsanalyse was om de beheerders/vereffenaars van ARK-F meer inzicht te geven in de mogelijke realisatiewaarde van ARK-F en dan voornamelijk aan te geven of er een mogelijkheid bestaat dat deze realisatiewaarde boven de 225 euro per aandeel zal liggen (inclusief het voorschot op de liquidatiebonus van €72,18).

Om de mogelijke realisatiewaarde per aandeel van ARK-F te bepalen, hebben we de methode van het gecorrigeerde nettoactief geselecteerd, aangezien de waarde van ARK-F gedreven wordt door zijn participaties in de verschillende ARKIV's. De waarde van deze ARKIV's is dan weer voornamelijk afhankelijk van de investeringen die deze ARKIV's nog aanhouden. Op basis hiervan hebben we deze methode zowel voor ARK-F als voor de ARKIV's toegepast.

Bij het inschatten van de mogelijke realisatiewaarde van ARK-F hebben we er ook rekening mee gehouden dat er een (al dan niet beperkte) kans is dat een of

meerdere van de resterende participaties van de ARKIV's nog een aanzienlijke meerwaarde zouden kunnen opleveren.

De volgende stappen werden hierbij doorlopen:

- I. Voor elk van de ARKIV's hebben we het nettoactief gecorrigeerd voor:
 - de verwachte realisatiewaarde van de participaties. Er zijn participaties waarvoor de realisatiewaarde (relatief) goed in te schatten is, terwijl er ook participaties zijn waar er nog relatief grote onzekerheid is omtrent de realisatiewaarde, bijvoorbeeld omdat dit afhankelijk is van de resultaten van bijkomend onderzoek en verdere productontwikkeling (biotech & high-tech participaties).
 - In het eerste geval, hebben we, op basis van gesprekken met de vereffenaars of beheerders van de relevante ARKIV, één waarde weerhouden als mogelijke realisatiewaarde.
 - Indien het andere geval, hebben we gewerkt met een kansverdeling om de verwachte realisatiewaarde van de participatie in te schatten. Dit is bijvoorbeeld gebeurd voor de biotechparticipaties.
 - uitstaande vorderingen (leningen) die al dan niet nog geïnd zullen worden
 - niet in de balans opgenomen rechten en verplichtingen (m.n. inschatting van nog te ontvangen escrow bedragen)
 - de ingeschatte resterende beheers- en vereffeningskosten
- II. Het nettoactief van ARK-F werd aangepast op basis van de geschatte realisatiewaarde van hun aandeel in elke ARKIV om tot de verwachte realisatiewaarde van ARK-F te komen (inclusief toekomstige beheers- en vereffeningskosten).
- III. De bekomen realisatiewaarde van ARK-F werd vervolgens gedeeld door het aantal uitstaande aandelen in ARK-F om tot een realisatiewaarde per aandeel te komen.

We merken op dat we, gegeven de context en het doel van onze analyse geen rekening gehouden hebben met eventuele belastingen die zouden verschuldigd zijn op meerwaarden, escrows, dividenden of kapitaalsuitkeringen. Tevens hebben wij noch rekening gehouden met belastinglatenties op niveau van ARK-F, noch geanalyseerd of deze relevant zijn).

4. Conclusie

Het doel van onze opdracht was om de beheerders/vereffenaars van ARK-F meer inzicht te geven in de mogelijke realisatiewaarde van ARK-F en dan voornamelijk vast te stellen of er een kans bestaat dat deze realisatiewaarde (inclusief tussentijdse kapitaalsuitkeringen) boven het gewaarborgd bedrag van 225 euro per aandeel zou liggen.

Op basis van de door ons uitgevoerde waarderingsanalyse concluderen we dat het zeer onwaarschijnlijk is dat de realisatiewaarde (inclusief de tussentijdse kapitaalsuitkeringen) boven de 225 euro per aandeel zal liggen.

We wensen te benadrukken dat de verantwoordelijkheid voor de keuze die de aandeelhouders van ARK-F op basis van deze conclusie maken bij de aandeelhouders zelf ligt.