

Due diligence verslag
Waardering Exequtes
16 december 2013

Inhoud

1.	Algemeen.....	3
1.1.	Doel, omvang en voorwerp van de studie.....	3
1.2.	Toetsing van de bevindingen	3
1.3.	Ontvangen informatie.....	3
2.	Voorstelling Exequates Holding NV.....	4
3.	Voorstelling waardering Exequates Holding NV	5
4.	Overzicht historische cijfers en tussentijdse resultaten.....	6
4.1.	ABO-ERG Group.....	6
4.2.	ABO Nederland	6
4.3.	ABO Group België	7
5.	Analyse business plannen en assumpties	11
5.1.	Methodiek	11
5.2.	Algemeen overzicht.....	11
5.3.	Bedrijfsstrategie	12
5.4.	ABO-ERG Group.....	12
5.5.	ABO Nederland	13
5.6.	ABO Group België	14
6.	Analyse financieel-technische assumpties.....	15
6.1.	NOPAT.....	15
6.2.	Afschrijvingen.....	15
6.3.	Investerings	15
6.4.	Verdisconteringsvoet	16
6.5.	Groeivoet.....	16
6.6.	Netto-financiële schuld	16
6.7.	Scenario-analyse	16
6.8.	Vergelijking met benchmark.....	17
6.9.	Vergelijking met recente transactie	17
7.	Samenvatting	18
8.	Bijlage 1 – Business Plan individuele dochterbedrijven	19
9.	Bijlage 2 – Strategie Arcadis.....	23

1. Algemeen

1.1. Doel, omvang en voorwerp van de studie

De studie van het informatiedossier en de bevestigende due diligence kaderen in de intentie tot de realisatie van een reverse take over door Exequates Holding NV (hierna "Exequates") van Thenergo NV (hierna "Thenergo"). In dat kader werd door Exequates een waardebeoordeling van haar activiteiten overgemaakt aan Thenergo. Emerio BVBA (hierna "Emerio") werd gevraagd een analyse te maken van de vooropgestelde waardering.

In dit verslag beperken we ons tot het opstellen van 'factual findings', zijnde een reeks van objectieve vaststellingen omtrent de vennootschappen uit de Exequates holding. Er wordt hierbij hoofdzakelijk gekeken naar de historische cijfers en de tussentijdse cijfers per 31 oktober 2013 en hoe deze zich verhouden tot de vooropgestelde verwachte cijfers voor de komende jaren.

1.2. Toetsing van de bevindingen

Dit factual findings rapport is vertrouwelijk en bedoeld voor de vennootschap Thenergo, de Raad van Bestuur van Thenergo of enige andere met deze laatste verbonden vennootschappen. Emerio aanvaardt geen verantwoordelijkheid in verband met of voortvloeiend uit de inhoud van dit rapport dan ten aanzien van onze opdrachtgever. Indien anderen wensen te steunen op de inhoud van dit rapport, doen zij dit op hun eigen verantwoordelijkheid. Wij blijven uiteraard ter beschikking voor bijkomende toelichting bij ons rapport.

1.3. Ontvangen informatie

Deze studie en due diligence zijn uitgevoerd aan de hand van het waarderingsvoorstel dat ons door het management van Exequates ter beschikking werd gesteld. Bij de opmaak van dit factual findings rapport zijn wij onder andere uitgegaan van de correctheid, volledigheid en authenticiteit van de overgemaakte informatie en documentatie, alsook van de conformiteit van de kopieën met het origineel. Het huidige factual findings rapport is dan ook beperkt tot een analyse van de ons overgemaakte informatie en weergave van de voornaamste bevindingen in kader daarvan. De ontvangen informatie bestond uit:

- Voorstelling van Exequates
- Commerciële informatie van de vennootschappen binnen de groep
- De neergelegde jaarrekeningen van de vennootschappen binnen de groep voor de boekjaren 2010, 2011 en 2012
- De tussentijdse cijfers van de vennootschappen per 31 oktober voor de boekjaren 2011, 2012 en 2013
- De gebudgetteerde jaarcijfers van de vennootschappen voor de boekjaren 2013, 2014 en 2015

Daarnaast werden ook diverse meetings met het management georganiseerd.

De analyse werd uitgevoerd door Nico Daminet, zaakvoerder Emerio BVBA.

Contactgegevens:

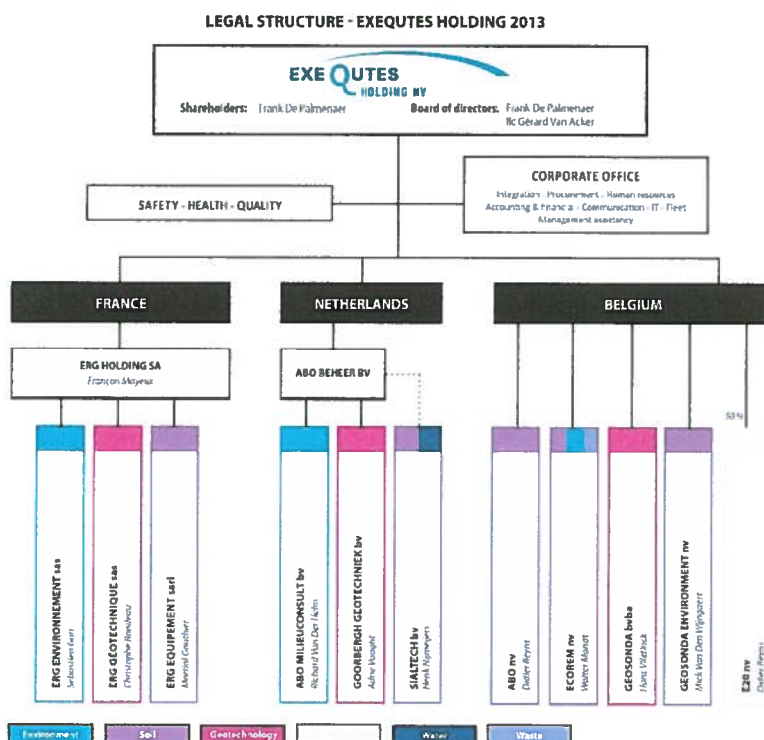
Emerio BVBA
Kouterstraat 24
B-9500 Geraardsbergen
GSM: (+32) 0494 066 489
Email: nico@emerio.be

2. Voorstelling Exequates Holding NV

De Exequates-groep staat voor **EX**perts **ENV**ironment **QU**ality **TE**chnical **EN**gineering **SO**il. Via ABO nv, Exequates ABO nv, Ecorem nv, ABO-Milieuconsult bv, E20 nv, ERG sa en BTI vzw, biedt de groep multidisciplinaire expertise aan rond bodem- en milieubeheer, geotechniek, technische inspecties, veiligheidscoördinatie en energie. Meer informatie over de groep: www.exequates.eu



dDoor een aantal overnames en organische groei is Exequates uitgegroeid tot een speler actief in België, Nederland en Frankrijk. De legale structuur van Exequates ziet er als volgt uit:



CONFIDENTIAL INFORMATION FOR INTERNAL USE ONLY

3. Voorstelling waardering Exequates Holding NV

Het management maakte volgende waardering over, enkel gebaseerd op een Discounted Cash Flow-methode.

WAARDERING				2013	2014	2015
				EST	EST	EST
NOPAT				1.087.365	1.422.010	1.800.764
Afschrijvingen				1.722.500	1.894.750	2.084.225
Operationele cashstroom				2.809.865	3.316.760	3.884.989
Investeringsbudget				1.400.000	1.515.000	1.665.000
				1	2	3
Vrije kasstroom				1.409.865	1.801.760	2.219.989
				1.070	1.145	1.225
Verdisconteerde CF 2013-2015				1.317.630	1.573.727	1.812.172
CF 2013-2015			4.703.529			
TV	0%		25.888.172			
Enterprise value			30.591.701			
				EV	5.751.520	kostprijs 10%
Netto financiële schulden			5.693.243	VV	5.693.243	4%
					11.444.763	
WAARDERING			24.898.458	WACC		7,0%

We noteren hierbij dat er geen andere waarderingsmethodieken dan een Discounted Cash Flow model werden gebruikt door het management van Exequates. Andere methodieken zouden onder andere kunnen zijn:

- Netto-actief waarde
- Trade multiples
- Market multiples

De beperking van het gebruik van enkel de Discounted Cash Flow-methode is dat er uitsluitend rekening wordt gehouden met toekomstige cijfers, weliswaar gebaseerd op historische trends en een business plan, maar die nog gerealiseerd moeten worden. Verder in dit document beschrijven we onze bevindingen rond de diverse assumpties van enerzijds het business plan en anderzijds een aantal financieel-technische componenten van het Discounted Cash Flow model.

4. Overzicht historische cijfers en tussentijdse resultaten

Dit hoofdstuk beschrijft enerzijds de historische jaarcijfers van de diverse vennootschappen alsook de tussentijdse cijfers per 31/10 van de jaren 2011, 2012 en 2013. Hierbij werd dan gekeken hoe de cijfers per 31/10 van jaar X zich verhouden tot de jaarcijfers van jaar X om op die manier een inschatting te maken van de haalbaarheid van het budget 2013, gezien de seizoensgevoeligheid van een aantal activiteiten. We achtten deze analyse belangrijk omdat het boekjaar 2013 het startpunt is van de neergelegde waardering.

4.1. ABO-ERG Group

ABO-ERG Group omvat de activiteiten van Exequates in Frankrijk met als bedrijven ABO-ERG Environment SAS, ABO-ERG Géotechnique SAS en ABO-ERG Equipement SARL.

De tabel hieronder geeft een overzicht van de historische cijfers en de tussentijdse cijfers per 31 oktober voor de drie meest recente periodes. Daaruit merken we dat de omzet gerealiseerd per 31 oktober ten opzichte van het volledige jaar in 2013 (76,2%) achterblijft ten opzichte van 2012 (84,0%) en 2011 (83,3%). Tevens stellen we vast dat de rendabiliteit een dalende trend heeft. Deze beide factoren kunnen resulteren in het niet halen van het vooropgestelde doel in 2013.

Historische cijfers ABO-ERG Group

	2010	2011	2012	2013
Bedrijfsopbrengsten	11 180 649	12 864 237	14 025 857	15 428 443
Bedrijfskosten	10 750 632	12 527 845	13 228 751	14 611 402
Directe kosten	401 649	417 045	527 285	539 995
Diensten en diverse goederen	4 641 746	5 430 823	5 844 986	6 479 946
Personeelskosten	4 632 216	5 540 255	5 711 490	6 357 185
Afschrijvingen	773 617	776 682	700 373	771 422
Andere	301 404	363 040	444 617	462 853
Bedrijfswinst	430 017	336 392	797 106	817 041
Financiële opbrengsten	49 157	8 846	31 151	
Intrestlasten	58 033	44 586	39 775	
Uitzonderlijke opbrengsten	108 034	703 919	166 323	
Uitzonderlijke kosten	117 015	324 731	106 159	
Belastingen	140 782	236 238	310 486	269 623
Nettoresultaat	271 378	443 602	538 160	547 417

Tussentijdse cijfers ABO-ERG Group

in EUR	2011	2012	2013	31/10/2011	31/10/2012	31/10/2013
Omzet	12 864 237	14 025 857	15 428 443	10 712 000	11 784 590	11 750 890
Bedrijfswinst	336 392	797 106	817 041	332 740	517 370	309 180
in % van de omzet	2.6%	5.7%	5.3%	3.1%	4.4%	2.6%
EBITDA	1 113 074	1 497 479	1 588 463	653 540	846 670	629 180
in % van de omzet	8.7%	10.7%	10.3%	6.1%	7.2%	5.4%

4.2. ABO Nederland

ABO Nederland omvat de activiteiten van ABO Milieuconsult BV, Goorbergh Geotechniek BV en Sialtech BV. Sialtech BV is echter niet opgenomen in deze cijfers en dus ook niet in de geconsolideerde cijfers en prognoses (realiseerde in 2012 een netto-resultaat van EUR 56 037).

De tabel hieronder geeft een overzicht van de historische cijfers van ABO Nederland en de tussentijdse cijfers per 31 oktober 2012 en 2013. De tussentijdse cijfers tonen aan dat er een forse terugval is wat betreft de realisatie van de omzet per 31 oktober 2013. Per 31 oktober 2012 werd 80,3% van de totale jaaromzet gerealiseerd in vergelijking met 60,3% per 31 oktober 2013. Op basis daarvan lijken de verwachtingen op omzet niveau zeer hoog. De impact op niveau van bedrijfswinst in de totale groep (EUR -4859 per 31 oktober 2013) is echter minimaal zodat de impact op de waardering relatief beperkt zal zijn.



ABO Nederland

	2010	2011	2012	2013
Bedrijfsopbrengsten	2 000 446	2 088 607	1 719 719	1 719 719
Bedrijfskosten	2 082 182	2 205 504	1 771 860	1 738 941
Directe kosten	436 149	485 054	479 736	481 521
Diensten en diverse goederen	454 825	474 678	328 932	275 155
Personeelskosten	1 093 659	1 164 094	900 778	922 074
Afschrijvingen	97 549	81 678	62 414	60 190
Andere	0	0	0	0
Bedrijfswinst	-81 736	-116 897	-52 141	-19 222
Financiële opbrengsten	0	0	0	0
Intrestlasten	14 076	32 484	32 148	0
Uitzonderlijke opbrengsten	0	0	0	0
Uitzonderlijke kosten	0	0	0	0
Belastingen	1 580	-2 634	-2 200	0
Nettoresultaat	-97 392	-146 747	-82 089	-19 222

Tussentijdse cijfers ABO Nederland

Goorbergh Geotechniek		
in EUR	31/10/2012	31/10/2013
Totale bedrijfsopbrengsten	384 836	343 083
Bedrijfswinst	30 736	29 097
in % van totale bedrijfsopbrengsten	8,0%	8,5%
EBITDA	32 947	30 448
in % van totale bedrijfsopbrengsten	8,6%	8,9%
ABO Milieconsult		
in EUR	31/10/2012	31/10/2013
Totale bedrijfsopbrengsten	1 042 449	693 158
Bedrijfswinst	-100 157	-33 956
in % van totale bedrijfsopbrengsten	-9,6%	-4,9%
EBITDA	-77 015	-22 657
in % van totale bedrijfsopbrengsten	-7,4%	-3,3%
ABO Nederland		
in EUR	31/10/2012	31/10/2013
Totale bedrijfsopbrengsten	1 432 285	1 036 241
Bedrijfswinst	-69 421	-4 859
in % van totale bedrijfsopbrengsten	-4,8%	-0,5%
EBITDA	-44 068	7 791
in % van totale bedrijfsopbrengsten	-3,1%	0,8%

4.3. ABO Group België

ABO Group België omvat de activiteiten van ABO NV, Ecorem NV, Geosonda BVBA, Geosonda Milieu NV en E20 NV.

De tabel hieronder geeft een overzicht van de historische cijfers en het budget voor het huidig boekjaar van de Belgische activiteiten, met een uitsplitsing van de bedrijfsopbrengsten en de bedrijfswinst per bedrijf.

ABO Group België

in EUR	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Bedrijfsopbrengsten	12 514 873	14 343 723	14 416 571	15 432 279	15 202 377	16 445 918
Bedrijfskosten	11 970 527	14 249 170	14 972 826	14 580 597	14 790 194	15 692 392
Directe kosten	3 460 632	4 156 061	4 682 375	4 367 730	4 426 327	4 658 806
Diensten en diverse goederen	2 649 529	3 329 344	3 235 312	3 064 804	3 259 603	3 282 366
Personeelskosten	5 372 102	6 307 856	6 325 291	6 464 932	6 366 793	7 093 592
Afschrijvingen	421 754	374 621	547 197	608 564	534 100	527 281
Andere	66 510	81 287	182 650	74 567	203 370	130 348
Bedrijfswinst	544 346	94 553	-556 255	851 682	412 183	753 525
Financiële opbrengsten	83 761	144 805	126 361	152 844	191 143	0
Intrestlasten	284 491	283 572	176 396	261 463	218 297	0
Uitzonderlijke opbrengsten	1 090 233	53 004	23 804	30 917	22 833	0
Uitzonderlijke kosten	6 184	45	6 367	18 789	9 058	0
Belastingen	97 607	19 429	45 666	113 219	129 082	122 672
Nettoresultaat	1 330 059	-10 683	-634 520	641 972	269 722	630 853

Detail bedrijfsopbrengsten en bedrijfswinst

Bedrijfsopbrengsten (in EUR)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ABO NV	7 266 455	7 040 293	6 212 408	6 418 216	5 856 211	6 441 833
Ecorem NV	5 248 418	5 406 635	6 024 787	6 079 502	6 236 144	6 547 951
Geosonda Group	0	1 486 837	1 991 991	2 648 619	2 758 913	3 034 804
E20	0	409 957	187 385	285 942	351 108	421 330
Totaal	12 514 873	14 343 723	14 416 571	15 432 279	15 202 377	16 445 918
Bedrijfswinst (in EUR)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ABO NV	273 101	14 988	-454 449	431 979	81 742	213 028
Ecorem NV	271 245	88 663	123 515	363 183	354 461	371 734
Geosonda Group	0	48 413	-196 474	61 357	-35 645	108 472
E20	0	-57 511	-28 846	-4 837	11 626	60 291
Totaal	544 346	94 553	-556 255	851 682	412 183	753 525
Bedrijfswinst (in %)	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ABO NV	3,8%	0,2%	-7,3%	6,7%	1,4%	3,3%
Ecorem NV	5,2%	1,6%	2,1%	6,0%	5,7%	5,7%
Geosonda Group	n.r.	3,3%	-9,9%	2,3%	-1,3%	3,6%
E20	n.r.	-14,0%	-15,4%	-1,7%	3,3%	14,3%
Totaal	4,3%	0,7%	-3,9%	5,5%	2,7%	4,6%

De tabel hieronder geeft een overzicht van de maandelijkse omzetten van ABO NV voor de periode 2008-2013. Hierbij merken we op dat de totale omzet gegenereerd over de maanden januari tot oktober de laatste jaren in stijgende lijn was tot een piek van 84,5% in 2012 maar dat er een forse daling is voor het huidig boekjaar. Indien we de cijfers van 2013 niet in rekening nemen, dus met andere woorden de totale omzetten gegenereerd over de maanden januari tot oktober voor de jaren 2008 tot en met 2012 bedraagt deze coëfficiënt 80,2%. We kunnen dus concluderen dat:

1. Er ten opzichte van het gemiddelde voor het huidige boekjaar een achterstand is (78,6% in 2013 ten opzichte van 80,2%)
2. Er een forse daling is in de omzet gegenereerd in de periode januari tot oktober in 2013 (78,6% ten opzichte van 84,5% in 2012 en 81,1% in 2011)

Op basis van deze cijfers bestaat volgens ons de kans dat het budget niet gehaald wordt op omzetniveau.

OVERZICHT MAANDELIJKE OMZETTEN ABO NV 2008-2013

	jan	feb	mrt	apr	mei	jun	jul	aug	sep	okt	nov	dec	Totaal	YTD okt
2008	543 611.44	551 826.03	595 466.51	585 463.21	573 817.84	815 301.59	499 875.23	425 141.11	555 338.02	561 557.27	859 843.42	824 117.06	7 391 358.73	77.2%
	7%	7%	8%	8%	8%	11%	7%	6%	8%	8%	12%	11%		
2009	886 241.49	377 156.15	777 609.14	604 876.26	576 048.81	907 559.06	328 403.70	449 835.89	547 498.70	466 136.51	763 309.78	619 315.60	7 303 991.09	81.1%
	12%	5%	11%	8%	8%	12%	4%	6%	7%	6%	10%	8%		
2010	343 901.86	410 693.31	504 202.69	537 707.88	710 517.10	460 602.30	226 672.70	644 926.80	681 996.23	499 000.55	712 335.39	719 337.63	6 451 894.44	77.8%
	5%	6%	8%	8%	11%	7%	4%	10%	11%	8%	11%	11%		
2011	403 479.84	457 095.22	554 347.89	456 701.37	589 589.10	505 197.51	506 712.04	455 945.78	527 949.96	520 970.42	578 298.93	581 149.97	6 137 438.03	81.1%
	7%	7%	9%	7%	10%	8%	8%	7%	9%	8%	9%	9%		
2012	450 490.00	430 138.00	497 537.00	586 541.00	465 494.00	434 110.00	375 525.00	420 162.00	546 634.00	539 026.00	458 954.00	410 573.00	5 615 184.00	84.5%
	8%	8%	9%	10%	8%	8%	7%	7%	10%	10%	8%	7%		
2013	419 759.00	417 415.00	557 264.00	493 898.00	452 194.00	499 381.00	343 660.00	504 706.00	419 587.00	553 733.00	641 361.00	626 091.00	5 929 049.00	78.6%
	7%	7%	9%	8%	8%	8%	6%	9%	7%	9%	10.8%	10.6%		
	3 047 483.63	2 644 323.71	3 486 427.23	3 265 187.72	3 367 660.85	3 622 151.46	2 280 848.67	2 900 717.58	3 279 003.91	3 140 423.75	4 014 102.52	3 780 584.26	38 828 915.29	
	7,85%	6,81%	8,98%	8,41%	8,67%	9,33%	5,87%	7,47%	8,44%	8,09%	10,34%	9,74%		79.9%

De tabel hieronder geeft een overzicht van de rendabiliteit van ABO NV per 31/10 van de jaren 2011/2012 en 2013 alsook de rendabiliteit voor de volledige boekjaren 2011/2012 en de verwachtingen voor het boekjaar 2013. We concluderen dat de vooropgestelde marges voor het volledige boekjaar 2013 tussen de gerealiseerde marges van 2011 en 2012 liggen en dat de tussentijdse cijfers per 31/10/2013 comfort geven dat de vooropgestelde doelstelling gehaald kan worden.

ABO NV						
in EUR	31/10/2011	31/10/2012	31/10/2013	FY 2011	FY 2012	FY 2013
Totale bedrijfsopbrengsten	5 365 003	4 900 924	4 659 404	6 418 216	5 856 211	6 441 833
Bedrijfswinst	370 162	-110 472	143 899	431 979	81 742	213 028
in % van totale bedrijfsopbrengsten	6.9%	-2.3%	3.1%	6.7%	1.4%	3.3%
EBITDA	473 007	-41 383	207 905	544 843	179 941	341 865
in % van totale bedrijfsopbrengsten	8.8%	-0.8%	4.5%	8.5%	3.1%	5.3%

De tabel hieronder geeft een overzicht van de maandelijkse omzetten van Ecorem NV voor de periode 2008-2013. Hierbij merken we op dat de totale omzet gegenereerd over de maanden januari tot oktober de laatste jaren in dalende lijn was met een sterke stijging voor het huidige boekjaar. Indien we de cijfers van 2013 niet in rekening nemen, dus met andere woorden de totale omzetten gegenereerd over de maanden januari tot oktober voor de jaren 2008 tot en met 2012 bedraagt deze coëfficiënt 79,1%. We kunnen dus concluderen dat:

1. Er ten opzichte van het gemiddelde voor het huidige boekjaar een voorsprong is (80,4% in 2013 ten opzichte van 79,1%)
2. Er een forse stijging is in de omzet gegenereerd in de periode januari tot oktober in 2013 (80,4% ten opzichte van 75,5% in 2012 en 76,9% in 2011)

Op basis van deze cijfers bestaat volgens ons de kans dat het budget wel gehaald wordt op omzetniveau

OVERZICHT MAANDELIJKE OMZETTEN ECOREM 2008-2013

	jan	feb	mrt	apr	mei	jun	jul	aug	sep	okt	nov	dec	Totaal	YTD okt
2008	264 743.98	293 003.00	445 802.50	454 892.06	340 402.49	504 464.27	284 363.52	477 373.37	560 902.23	490 793.98	425 945.34	658 476.26	5 201 163.00	79.2%
	5%	6%	9%	9%	7%	10%	5%	9%	11%	9%	8%	13%		
2009	183 571.49	425 319.11	608 999.69	507 790.32	358 050.35	540 744.82	291 090.80	389 169.03	479 691.57	550 199.60	472 383.70	546 728.37	5 353 738.85	81.0%
	3%	8%	11%	9%	7%	10%	5%	7%	9%	10%	9%	10%		
2010	178 902.09	371 564.90	688 575.35	486 011.84	408 997.07	649 602.21	594 678.28	595 702.28	459 410.58	455 121.03	623 339.00	464 130.30	5 976 034.93	81.8%
	3%	6%	12%	8%	7%	11%	10%	10%	8%	8%	10%	8%		
2011	192 058.15	502 189.07	597 716.80	526 033.76	441 644.25	537 465.06	407 247.41	412 126.26	524 099.19	502 216.02	679 659.32	711 934.20	6 034 389.49	76.9%
	3%	8%	10%	9%	7%	9%	7%	7%	9%	8%	11%	12%		
2012	383 276.73	389 550.29	641 231.84	437 449.24	419 754.11	561 670.04	356 709.40	482 347.95	563 088.88	485 213.90	763 620.51	752 231.11	6 236 144.00	75.7%
	6%	6%	10%	7%	7%	9%	6%	8%	9%	8%	12%	10%		
2013	325 020.74	462 917.00	462 788.56	468 523.40	580 512.17	552 160.95	616 385.80	506 971.60	642 778.59	618 572.59	624 000.00	652 800.00	6 513 431.40	80.4%
	5%	7%	7%	7%	8%	8%	9%	8%	10%	9%	10%	10%		
	1 527 573.18	2 444 543.37	3 445 114.74	2 880 700.62	2 549 360.44	3 346 107.35	2 550 475.21	2 863 690.49	3 229 971.04	3 102 117.12	3 588 947.87	3 786 300.24	35 314 901.67	
	4,33%	6,92%	9,76%	8,16%	7,22%	9,48%	7,22%	8,11%	9,15%	8,78%	10,16%	10,72%		79.1%

De tabel hieronder geeft een overzicht van de rendabiliteit van Ecorem NV per 31/10 van de jaren 2011/2012 en 2013 alsook de rendabiliteit voor de volledige boekjaren 2011/2012 en de verwachtingen voor het boekjaar 2013. We concluderen dat de vooropgestelde marges voor het volledige boekjaar 2013 tussen de gerealiseerde marges van 2011 en 2012 liggen en dat de tussentijdse cijfers per 31/10/2013 laten vermoeden dat deze gehaald kan worden.

Ecorem NV						
in EUR	31/10/2011	31/10/2012	31/10/2013	FY 2011	FY 2012	FY 2013
Totale bedrijfsopbrengsten	4 643 981	4 722 200	5 123 684	6 079 502	6 236 144	6 547 951
Bedrijfswinst	264 186	-45 795	228 163	363 183	354 461	371 734
in % van totale bedrijfsopbrengsten	5,7%	-1,0%	4,5%	6,0%	5,7%	5,7%
EBITDA	381 112	31 334	357 186	573 235	473 255	502 693
in % van totale bedrijfsopbrengsten	8,2%	0,7%	7,0%	9,4%	7,6%	7,7%

De tabel hieronder geeft een overzicht van de historische cijfers en respectievelijke tussentijdse cijfers per 31/10 van Geosonda BVBA en van Geosonda Environment NV. De tabel % analyse van de omzet en EBITDA geeft aan hoeveel % er op 31/10 van jaar X reeds gerealiseerd was van de finale cijfers van jaar X.

We merken dat:

1. De omzetverwachtingen voor Geosonda BVBA en voor Geosonda Environment NV optimistisch zijn voor het boekjaar 2013, gezien de vergelijking met de omzetrealisatie in de voorgaande jaren over dezelfde periode.
2. Op het vlak van EBITDA lijken de verwachtingen van Geosonda BVBA optimistisch, doch de impact is minimaal gezien de beperkte bijdrage tot de bedrijfswinst van de groep. Voor Geosonda Environment NV lijken de verwachtingen haalbaar in vergelijking met de voorgaande jaren.

Geosonda BVBA						
in EUR	31/10/2011	31/10/2012	31/10/2013	FY 2011	FY 2012	FY 2013
Totale bedrijfsopbrengsten	661 681	638 979	652 591	807 885	807 663	888 429
Bedrijfswinst	-14 851	-57 717	-91 254	9 240	-31 033	8 429
in % van totale bedrijfsopbrengsten	-2,2%	-9,0%	-14,0%	1,1%	-3,8%	0,9%
EBITDA	18 740	-23 877	-51 325	49 686	15 514	52 851
in % van totale bedrijfsopbrengsten	2,8%	-3,7%	-7,9%	6,2%	1,9%	5,9%

Geosonda Environment NV						
in EUR	31/10/2011	31/10/2012	31/10/2013	FY 2011	FY 2012	FY 2013
Totale bedrijfsopbrengsten	1 518 622	1 583 780	1 688 474	1 840 734	1 951 250	2 146 375
Bedrijfswinst	17 333	-45 443	46 539	52 117	-4 613	100 042
in % van totale bedrijfsopbrengsten	1,1%	-2,9%	2,8%	2,8%	-0,2%	4,7%
EBITDA	167 081	125 800	230 779	234 234	208 354	314 680
in % van totale bedrijfsopbrengsten	11,0%	7,9%	13,7%	12,7%	10,7%	14,7%

% analyse van de omzet	31/10/2011	31/10/2012	31/10/2013
Geosonda BVBA	81,9%	79,1%	73,5%
Geosonda Environment NV	82,5%	81,2%	78,7%

% analyse van de EBITDA	31/10/2011	31/10/2012	31/10/2013
Geosonda BVBA	37,7%	-153,9%	-97,1%
Geosonda Environment NV	71,3%	60,4%	73,3%

De tabel hieronder geeft een overzicht van de historische cijfers en de tussentijdse cijfers voor Energy To Zero Consult NV (E20). We merken op dat er een grote schommeling is in de omzetrealisatie per 31 oktober ten opzichte van het volledige jaar. Deze ratio bedroeg 67,3% in 2011 en 94,7% in 2012. Voor het huidige boekjaar werd per 31 oktober 2013 een omzet gerealiseerd van 59,2% ten opzichte van het vooropgestelde doel.

Energy To Zero Consult NV						
in EUR	31/10/2011	31/10/2012	31/10/2013	FY 2011	FY 2012	FY 2013
Totale bedrijfsopbrengsten	192 722	332 813	249 585	285 942	351 108	421 330
Bedrijfswinst	-5 222	27 733	4 319	-4 837	11 626	60 291
in % van totale bedrijfsopbrengsten	-2,7%	8,3%	1,7%	-1,7%	3,3%	14,3%
EBITDA	45 876	75 727	52 478	58 249	69 219	68 718
in % van totale bedrijfsopbrengsten	23,8%	22,8%	21,0%	20,4%	19,7%	16,3%

5. Analyse business plannen en assumpties

5.1. Methodiek

Voor de analyse van de business plannen en de bijhorende financiële verwachtingen zijn er management gesprekken en presentaties bijgewoond om een inzicht te krijgen in de activiteiten, de klantenportefeuille, het orderboek en de strategie. Daarnaast werd eerder in dit document een analyse weergegeven van de historische cijfers en het daaraan gekoppeld budget voor boekjaar 2013, dewelke als startbasis dienen om de haalbaarheid van de verwachte financiële cijfers te beoordelen.

5.2. Algemeen overzicht

De waardering die overgemaakt werd is gebaseerd op volgende geconsolideerde cijfers.

ExeQutes Holding NV - geconsolideerd						
in EUR	2010 ACTUAL	2011 ACTUAL	2012 ACTUAL	2013 EST	2014 EST	2015 EST
Bedrijfsopbrengsten	28 096 000	31 459 000	31 318 177	34 449 995	37 894 994	41 684 494
Bedrijfskosten	29 788 000	30 186 000	30 613 583	32 802 472	35 740 434	38 956 063
Directe kosten	4 167 000	3 754 000	3 445 514	3 789 499	4 168 449	4 585 294
Diensten en diverse goederen	8 374 000	8 815 000	9 714 514	10 151 667	10 710 008	11 459 709
Personeelskosten	13 317 000	14 479 000	14 479 508	16 067 307	17 792 376	19 538 301
Afschrijvingen	2 957 000	2 078 000	1 964 545	1 722 500	1 894 750	2 084 225
Afschrijvingen op consolidatieverschillen	80 000	88 000	58 985	38 000	38 000	38 000
Andere	893 000	972 000	950 516	1 033 500	1 136 850	1 250 535
Bedrijfswinst	-1 692 000	1 273 000	704 594	1 647 523	2 154 561	2 728 430
Optelsom bedrijven	-764 228	1 922 859	1 569 331	2 304 870	2 492 347	3 475 553
Financiële opbrengsten	156 000	164 000	194 338			
Financiële kosten	441 000	573 000	485 504			
Uitzonderlijke opbrengsten	1 979 000	1 159 000	1 364 275			
Uitzonderlijke kosten	601 000	423 000	341 486			
Belastingen	431 000	356 000	442 384	392 296	415 489	533 425
Aandeel van derden	-16 000	-10 000	4 957			
Geconsolideerd resultaat	-1 014 000	1 254 000	988 876	1 255 227	1 739 072	2 195 005
Optelsom FR + NL + BE	-460 534	938 827	725 793	1 159 049	1 240 418	1 664 474
Kosten tov Omzet	2010 ACTUAL	2011 ACTUAL	2012 ACTUAL	2013 EST	2014 EST	2015 EST
Directe kosten	14,8%	11,9%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Diensten en diverse goederen	29,8%	28,0%	31,0%	29,5%	28,3%	27,5%
Personeelskosten	47,4%	46,0%	46,2%	46,6%	47,0%	46,9%
Afschrijvingen	10,5%	6,6%	6,3%	5,0%	5,0%	5,0%
Afschrijvingen op consolidatieverschillen	0,3%	0,3%	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%
Andere	3,2%	3,1%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Bijkomende info						
Aantal FTE	277	279	279	304	330	355
Omzet / FTE	101 430	112 756	112 252	113 500	115 000	117 500
Kost / FTE	48 076	51 896	51 898	52 936	53 995	55 074

In bijlage 1 wordt tevens een overzicht gegeven van de onderliggende business plans van de dochterbedrijven. Er is echter geen reconciliatie te maken met de hierboven gepresenteerde cijfers (terug te vinden in lijn optelsom FR+NL+BE ten opzichte van geconsolideerd resultaat) omwille van een aantal redenen:

1. De niet-consolidatie van de holding zelf als enkelvoudige entiteit
2. Deconsolidatie van Pangaea Group per 31/12/2012 aan boekwaarde. Pangaea Group werd geconsolideerd in 2011 en daardoor ook behoefte aan vergelijkbare basis van 2010 en werden de volledige jaarcijfers meegenomen.
3. De niet-consolidatie van Sialtech BV
4. Het niet meerekenen van toekomstige M&A activiteiten (zie 5.3)

In het algemeen zijn de individuele business plannen opgesteld vanuit een bottom-up approach terwijl het geconsolideerde business plan vanuit een top-down benadering gemaakt is. Om toch een realiteitsanalyse van de verwachtingen te kunnen uitvoeren, werden de aparte entiteiten geanalyseerd.

5.3. Bedrijfsstrategie

De algemene strategie van Exequates is een omzetgroei te realiseren van 10% per jaar gecombineerd met een verbetering van de marges zoals hieronder weergegeven.

in EUR	2010 ACTUAL	2011 ACTUAL	2012 ACTUAL	2013 EST	2014 EST	2015 EST
Bedrijfsopbrengsten	28 096 000	31 459 000	31 318 177	34 449 995	37 894 994	41 684 494
Groei per jaar in %		12,0%	-0,4%	10,0%	10,0%	10,0%
Bedrijfswinst	-1 692 000	1 273 000	704 594	1 647 523	2 154 561	2 728 430
als percentage van de bedrijfsopbrengsten	-6,0%	4,0%	2,2%	4,8%	5,7%	6,5%

De geprojecteerde geconsolideerde omzetgroei van 10% per jaar zal gerealiseerd moeten worden op basis van een verwachte organische groei van 5% en een externe groei van 5%. Tijdens managementgesprekken werd er indicatie gegeven dat M&A projecten aan de gang zijn, maar er werden geen verdere details vrijgegeven.

Door een verdere integratie van de diverse bedrijven zullen er kostensynergiën ontstaan (bvb. Grote aankoopkracht bij leveranciers, licentiekosten, software, marketing en efficiëntere werking) die samen met een strikte focus op kostenbeheersing zullen moeten zorgen voor de stijging van de bedrijfswinst.

In de volgende paragrafen wordt er verder ingegaan op de individuele business plannen.

5.4. ABO-ERG Group

De tabel hieronder geeft het business plan voor de Franse activiteiten op vlak van omzet en bedrijfswinst.

in EUR	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bedrijfsopbrengsten	11 180 649	12 864 237	14 025 857	15 428 443	16 971 287	18 668 416
groei per jaar in %		15,1%	9,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Bedrijfswinst	430 017	336 392	797 106	817 041	828 816	893 406
als % van de bedrijfsopbrengsten	3,8%	2,6%	5,7%	5,3%	4,9%	4,8%

De strategie in Frankrijk is focus op autonome groei door nieuwe kantoren te openen waar Exequates vandaag nog niet aanwezig is (vb. Rijsel en Parijs). Daarnaast zal er opportunistisch gekeken worden naar M&A deals.

Een tweede focusgebied is om meer kruisbestuiving te krijgen tussen de activiteiten Geotechnique en Environment.

Een derde focusgebied is om langetermijncontracten af te sluiten bij klanten en meer diensten te kunnen aanbieden. Hieronder wordt een overzicht gegeven van de top 10 klanten per activiteit:

- Geotechnique:
 - 1 - Société du grand paris
 - 2 - Ville de Toulon
 - 3 - SNCF
 - 4 - HECLA
 - 5 - EDF SA
 - 6 - Marseille Provence Métropole
 - 7 - RTE
 - 8 - GRTGAZ
 - 9 - Ville de Cannes
 - 10- Réseau Ferré de France
- Environment:
 - 1 - GDF SUEZ
 - 2 - EATSEA-BF DELPIA
 - 3 - BRGM / D3E / 3SP
 - 4 - SNCF / RFF
 - 5 - EDF
 - 6 - SARL Aménagement Romain Rolland
 - 7 - ADEME
 - 8 - EPORA
 - 9 - EPF PACA
 - 10- Centre Hospitalier general Ajaccio

Tijdens managementgesprekken kwam naar voor dat voor de consultancyafdelingen er nu reeds een workload van 40 à 50% voor 2014 in de boeken staat, waardoor ook voor de monitoring en testing afdelingen reeds een dergelijke dekking kan gegarandeerd worden (20% van de 50% consultancy geeft bvb EUR 1.2 miljoen euro omzet op EUR 2 miljoen voorziene target Geosonda Milieu).

Op basis van de historische analyse weergegeven in hoofdstuk 4.1 is het niet uitgesloten dat de startbasis (boekjaar 2013) zal moeten herzien worden. Daarentegen kan het ook zijn dat door de sterke klantenportefeuille en de aangepaste strategie een grotere groei kan gerealiseerd worden dan de vooropgestelde 10%.

5.5. ABO Nederland

De tabel hieronder geeft het business plan weer voor de Nederlandse activiteiten op vlak van omzet en bedrijfswinst, exclusief Sialtech.

In EUR	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bedrijfsopbrengsten	2 000 446	2 088 607	1 719 719	1 719 719	1 805 705	1 895 990
groei per jaar in %		4,4%	-17,7%	0,0%	5,0%	5,0%
Bedrijfswinst	-81 736	-116 897	-52 141	-19 222	-9 349	26 840
als % van de bedrijfsopbrengsten	-4,1%	-5,6%	-3,0%	-1,1%	-0,5%	1,4%

De Nederlandse markt is een vrij moeilijke markt wat het ook niet eenvoudig maakt om een duidelijke strategie uit te werken. Daarom opteert het management voor een afwachtende houding. Niettemin worden de eerste stappen gezet naar diversificatie door bvb. ook in geluid actief te worden.

Een tweede aandachtspunt is de verdere ontwikkeling van Sialtech met activiteiten voor adviesbureaus zoals Tauw, Witteveer&Bos, Lievense, ERM, Sialtech zit nog niet in de consolidatie maar op een omzetcijfer van EUR 3 miljoen wordt een EBITDA-marge gegenereerd van 15-20%.

De groeiambities aangaande omzet als bedrijfsopbrengsten lijken ons realistisch.

5.6. ABO Group België

De tabel hieronder geeft het business plan voor de Belgische activiteiten op vlak van omzet en bedrijfswinst.

in EUR	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bedrijfsopbrengsten	12 514 873	14 343 723	14 416 571	15 432 279	15 202 377	16 445 918	17 810 551	19 303 970
groei in % per jaar		14,6%	0,5%	7,0%	-1,5%	8,2%	8,3%	8,4%
Bedrijfswinst	544 346	94 553	-556 255	851 682	412 183	753 525	836 440	1 277 654
als % van bedrijfsopbrengsten	4,3%	0,7%	-3,9%	5,5%	2,7%	4,6%	4,7%	6,6%

De strategie voor de Belgische activiteiten is gebaseerd op drie pilaren:

1. Diversificatie
 - a. Voor wat betreft ABO-activiteiten komt dit neer op het ontwikkelen van bijkomende diensten (bvb. asbest, sloop) en meer focus op bouwactiviteiten
 - b. Voor wat betreft Ecorem-activiteiten is dit vooral het binnenhalen van nieuwe referenties en internationale groei
2. Interne focus
 - a. Het samengaan van ABO en Ecorem
 - b. Een grotere commerciële focus
 - c. Meer marketingactiviteiten ontplooiën
3. M&A: Vooral richting Oost-Europa en Azië

De opgebouwde referentielijst en een aantal raamcontracten (zoals Eandis) moet zorgen voor een sterke basis om het bovenstaande te realiseren. Hieronder wordt een overzicht van een aantal referenties weergegeven:

- ABO/Ecorem: OVAM, De Lijn, Lidl, Waterwegen & Zeeland, Natuur & Bos, Carrefour, Deme, Delcredere, ... en diverse internationale overheidsorganisaties zoals Wereldbank, Asian Development Bank, overheid Vietnam, en diverse andere lokale overheden
- Geosonda: vele tijdelijke handelsverenigingen voor grote bouwwerken zoals de werken aan de R4 in Gent, Besix en daarnaast externe bureaus zoals Talboom, Aclagro, Grontmij, ...

Wat betreft de activiteiten van E20 zal er vooral gericht geprospecteerd worden naar industriële bedrijven zoals ABInbev, Lotus Bakeries en het schrijven van energieconvenanten wat een totale omzet van ongeveer EUR 400K oplevert, gespreid over een aantal jaar. Daarnaast wordt er ook intensief gewerkt op overheidsopdrachten voor scholen, overheidsgebouwen, ...

6. Analyse financieel-technische assumpties

In dit hoofdstuk worden de belangrijkste financieel-technische parameters van het aangeleverde Discounted Cash Flow model geanalyseerd.

WAARDERING			2013	2014	2015
			EST	EST	EST
NOPAT			1.087.365	1.422.010	1.800.764
Afschrijvingen			1.722.500	1.894.750	2.084.225
Operationele cashstroom			2.809.865	3.316.760	3.884.989
Investeringsbudget			1.400.000	1.515.000	1.665.000
Vrije kasstroom			1.409.865	1.801.760	2.219.989
			1,070	1,145	1,225
Verdisconteerde CF 2013-2015			1.317.630	1.573.727	1.812.172
CF 2013-2015		4.703.529			
TV	0%	25.888.172			
Enterprise value		30.591.701			
Netto financiële schulden		5.693.243	EV	5.751.520	kostprijs 10%
			VV	5.693.243	4%
				11.444.763	
WAARDERING		24.898.458	WACC		7,0%

6.1. NOPAT

De NOPAT is gebaseerd op de geconsolideerde bedrijfswinst, gecorrigeerd met een belastingsvoet van 34% wat ons correct lijkt.

6.2. Afschrijvingen

in EUR	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	ACTUAL	ACTUAL	ACTUAL	EST	EST	EST
Bedrijfsopbrengsten	28.096.000	31.459.000	31.318.177	34.449.995	37.894.994	41.684.494
Afschrijvingen	2.957.000	2.078.000	1.964.545	1.722.500	1.894.750	2.084.225
als % van de bedrijfsopbrengsten	10,5%	6,6%	6,3%	5,0%	5,0%	5,0%

De afschrijvingen lijken een normaal patroon te volgen, zeker gezien de investeringen die gerealiseerd waren in 2011 en 2012.

6.3. Investerings

in EUR	2010	2011	2012	2013	2014	2015
	ACTUAL	ACTUAL	ACTUAL	EST	EST	EST
Investerings	645.290	2.220.224	1.028.021	1.378.000	1.515.800	1.667.380
in % van geconsolideerde omzet	2,3%	7,1%	3,3%	4,0%	4,0%	4,0%

De investeringen lijken ons een gezonde evolutie te volgen om de verwachte omzetgroei te realiseren.

6.4. Verdisconteringsvoet

De verdisconteringsvoet waarmee gerekend wordt bedraagt 7%, (kost eigen vermogen van 10% en kost van netto financiële schulden van 4%) wat ons aanvaardbaar lijkt gezien de huidige financiële situatie alsook de stabiliteit van het bedrijf. In de scenarioanalyse geven we de impact weer van wijziging van de verdisconteringsvoet.

6.5. Groeivoet

De groeivoet werd in het voorgestelde waarderingsmodel op 0% gezet, wat ons zeer conservatief lijkt in het kader van de historiek en de groeistrategie van de groep. In de scenarioanalyse geven we de impact weer van wijziging van de groeivoet.

6.6. Netto-financiële schuld

De netto-financiële schuld wordt geraamd op EUR 5.693.243 (zie tabel hieronder) en houdt enkel rekening met de bancaire schulden.

in EUR	2010 ACTUAL	2011 ACTUAL	2012 ACTUAL
Financiële schuld	9 581 000	9 863 000	8 293 436
Cash positie	2 938 000	2 666 000	2 600 193
Netto financiële schuld	6 643 000	7 197 000	5 693 243

Een overzicht van de werkingsmiddelen:

Handelsvorderingen:	EUR 10.445.000
Leveranciers:	EUR 2.731.000
Belastingen en lasten:	EUR 4.635.000

Conclusie: er is een positief werkkapitaal zodat de berekening van de netto-financiële schuld ons correct lijkt.

We merken echter wel op dat de netto-financiële schuld berekend is op basis van cijfers per eind 2012. Gezien de forse investeringsprogramma's die bancair gefinancierd worden bestaat de mogelijkheid dat de netto-financiële schuld per 31/12/2013 afwijkt hiervan en dat er dus een impact kan zijn op de finale waardering, gezien deze geplande investeringen niet onmiddellijk bijdragen tot een verhoogde rendabiliteit.

6.7. Scenario-analyse

Op basis van de aangeleverde geconsolideerde cijfers en prognoses werd op de Discounted Cash Flow waardering een scenario-analyse uitgewerkt met wijzigende verdisconteringsvoet en groeivoet. De tabel hieronder geeft een overzicht weer van de resultaten:

Alle bedragen in EUR		Verdisconteringsvoet				
		6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%
Groeivoet	-1,0%	25 732 113	23 561 136	21 662 437	19 987 953	18 500 300
	-0,5%	27 780 405	25 311 436	23 172 580	21 301 926	19 652 129
	0,0%	30 170 078	27 331 014	24 898 458	22 791 095	20 947 937
	0,5%	32 994 238	29 687 188	26 889 856	24 493 003	22 416 519
	1,0%	36 383 229	32 471 757	29 213 154	26 456 743	24 094 899
	1,5%	40 525 330	35 813 240	31 958 869	28 747 773	26 031 490
	2,0%	45 702 956	39 897 274	35 253 727	31 455 354	28 290 848

6.8. Vergelijking met benchmark

Ter aanvulling werd een vergelijking gemaakt met een aantal beursgenoteerde bedrijven. In de tabel hieronder worden de resultaten van enkele multiples weergegeven:

	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Arcadis	1,1	0,8	0,7	10,3	9,7	8,1	13,5	12,7	10,2
Grontmij	0,5	0,4	0,4	22,6	12,6	8,3		18,7	12,8
Sweco	1,1	1,2	1,00	10,3	11,8	9,4	13,0	15,1	11,5
Exequates	0,4	0,9	0,8	4,3	9,1	7,6	16,2	18,6	14,2
Exequates	2012	2013	2014						
Enterprise Value	11 444 763	30 591 701	30 591 701						
Sales	31 318 177	34 449 995	37 894 994						
EBITDA	2 669 139	3 370 022	4 049 310						
EBIT	704 594	1 647 523	2 154 561						

Opmerkingen:

1. De multiples voor Arcadis, Grontmij en Sweco werden bekomen via Factsheet.
2. De Enterprise Value van Exequates voor 2012 werd berekend op basis van de optelsom van Eigen Vermogen + Netto financiële schuld, voor 2013 en 2014 werd de Enterprise Value genomen bekomen via de Discounted Cash Flow.

6.9. Vergelijking met recente transactie

16 Jul 2013 | Press release - Grontmij reaches agreement to divest French Monitoring & Testing business De Bilt – Grontmij N.V., a listed consulting & engineering company with strong European presence, today announces it has reached an agreement regarding the sale of the French Monitoring and Testing (M&T) business with a pool of investors led by Siparex, one of France's leading private equity investment specialists, and including Bpifrance Investissement, Cathay Capital and BNP Paribas Développement. The French M&T activities will be divested for an expected enterprise value of € 71 million.

Enterprise Value: EUR 71 miljoen
 Omzet: EUR 109,5 miljoen => EV / Sales = 0,65
 EBITA: EUR 9,3 miljoen => EV / EBITA = 7,63

7. Samenvatting

De opdracht bestond erin een analyse te maken van de voorgestelde waardering van Exequates en na te gaan of de gehanteerde assumpties realistisch zijn.

In dat kader heeft Emerio een analyse gemaakt van de historische jaarcijfers en de historische tussentijdse cijfers per 31 oktober om de haalbaarheid van het budget 2013 te verifiëren omdat deze als basis dienen voor de waardering.

In het kader van de waardering merken we op dat er ons enkel een Discounted Cash Flow waardering werd toegestuurd, zonder gebruik te maken van enige andere waarderingsmethodieken, wat gebruikelijk is in een waarderingsoefening. Gezien een Discounted Cash Flow waardering enkel uitgaat van toekomstige prognoses is dit een zeer moeilijk te onderbouwen verhaal. In dat kader hebben we diverse meetings gehad met het management om de business plannen en bijhorende strategieën toe te lichten, dewelke beschreven zijn in dit document. Daarnaast werden er ook diverse simulaties gemaakt op basis van de verdisconteringsvoet en de groeivoet om de mogelijke impact weer te geven.

Daarenboven hebben we enkele andere vergelijkingspunten trachten te maken zoals de multiples van de vergelijkbare beursgenoteerde bedrijven en recente transacties, wat eigenlijk buiten de scope van de opdracht is maar toch toegevoegd werd om een vergelijkingsbasis te kunnen aanleveren.

We merken ook op dat er geen reconciliatie mogelijk was tussen de dochterbedrijven en de geconsolideerde cijfers, wat ons onvoldoende comfort geeft bij de voorspellingen. Het management gaat uit van een omzetgroei van 10% per jaar en een verbetering in winstmarge. De omzetgroei van 10% bestaat uit 5% organische groei en 5% externe groei door overnames.

Daarbij merken we tevens op dat de netto-financiële schuld berekend is op basis van cijfers per eind 2012. Gezien de forse investeringsprogramma's die bancair gefinancierd worden bestaat de mogelijkheid dat de netto-financiële schuld per 31/12/2013 afwijkt hiervan en dat er dus een impact kan zijn op de finale waardering, gezien deze geplande investeringen niet onmiddellijk bijdragen tot een verhoogde rendabiliteit.

Indien de vooropgestelde prognoses gehaald worden, lijkt de Discounted Cash Flow waardering correct wat betreft assumpties en berekeningen. De assumpties werden tevens afgetoetst aan vergelijkbare spelers zoals Arcadis (zie bijlage 2).

Nico Damiet
Zaakvoerder Emerio BVBA

16/12/2013

8. Bijlage 1 – Business Plan individuele dochterbedrijven

ABO-ERG Group SAS

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bedrijfsopbrengsten	11.180.649	12.864.237	14.025.857	15.428.443	16.971.287	18.668.416
Bedrijfskosten	10.750.632	12.527.845	13.228.751	14.611.402	16.142.471	17.775.010
Directe kosten	401.649	417.045	527.285	539.995	593.995	593.995
Diensten en diverse goederen	4.641.746	5.430.823	5.844.986	6.479.946	7.127.941	7.840.735
Personeelskosten	4.632.216	5.540.255	5.711.490	6.357.185	7.062.833	7.846.807
Afschrijvingen	773.617	776.682	700.373	771.422	848.564	933.421
Andere	301.404	363.040	444.617	462.853	509.139	560.052
Bedrijfswinst	430.017	336.392	797.106	817.041	828.816	893.406
Financiële opbrengsten	49.157	8.846	31.151			
Intrestlasten	58.033	44.586	39.775			
Uitzonderlijke opbrengsten	108.034	703.919	166.323			
Uitzonderlijke kosten	117.015	324.731	106.159			
Belastingen	140.782	236.238	310.486	269.623	273.509	294.824
Nettoresultaat	271.378	443.602	538.160	547.417	555.307	598.582

ABO GROUP - BELGIE (geconsolideerd)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bedrijfsopbrengsten	12.514.873	14.343.723	14.416.571	15.432.279	15.202.377	16.445.918	17.810.551	19.303.970
Bedrijfskosten	11.970.527	14.249.170	14.972.826	14.580.597	14.790.194	15.692.392	16.974.111	18.026.316
Directe kosten	3.460.632	4.156.061	4.682.375	4.367.730	4.426.327	4.658.806	5.036.486	5.089.414
Diensten en diverse goederen	2.649.529	3.329.344	3.235.312	3.064.804	3.259.603	3.282.366	3.413.860	3.554.570
Personeelskosten	5.372.102	6.307.856	6.325.291	6.464.932	6.366.793	7.093.592	7.815.972	8.619.513
Afschrijvingen	421.754	374.621	547.197	608.564	534.100	527.281	574.410	626.098
Andere	66.510	81.287	182.650	74.567	203.370	130.348	133.383	136.721
Bedrijfswinst	544.346	94.553	-556.255	851.682	412.183	753.525	836.440	1.277.654
Financiële opbrengsten	83.761	144.805	126.361	152.844	191.143	0	0	0
Intrestlasten	284.491	283.572	176.396	261.463	218.297	0	0	0
Uitzonderlijke opbrengsten	1.090.233	53.004	23.804	30.917	22.833	0	0	0
Uitzonderlijke kosten	6.184	45	6.367	18.789	9.058	0	0	0
Belastingen	97.607	19.429	45.666	113.219	129.082	122.672	141.980	238.601
Nettoresultaat	1.330.059	-10.683	-634.520	641.972	269.722	630.853	694.460	1.039.052

Adviesbureau voor Bodemonderzoek NV

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bedrijfsopbrengsten	7.266.455	7.040.293	6.212.408	6.418.216	5.856.211	6.441.833	6.763.924	7.102.120
Bedrijfskosten	6.993.354	7.025.305	6.666.857	5.986.237	5.774.470	6.228.804	6.566.984	6.824.407
Directe kosten	1.442.442	1.953.329	1.826.066	1.972.134	1.828.441	1.932.550	2.029.177	2.029.177
Diensten en diverse goederen	1.740.268	1.556.013	1.515.377	1.158.623	1.122.082	1.122.082	1.144.524	1.167.414
Personeelskosten	3.484.001	3.294.033	3.012.496	2.730.493	2.675.697	2.995.336	3.208.004	3.435.773
Afschrijvingen	279.633	171.895	160.847	112.864	98.200	128.837	135.278	142.042
Andere	47.010	50.036	152.071	12.123	50.050	50.000	50.000	50.000
Bedrijfswinst	273.101	14.988	-454.449	431.979	81.742	213.028	196.940	277.714
Financiële opbrengsten	77.522	134.633	118.492	140.620	66.605			
Intrestlasten	207.560	182.885	74.684	83.350	51.009			
Uitzonderlijke opbrengsten	1.085.089	51.957	18.404	7.123	19.064			
Uitzonderlijke kosten	6.184	45	317	18.789	0			
Belastingen	185	13.185	125	157	174			
Nettoresultaat	1.221.784	5.463	-392.679	477.425	116.227	213.028	196.940	277.714

Ecorem NV

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bedrijfsopbrengsten	5.248.418	5.406.635	6.024.787	6.079.502	6.236.144	6.547.951	7.202.746	7.923.021
Bedrijfskosten	4.977.173	5.317.972	5.901.272	5.716.319	5.881.683	6.176.217	6.772.504	7.199.986
Directe kosten	2.018.190	1.932.671	2.385.391	1.879.676	2.067.595	2.160.824	2.376.906	2.376.906
Diensten en diverse goederen	909.261	1.039.719	1.033.950	1.175.467	1.239.553	1.264.344	1.289.631	1.315.424
Personeelskosten	1.888.101	2.185.500	2.302.896	2.417.699	2.331.391	2.570.090	2.911.912	3.299.196
Afschrijvingen	142.121	140.593	168.794	210.052	118.794	130.959	144.055	158.460
Andere	19.500	19.489	10.241	33.425	124.350	50.000	50.000	50.000
Bedrijfswinst	271.245	88.663	123.515	363.183	354.461	371.734	430.242	723.035
Financiële opbrengsten	6.239	8.798	5.209	12.104	91.431			
Intrestlasten	76.931	61.095	58.706	97.982	113.516			
Uitzonderlijke opbrengsten	5.144	250	0	9.051	600			
Uitzonderlijke kosten	0	0	6.050	0	0			
Belastingen	97.422	-6.160	45.528	113.038	128.917	122.672	141.980	238.601
Nettoresultaat	108.275	42.776	18.440	173.318	204.059	249.062	288.262	484.433

ENERGY TO ZERO CONSULT NV

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bedrijfsopbrengsten	409.957	187.385	285.942	351.108	421.330	505.596	606.715
Bedrijfskosten	467.468	216.232	290.779	339.482	361.039	413.949	456.467
Directe kosten	81.049	11.867	9.137	65.782	84.266	101.119	101.119
Diensten en diverse goederen	235.121	92.167	68.363	71.419	72.847	74.304	75.790
Personeelskosten	147.013	74.916	148.570	143.296	195.499	228.414	267.423
Afschrijvingen	3.539	36.165	63.086	57.593	8.427	10.112	12.134
Andere	746	1.116	1.624	1.393	0	0	0
Bedrijfswinst	-57.511	-28.846	-4.837	11.626	60.291	91.647	150.248
Financiële opbrengsten	63	1.540	212	249			
Intrestlasten	2.535	4.861	5.842	6.370			
Uitzonderlijke opbrengsten	0	0	0	1.000			
Uitzonderlijke kosten	0	0	0	0			
Belastingen	9	14	23	-9	0	0	0
Nettoresultaat	-59.992	-32.180	-10.490	6.515	60.291	91.647	150.248

GEOSONDA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bedrijfsopbrengsten	1.486.837	1.991.991	2.648.619	2.758.913	3.034.804	3.338.285	3.672.113
Bedrijfskosten	1.438.424	2.188.465	2.587.262	2.794.558	2.926.332	3.220.674	3.545.456
Directe kosten	189.013	459.051	506.783	464.509	481.166	529.283	582.211
Diensten en diverse goederen	498.491	593.818	662.352	826.549	823.092	905.402	995.942
Personeelskosten	681.310	934.983	1.168.170	1.216.409	1.332.667	1.467.642	1.617.121
Afschrijvingen	58.594	181.392	222.563	259.514	259.059	284.965	313.461
Andere	11.017	19.221	27.395	27.577	30.348	33.383	36.721
Bedrijfswinst	48.413	-196.474	61.357	-35.645	108.472	117.611	126.657
Financiële opbrengsten	1.312	1.119	-92	32.857			
Intrestlasten	37.057	38.146	74.288	47.402			
Uitzonderlijke opbrengsten	798	5.400	14.742	2.169			
Uitzonderlijke kosten	0	0	0	9.058			
Belastingen	12.395	0	0	0	0	0	0
Nettoresultaat	1.071	-228.101	1.719	-57.079	108.472	117.611	126.657

ABO Nederland

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Bedrijfsopbrengsten	2.000.446	2.088.607	1.719.719	1.719.719	1.805.705	1.895.990
Bedrijfskosten	2.082.182	2.205.504	1.771.860	1.738.941	1.815.054	1.869.151
Directe kosten	436.149	485.054	479.736	481.521	505.597	505.597
Diensten en diverse goederen	454.825	474.678	328.932	275.155	279.884	284.399
Personeelskosten	1.093.659	1.164.094	900.778	922.074	968.178	1.016.587
Afschrijvingen	97.549	81.678	62.414	60.190	61.394	62.568
Andere	0	0	0	0	0	0
Bedrijfswinst	-81.736	-116.897	-52.141	-19.222	-9.349	26.840
Financiële opbrengsten	0	0	0			
Intrestlasten	14.076	32.484	32.148			
Uitzonderlijke opbrengsten	0	0	0			
Uitzonderlijke kosten	0	0	0			
Belastingen	1.580	-2.634	-2.200			
Nettoresultaat	-97.392	-146.747	-82.089	-19.222	-9.349	26.840

9. Bijlage 2 – Strategie Arcadis

12/4/2013 - Amsterdam, The Netherlands

ARCADIS launches new strategy, upgrades margin target and sets new growth goals while introducing cash flow target

Strategy 2014 - 2016: sustainable growth | performance | collaboration

- New strategy to focus on delivering sustainable growth, performance and enhanced global collaboration
- Growth to be achieved by a combination of expanding the core business, focused growth in specific areas and value enhancing acquisitions
- Organic revenue growth target set at more than 5% (CAGR)
- Inorganic revenue growth target set at more than 5% (CAGR)
- Margin target (operational EBITA over net revenue) to reach more than 11%
- New target to generate free cash flow higher than net income
- Sustain Return on Invested Capital at more than 13%

December 4, 2013 - ARCADIS (EURONEXT: ARCAD), the world's leading natural and built asset design and consultancy firm, announced the launch of its 2014-2016 strategy today entitled: sustainable growth | performance | collaboration. Starting from a strong, well-balanced, global market position, the new strategy aims to maintain ARCADIS' long term track record of consistent performance delivery with strong revenue growth, double digit margins and cash discipline. It also seeks to deliver on shareholder value creation with continued quality earnings, a consistent dividend policy and a prudent capital structure.

Commenting on the new strategy, Neil McArthur, CEO of ARCADIS said: "We have designed our new strategy to deliver on our mission to create exceptional and sustainable outcomes for our clients in natural and built asset environments. Our talented people, their expertise, passion and entrepreneurship combined with our leading edge capabilities and global reach will make this a reality. To achieve Sustainable Growth we will further expand our core business, create focused growth in seven priority areas and continue making value enhancing acquisitions. Performance - our goal is continuous improvement and being recognized as the best in everything we do. We will identify and share global best practices to better serve our clients, help our people realize their potential while improving effectiveness and efficiency. Collaboration centers on bringing the best of ARCADIS to our local, national and global clients, solving their most complex challenges, wherever they are in the world. At the same time it serves to strengthen our culture and for our staff, the new strategy offers exciting development opportunities. Combined, we believe these choices will result in industry leading returns to our shareholders over the coming years."

The new strategy

ARCADIS differentiates through its talented and passionate people and its unique combination of capabilities covering the whole asset life cycle, its deep market sector insights and its ability to integrate health & safety and sustainability into the design and delivery of solutions across the globe. ARCADIS' new strategy comprises three elements, each of which will contribute to a stronger performance of the company going forward. These elements are Sustainable Growth, Performance and Collaboration.

Sustainable Growth: ARCADIS will expand its core business by investing to extend current successful client relationships including Multi-National Clients, and growing its core value propositions in the four Global Business Lines: Infrastructure, Environment, Water and Buildings. ARCADIS will accelerate growth by investing in seven strategic priorities.

Three priority market sectors:

- Emerging markets
- Big urban clients
- Natural resources

Four value propositions:

- Environment and water for industry
- Program Management
- Business Advisory
- Design

We will win in our chosen markets by using client and sector insights, our unique combination of capabilities covering the whole asset life cycle across natural and built environments, and seamless global capabilities delivered locally.

Mergers & acquisitions remain an important part of our strategy and we will continue to bring in high quality companies to further strengthen our capabilities and geographical reach.

Performance: ARCADIS aims to be recognized as the best in the industry in everything that we do. We will endeavor to continuously improve across all dimensions of our business from health & safety to our people and client development, to how we innovate and deliver our value propositions, to how we manage our projects and operate our day to day business. By doing so we will be recognized as the partner of choice for our clients, the employer of choice for our people and deliver industry top quartile returns.

Collaboration: Through greater collaboration we will leverage our capabilities and global footprint to bring the best of ARCADIS to better serve our local, national and global clients. We will evolve our operating model building on our strengths: the successful Multi-National Clients program will be expanded, and we will invest in the development of global market sectors where we see strong opportunities for growth. A new initiative, Big Urban Clients, will add focus on helping the leading cities around the world build and sustain their competitive advantage. Our four global business lines will enhance our core value propositions aligned to evolving market and client needs and drive growth on a global basis. In this way we will collaborate and leverage our capabilities and global footprint bringing the best of ARCADIS to our local, national and global clients.

Detailed strategies for each of our four Global Business Lines: Infrastructure, Water, Environment and Buildings have been developed aligned with our strategic priorities.

Financial steering and targets

Strong financial management has been essential for ARCADIS' success to date and will remain so going forward. Key elements of our financial management are a high attention to cost control, detailed tracking of performance across the dimensions of geographies, clients, and business lines, and a disciplined approach to working capital. The company will also remain prudent with regard to its capital structure, fund its debt using diversified sources and maintain its dividend policy at 30-40% of net income from operations.

In risk management, ARCADIS will continue to apply its go/no go policy when mitigating risks related to clients and projects, focus on hard and soft controls in auditing performance and will continue to be selective in investing in acquisitions and creating synergy through successful integration.



Financially, the company has set new targets for the 2014-2016 period which include an organic revenue growth target set at more than 5% (CAGR), an inorganic revenue growth target set at more than 5% (CAGR), a margin target (operational EBITA over net revenue) set at greater than 11%, and it introduced a new target to generate free cash flow higher than net income, while sustaining our Return on Invested Capital at more than 13%.

About ARCADIS: ARCADIS is the leading global natural and built asset design and consultancy firm working in partnership with our clients to deliver exceptional and sustainable outcomes through the application of design, consultancy, engineering, project and management services. ARCADIS differentiates through its talented and passionate people and its unique combination of capabilities covering the whole asset life cycle, its deep market sector insights and its ability to integrate health & safety and sustainability into the design and delivery of solutions across the globe. We are 22,000 people that generate €2.5 billion in revenues. We support UN-Habitat with knowledge and expertise to improve the quality of life in rapidly growing cities around the world. Please visit: www.arcadis.com