

SMARTPHOTO GROUP NV

een genoteerde naamloze vennootschap naar Belgisch recht

Kwatrechtsteenweg 160, 9230 Wetteren

RPR (Gent, afdeling Dendermonde) 0405.706.755

(“**Smartphoto Group**” of de “**Doelvennootschap**”)



MEMORIE VAN ANTWOORD

van de raad van bestuur van Smartphoto Group NV

29 april 2025

in verband met het

VERPLICHT OPENBAAR OVERNAMEBOD IN CONTANTEN

eventueel gevolgd door een vereenvoudigd uitkoopbod

door **Alyrick BV**, een besloten vennootschap naar Belgisch recht, met zetel te Lembergsesteenweg 19, 9820 Merelbeke-Melle en ingeschreven in Kruispuntbank voor Ondernemingen (RPR Gent, afdeling Gent) onder nummer 1020.656.170 (“**Alyrick**” of de “**Bieder**”), op alle aandelen uitgegeven door Smartphoto Group die niet reeds in het bezit zijn van de Bieder of met de Bieder verbonden personen

1	INLEIDING	3
1.1	Achtergrond	3
1.2	Definities en interpretatie	3
2	SAMENSTELLING VAN DE RAAD VAN BESTUUR	4
3	OPMERKINGEN VAN DE RAAD VAN BESTUUR MET BETREKKING TOT HET PROSPECTUS	4
4	BEOORDELING VAN HET BOD	4
4.1	Situering	4
4.1.1	Het Bod	4
4.1.2	Aandeelhouderstructuur van de Doelvennootschap	5
4.2	Belangen van de Doelvennootschap	5
4.3	Belangen van de Aandeelhouders	6
4.3.1	De Biedprijs	6
4.3.2	Totstandkoming van de Biedprijs	7
4.3.3	Referentiekader voor de Biedprijs	8
4.3.4	Onmiddellijke liquiditeit	10
4.3.5	Risico's voor Aandeelhouders die het Bod niet aanvaarden	11
4.3.6	Conclusie	12
4.4	Belangen van de schuldeisers	12
4.5	Belangen van de werknemers	12
4.6	Visie van de Raad van Bestuur op de strategische plannen van de Bieder	12
4.7	Algemene aanbeveling	13
5	AANDELEN IN HET BEZIT VAN BESTUURDERS OF PERSONEN DIE ZIJ IN FEITE VERTEGENWOORDIGEN ...	13
6	GOEDKEURINGSCLAUSULES EN RECHTEN VAN VOORKOOP	14
7	VOORLICHTING VAN WERKNEMERS	14
8	ALGEMENE BEPALINGEN	14
8.1	Verantwoordelijke personen	14
8.2	Afronding	14
8.3	Goedkeuring van de Memorie van Antwoord door de FSMA	14
8.4	Praktische informatie	14
8.5	Aanvulling	15
8.6	Toekomstgerichte verklaringen	15
8.7	Belangrijke informatie	15

1 INLEIDING

1.1 Achtergrond

Op 4 maart 2025 heeft de Bieder in een persbericht overeenkomstig artikel 8, §1 van het Overnamebesluit aangekondigd dat Alyrick, het biedingsvehikel opgericht door Alychlo (gecontroleerd door de heer Marc Coucke) en Midelco (gecontroleerd door de heer Philippe Vlerick), alle 719.000 aandelen (of 18,24%) in Smartphoto Group van Shopinvest NV en De Vleterbeek NV heeft gekocht. Als gevolg van deze koop-verkoop werden de Bieder, Midelco en Alychlo gezamenlijk houders van 1.855.438 aandelen (of 47,07%) in Smartphoto Group en hebben zij als zodanig de drempel van 30% van de effecten met stemrecht in de Doelvennootschap overschreden. Overeenkomstig artikel 5 van de Overnamewet en artikel 50, §4 van het Overnamebesluit zijn zij bijgevolg verplicht om een openbaar overnamebod uit te brengen op alle effecten met stemrecht of die toegang geven tot stemrecht uitgegeven door de Doelvennootschap die nog niet reeds in het bezit zijn van de Bieder of met de Bieder verbonden personen. In datzelfde persbericht kondigden zij aan dat deze biedverplichting zal worden uitgevoerd door de Bieder.

Op 6 maart 2025 heeft de Bieder zijn voornemen om het Bod uit te brengen formeel ingediend bij de FSMA overeenkomstig artikel 5 van het Overnamebesluit. Deze kennisgeving werd door de FSMA openbaar gemaakt op 7 maart 2025 en – samen met het ontwerp van het Prospectus dat door de Bieder werd opgemaakt – overgemaakt aan de Doelvennootschap overeenkomstig artikel 7 van het Overnamebesluit.

Tussen 5 maart 2025 en 17 april 2025 kocht Alychlo in totaal nog 208.494 aandelen (of 5,29%) in Smartphoto Group bij. Op 23 april 2025 hebben Alychlo en Midelco hun respectievelijke participaties in de Doelvennootschap (ten belope van in totaal 1.284.738 aandelen of 32,59%) ingebracht in het kapitaal van de Bieder, waarbij (i) Midelco haar volledige participatie ten belope van 507.437 aandelen (of 12,87%) inbracht en (ii) Alychlo 777.301 aandelen (of 19,72%) inbracht. Op datum van het Prospectus houdt Alychlo nog 60.194 aandelen (of 1,53%) in de Doelvennootschap rechtstreeks aan. Overeenkomstig het Prospectus zullen deze 60.194 nog rechtstreeks door Alychlo aangehouden aandelen in de Doelvennootschap op een later tijdstip worden ingebracht in of verkocht aan de Bieder. De raad van bestuur van de Doelvennootschap (de “**Raad van Bestuur**”) heeft het Prospectus onderzocht en vervolgens deze memorie van antwoord (de “**Memorie van Antwoord**”) opgesteld, overeenkomstig artikelen 22 tot en met 30 van de Overnamewet en artikelen 26 tot en met 29 *juncto* artikel 57 van het Overnamebesluit. De Memorie van Antwoord werd op 23 april 2025 unaniem goedgekeurd door de Raad van Bestuur.

1.2 Definities en interpretatie

Tenzij anders vermeld in deze Memorie van Antwoord, hebben woorden en uitdrukkingen met een hoofdletter dezelfde betekenis als daaraan gegeven in het onderdeel “Definities” van het Prospectus.

2 SAMENSTELLING VAN DE RAAD VAN BESTUUR

Op datum van deze Memorie van Antwoord, is de Raad van Bestuur als volgt samengesteld:

Naam	Einde mandaat	Functie(s)
Philippe Vlerick ⁽¹⁾	Jaarvergadering 2026	Voorzitter en niet-uitvoerend bestuurder
Acortis BV, vast vertegenwoordigd door Stef De corte	Jaarvergadering 2026	Uitvoerend bestuurder en gedelegeerd bestuurder
Pallanza Invest BV, vast vertegenwoordigd door Geert Vanderstappen	Jaarvergadering 2025 ⁽³⁾	Niet-uitvoerend bestuurder
Fovea BV, vast vertegenwoordigd door Katya Degrieck	Jaarvergadering 2025 ⁽³⁾	Niet-uitvoerend bestuurder Onafhankelijk
Hans Van Rijckeghem	Jaarvergadering 2026	Niet-uitvoerend bestuurder
Alychlo NV, vast vertegenwoordigd door Marc Coucke ⁽²⁾	Jaarvergadering 2026	Niet-uitvoerend bestuurder
Alexandra Leunen	Jaarvergadering 2026	Niet-uitvoerend bestuurder Onafhankelijk

(1) De heer Philippe Vlerick controleert Midelco en is dus een met de Bieder verbonden persoon.

(2) De heer Marc Coucke controleert Alychlo en is dus een met de Bieder verbonden persoon.

(3) Aan de algemene vergadering van 14 mei 2025 zal worden gevraagd om de mandaten van Pallanza Invest BV en Fovea BV met één jaar te verlengen.

3 OPMERKINGEN VAN DE RAAD VAN BESTUUR MET BETREKKING TOT HET PROSPECTUS

De Raad van Bestuur is van oordeel dat het Prospectus geen leemten vertoont en geen informatie bevat die de Aandeelhouders van de Doelvennootschap kunnen misleiden. Bijgevolg werd er geen melding aan de FSMA en de Bieder overgemaakt overeenkomstig artikel 26, tweede lid *juncto* artikel 57 van het Overnamebesluit.

4 BEOORDELING VAN HET BOD

Op 23 april 2025 heeft de Raad van Bestuur de Memorie van Antwoord unaniem goedgekeurd.

De Raad van Bestuur heeft het Bod daarbij beoordeeld op basis van de onderstaande overwegingen.

4.1 Situering

4.1.1 Het Bod

Het Bod is een verplicht openbaar overnamebod in contanten, uitgebracht in overeenstemming met de Overnamewet en Hoofdstuk III van het Overnamebesluit.

Het Bod heeft betrekking op alle aandelen in de Doelvennootschap die nog niet in het bezit zijn van de Bieder of met de Bieder verbonden personen.

Zoals aangehaald door de Bieder in het Prospectus (sectie 7.6 en 7.7 van het Prospectus), heeft de Bieder de intentie om, indien de voorwaarden daartoe zijn vervuld, over te gaan tot een vereenvoudigd uitkoopbod overeenkomstig artikel 7:82 van het WVV en artikelen 42 en 43 *juncto* artikel 57 van het

Overnamebesluit. De Bieder heeft aldus het doel om 100% van de aandelen in de Doelvennootschap te verwerven en, vervolgens, de schrapping te bekomen van de notering van de aandelen in de Doelvennootschap op Euronext Brussels.

4.1.2 Aandeelhouderstructuur van de Doelvennootschap

Op datum van deze Memorie van Antwoord, bedraagt het kapitaal van de Doelvennootschap 41.381.403,63 EUR, vertegenwoordigd door 3.941.950 aandelen, zonder nominale waarde. De Doelvennootschap heeft geen effecten uitgegeven met stemrecht of die toegang geven tot stemrecht anders dan aandelen.

Overeenkomstig de meest recente openbaarmakingen van belangrijke deelnemingen in de Doelvennootschap in overeenstemming met de wet van 2 mei 2007, bijgewerkt aan de hand van de meldingen van effectenverrichtingen zoals gepubliceerd op de website van de FSMA (<https://www.fsma.be/nl/transactions-opa>), is de aandeelhoudersstructuur van de Doelvennootschap op 23 april 2025 als volgt:¹

Aandeelhouder	Aandelen	% aandelen	Stemrechten	% stemrechten
Bieder	2.006.325	50,90%	2.006.325	57,69%
Alychlo ⁽¹⁾	60.194	1,53%	60.194	1,73%
Cecan NV ⁽²⁾	269.864	6,85%	269.864	7,76%
Doelvennootschap ⁽³⁾	464.106	11,77%	0 ⁽⁴⁾	0%
Isarick NV ⁽⁵⁾	12.669	0,32%	12.669	0,36%
Publiek	1.128.792	28,64%	1.128.792	32,46%
Totaal	3.941.950	100,00%		100,00%

- (1) Alychlo kwalificeert als een met de Bieder verbonden persoon in de zin van artikel 1:20 WVV.
- (2) Cecan kwalificeert als een met de Bieder verbonden persoon aangezien zij onder centrale leiding van Philippe Vlerick staat en aldus een consortium vormt met Midelco in de zin van artikel 1:19 WVV.
- (3) De Doelvennootschap kwalificeert als een met de Bieder verbonden persoon aangezien zij wordt gecontroleerd door de Bieder in de zin van artikel 1:14 WVV.
- (4) Aangezien de aandelen aangehouden door de Doelvennootschap eigen aandelen zijn, zijn de stemrechten van deze aandelen geschorst.
- (5) Volgens het Prospectus kwalificeert Isarick als een met de Bieder in onderling overleg handelende persoon in de zin van artikel 3, §1, 5°, a) van de Overnamewet en zal Isarick de door haar gehouden Aandelen aanbieden in het Bod.

4.2 Belangen van de Doelvennootschap

Overeenkomstig artikel 28, §1, 1° van het Overnamebesluit, heeft de Raad van Bestuur de gevolgen onderzocht van de uitvoering van het Bod voor de belangen van de Doelvennootschap.

Overeenkomstig het Prospectus is de onmiddellijke doelstelling van het Bod – naast het naleven van de wettelijke verplichting om een verplicht openbaar overnamebod uit te brengen – het vergroten van de participatie van de Bieder in de Doelvennootschap (sectie 6.2 van het Prospectus). De Bieder heeft geen

¹ Het vermelde aantal aandelen houdt rekening met de aandeelhoudersstructuur van de Doelvennootschap tot en met 23 april 2025. Dit aantal kan na deze datum evolueren naar aanleiding van transacties in aandelen in de Doelvennootschap, inclusief door de Bieder.

intentie om naast de Doelvennootschap andere participaties aan te houden (sectie 6.3 (a) van het Prospectus).

De wens van de Bieder om de controle over de Doelvennootschap verder te verstevigen zou dienen om de groeistrategie op lange termijn te kunnen faciliteren. De Raad van Bestuur volgt de Bieder in haar overweging dat er positieve gevolgen kunnen zijn voor de verdere ontwikkeling van de strategie van de Doelvennootschap wanneer zij wordt ondersteund door een stabiele aandeelhouder (sectie 6.4 van het Prospectus). In dat licht wijst de Raad van Bestuur ook op de nabetalingsverbintenis in hoofde van de Bieder uit de koop-verkoopovereenkomst met Shopinvest NV en De Vleterbeek NV en de verklaring van de Bieder daaromtrent in het Prospectus (sectie 7.1 (d) (i) van het Prospectus):

“Indien, vóór 31 december 2026, minstens 20% van het aandelenkapitaal van Smartphoto door de Bieder wordt verkocht aan een derde partij voor een hogere prijs per aandeel dan de Biedprijs, zal de Bieder 90% van het verschil tussen deze hogere prijs en de Biedprijs betalen aan alle aandeelhouders die op het Bod zijn ingegaan. Deze regeling repliceert een afspraak die de Bieder heeft gemaakt met Shopinvest NV en De Vleterbeek NV in de koop-verkoopovereenkomst met betrekking tot de verwerving van hun respectievelijke participaties in Smartphoto (zoals voormeld). De Bieder acht het echter onrealistisch dat het scenario beoogd door voormelde regeling zich zou voordoen, aangezien hij geen dergelijke verkoop van zijn aandelen in Smartphoto binnen de voormelde periode voorziet.”

Het feit dat de Bieder bereid was zich te verbinden tot zulke nabetaling weerspiegelt volgens de Raad van Bestuur de intentie van de Bieder om alvast op korte termijn haar participatie in de Doelvennootschap niet te verkopen. In het Prospectus stelt de Bieder zelf dat een dergelijke doorverkoop onrealistisch is, waarmee zij de intentie om op langere termijn betrokken te blijven onderstreept. Overeenkomstig het Prospectus heeft het Bod verder als doel om – voor zover de 95% drempel bereikt wordt – het uitbrengen van een vereenvoudigd uitkoopbod mogelijk te maken teneinde alle aandelen van de Doelvennootschap te verwerven, om nadien over te gaan tot een schrapping van de notering van de aandelen van de Doelvennootschap op Euronext Brussels (sectie 6.2 van het Prospectus).

De Raad van Bestuur is het eens met de Bieder dat de Doelvennootschap door de schrapping van de notering op Euronext Brussels een vereenvoudigde *corporate governance* structuur kan aannemen, daar zij niet langer onderworpen zal zijn aan de wettelijke beperkingen en verplichtingen van toepassing op genoteerde vennootschappen (sectie 6.3 (c) van het Prospectus). De Raad van Bestuur meent daarenboven dat een schrapping van de notering op Euronext Brussels eveneens een belangrijke kosten- en tijdbesparing voor de Doelvennootschap kan inhouden.

Gelet op het voorgaande, is de Raad van Bestuur van mening dat de intentie van de Bieder om door middel van het Bod haar participatie te vergroten, uiteindelijk de schrapping van de notering van de Doelvennootschap te bekomen en op langere termijn betrokken te blijven, geen negatieve impact heeft op de belangen van de Doelvennootschap.

4.3 Belangen van de Aandeelhouders

Overeenkomstig artikel 28, §1, 1° van het Overnamebesluit, heeft de Raad van Bestuur de gevolgen onderzocht van de uitvoering van het Bod voor de belangen van de Aandeelhouders.

4.3.1 De Biedprijs

In het Prospectus stelt de Bieder dat het ontvangen van de Biedprijs het belangrijkste voordeel is van het Bod voor de Aandeelhouders (zie sectie 6.4 van het Prospectus).

De Biedprijs bedraagt 28,50 EUR in contanten per Aandeel.

De Biedprijs vertegenwoordigt een premie van 46,15% ten opzichte van de slotkoers van de Doelvennootschap op 3 maart 2025 (d.w.z. de handelsdag voorafgaand aan de aankondiging van het voornemen van de Bieder om het Bod te lanceren). De Biedprijs impliceert tevens een premie van respectievelijk 20,80% en 13,97% ten aanzien van de naar volume gewogen gemiddelde beurskoersen van de Doelvennootschap over een periode van zes en twaalf maanden voorafgaand aan 3 maart 2025 (sectie 7.2 (c) Tabel 4 van het Prospectus).

De Raad van Bestuur merkt daarbij op dat het Prospectus (sectie 7.1 (d) (i) van het Prospectus) bovendien in een mogelijke nabetaling voorziet:

“Indien, vóór 31 December 2026, minstens 20% van het aandelenkapitaal van Smartphoto door de Bieder wordt verkocht aan een derde partij voor een hogere prijs per aandeel dan de Biedprijs, zal de Bieder 90% van het verschil tussen deze hogere prijs en de Biedprijs betalen aan alle aandeelhouders die op het Bod zijn ingegaan. Deze regeling repliceert een afspraak die de Bieder heeft gemaakt met Shopinvest NV en De Vleterbeek NV in de koop-verkoopovereenkomst met betrekking tot de verwerving van hun respectievelijke participaties in Smartphoto (zoals voormeld).”.

Hoewel de Bieder aangeeft niet de intentie te hebben om zijn aandelen in de Doelvennootschap voor 31 december 2026 aan een derde te verkopen, zouden de Aandeelhouders die op het Bod zijn ingegaan in zulk geval aldus wel recht hebben op een nabetaling gelijk aan 90% van het positieve verschil tussen de prijs per aandeel in zulke transactie en de Biedprijs, voor zover de verkochte aandelen minstens 20% van het aandelenkapitaal van de Doelvennootschap vertegenwoordigen.

4.3.2 Totstandkoming van de Biedprijs

Overeenkomstig artikel 53 van het Overnamebesluit, moet de biedprijs bij een verplicht openbaar overnamebod minstens gelijk zijn aan het hoogste van volgende twee bedragen:

- (i) De hoogste prijs van de voorbije 12 maanden - de hoogste prijs die door de Bieder of een persoon die in onderling overleg met de Bieder handelt voor een aandeel in Smartphoto Group werd betaald tijdens de laatste 12 maanden vóór de aankondiging van het Bod; en
- (ii) Het gewogen gemiddelde van de verhandelingsprijzen over de 30 laatste dagen - het gewogen gemiddelde van de verhandelingsprijzen van het aandeel van de Doelvennootschap over de 30 laatste kalenderdagen vóór de gebeurtenis die aanleiding heeft gegeven tot de verplichting om het Bod uit te brengen.

Op 4 maart 2025 is de Bieder, als koper, een koop-verkoopovereenkomst aangegaan met Shopinvest NV en De Vleterbeek NV, als verkopers, voor de verwerving van 719.000 aandelen (of 18,24%) in de Doelvennootschap tegen een prijs van 27,50 EUR per aandeel. Op 5 juni 2024 heeft de Doelvennootschap echter een prijs van 28,50 EUR per aandeel betaald in het kader van haar inkoopprogramma. Vermits de Doelvennootschap gecontroleerd wordt door de Bieder en aldus volgens artikel 3, §2 van de Overnamewet kwalificeert als een met de Bieder in onderling overleg handelend persoon, geldt dit bedrag als de hoogste prijs van de voorbije 12 maanden.

Deze prijs is bovendien hoger dan het gewogen gemiddelde van de verhandelingsprijzen over de 30 laatste dagen (nl. 20,60 EUR per aandeel – sectie 7.1 (d) (ii)).

De Raad van Bestuur neemt akte van het feit dat de Bieder verklaart dat er in de 12 maanden voorafgaand aan de Aankondigingsdatum geen verwervingen door de Bieder, door met de Bieder in

onderling overleg handelende personen of door tussenpersonen in de zin van artikel 1:16, §2 WVV hebben plaatsgevonden, anders dan uiteengezet in sectie 4.8 (c) (i) van het Prospectus.

4.3.3 Referentiekader voor de Biedprijs

In het Prospectus (sectie 7.2) heeft de Bieder een waarderingskader voor de Aandelen opgenomen, dat dient om de billijkheid en/of redelijkheid van de Biedprijs te illustreren.

De Bieder heeft daarbij de actualisering van de toekomstige vrije kasstromen (DCF-waarderingsmethode) als enige waarderingsmethode weerhouden.

Daarnaast heeft de Bieder een aantal analyses en referentiepunten gebruikt om context te geven aan de Biedprijs:

- De prijs van 27,50 EUR per aandeel betaald in de Pre-Transactie;
- De historische prijsevolutie van de koers van het aandeel van de Doelvennootschap; en
- Richtkoersen van de financiële analist.

De volgende waarderingsmethodes werden door de Bieder niet weerhouden:

- Vergelijkbare transacties: en
- *Trading multiples* van vergelijkbare beursgenoteerde bedrijven.

De Raad van Bestuur stelt vast dat, voor zover de DCF-waarderingsmethode toekomstgerichte informatie in verband met de Doelvennootschap vereist, de Bieder zich heeft gebaseerd op het budget 2025, zoals opgesteld door het management van de Doelvennootschap en goedgekeurd door de Raad van Bestuur op 20 februari 2025. De Bieder heeft het budget 2025 vervolgens met vier jaar verlengd om tot een vijfjarig business plan te komen. De Bieder heeft de vrije kasstromen van de Doelvennootschap tenslotte verdisconteerd met als waarderingsdatum 31 december 2024.

Het Prospectus vermeldt dat dit business plan onder andere de volgende veronderstellingen omvat voor wat betreft omzet, EBITDA, investeringen en werkkapitaal:

- *“Qua omzet: een omzetgroei wordt verondersteld voor de twee divisies smartphoto en naYan van respectievelijk 1% en 5%, op basis van de groei over de laatste jaren, en waarbij voor de recent overgenomen divisies Topfanz en Image Insight een hogere groei wordt verondersteld, gaande van 10% in 2026E naar 3% in 2029E;*
- *Qua EBITDA: de EBITDA-marge wordt per segment ingeschat, waarbij het volgende wordt verondersteld (i) voor het smartphoto-segment: een lichte daling van de EBITDA marge richting 15,10% (komende van 15,23% in het budget van 2025), (ii) voor naYan: een margedaling richting 12% in 2029 (vertrekkend van 12,60% in het budget van 2025) omwille van de verwachte prijsdruk bij een aantal grote overeenkomsten, (iii) voor Image Insight en Topfanz: stabiele marges, vastgehouden tegenover het budget van 2025, aan respectievelijk 26,38 % en 9,85%;*
- *Qua investeringen: De investeringen worden, op basis van de gemiddelde verhouding investeringen/omzet voor de jaren 2022-2025B ingeschat op 4,03% van de omzet;*
- *Qua werkkapitaal: Het werkkapitaal wordt ingeschat gebaseerd op het gemiddeld werkkapitaalbeslag als een percentage van de omzet in het jaar 2024 (gemeten op elk kwartaal), en waarbij een percentage voor de volgende jaren wordt vastgehouden op -11,27%.”*

Het Prospectus vermeldt dat het Business Plan daarnaast onder andere de volgende veronderstellingen omvat:

- *“Na de omzet van 80,45 MEUR van 2024, verwacht het management een omzetgroei van 17,96% in 2025E, voornamelijk te verklaren door de omzet van de op 13 januari 2025 overgenomen vennootschap System Insight Holdings Ltd (divisie Image Insight), alsook door het feit dat TopFanZ in 2025 voor een volledig jaar zal bijdragen tegenover 7 maanden in 2024 (overname op 31 mei 2024). Zonder deze beide effecten, bedraagt de omzetgroei in 2025E 6,70%. Voor de volgende jaren voorspelt de Bieder een groei van 1% per jaar voor het smartphoto-segment. Dit vergelijkt zich met een gemiddelde groei van 0,19% in de jaren 2022-2024. Voor de divisie naYan verwacht de Bieder een organische groei van 5% per jaar, wat lager is dan de gemiddelde groei van 5,90% in 2023 en 2024. Echter, in 2026E vinden belangrijke contractonderhandelingen met bestaande klanten plaats. Voor de recent overgenomen divisies TopFanZ en Image Insight, gaat de Bieder uit van een aanzienlijke hogere groei, meer bepaald van 10% in 2026E die geleidelijk daalt naar 3% in 2029E. Dit resulteert in een omzetgroei voor de Doelvennootschap van 2,95% in 2026E, 2,64% in 2027E, 2,40% in 2028E en 2,15% in 2029E. De gemiddelde organische groeivoet over de periode 2022-2024 was 1,07%. De jaren 2019-2021 zijn niet vergelijkbaar, omwille van de uitzonderlijke COVID-19 omstandigheden;*
- *Het management verwacht dat de EBITDA-marge in 2025E stijgt richting 15,18% (hetzij 14,41 MEUR), komende van 14,26% in 2024 (hetzij 11,48 MEUR). Meer bepaald betekent dit dat de Bieder de marge van het smartphoto-segment, dewelke de afgelopen jaren significant gedaald is, bijna constant zal houden op het niveau van het budget van 2025E. Voor wat betreft het B2B-segment, baseert de Bieder zich op de gerealiseerde marge in 2024, aangevuld met de nieuwe activiteit Image Insight, dewelke in de voorbije jaren een hogere marge heeft gerealiseerd. Bijgevolg bekomt de Bieder een EBITDA-marge van 15,08% voor 2026E en 15,05% voor 2028E en 14,99% voor 2029E;*
- *Het management verwacht dat de investeringen in 2025E 3,82 MEUR zullen bedragen. De Bieder gaat ervan uit dat de investeringen in de periode 2026E tot en met 2029E jaarlijks 4,03% van de omzet zullen bedragen. Dit percentage is gelijk aan het gemiddeld percentage over de periode 2022-2025E. De investeringen evolueren van 3,82 MEUR in 2025E naar 4,23 MEUR in 2029E;*
- *Het werkkapitaal wordt als een percentage van de omzet gemodelleerd, gebaseerd op het gemiddeld werkkapitaalbeslag doorheen het jaar (gemeten op kwartaalbasis) als een percentage van de omzet in het jaar 2024, met name -11,27%. Het werkkapitaal evolueert bijgevolg van -10,69 MEUR in 2025E naar -11,82 MEUR in 2029E;*
- *De verdisconteringsvoet (weighted average cost of capital, “WACC”) die wordt gebruikt om de toekomstige vrije kasstromen en de eindwaarde (“Terminale Waarde”) te verdisconteren, werd bepaald op basis van de CAPM (“Capital Asset Pricing Model”) methodologie. Hieronder wordt toegelicht hoe de WACC (10,25%) is bepaald op basis van haar verschillende parameters:*
 - *Een risicovrije rente van 3,02%, gebaseerd op de rente op de Belgische staatsobligatie met 10 jaar looptijd op 3 maart 2025;*
 - *Een schuldenvrije beta, ook wel unlevered beta genoemd, van 0,78;*
 - *Een marktrisicopremie voor België van 5,13%;*
 - *Een premie voor omvang van 3,25%;*

- *Een genormaliseerd belastingtarief van 23,71%, gebaseerd op de gewogen gemiddelde belastingvoet van de Doelvennootschap zoals vermeld in haar jaarverslag 2023; en*
- *Een target eigenvermogensratio van 100%, in lijn met de huidige en toekomstige kapitaalstructuur van de Doelvennootschap. Hieruit volgt een levered beta van 0,78.*
- *De Terminale Waarde wordt berekend door toepassing van de Gordon-Shapiro methodologie, gebaseerd op een lange termijn groeivoet van 1% per jaar en een gecorrigeerde vrije kasstroom van 8,86 MEUR. De Terminale Waarde als percentage van de ondernemingswaarde bedraagt 63,97%."*

De Raad van Bestuur heeft geen substantiële bemerkingen bij de waarderingswerkzaamheden door de Bieder bij het opstellen van het waarderingskader, zoals die blijken uit het Prospectus.

De Raad van Bestuur stelt vast dat, op basis van de DCF-waarderingsmethode van de Bieder, de Biedprijs per Aandeel een premie van 2,54% vertegenwoordigt ten opzichte van het middelpunt van de waarde per Aandeel zoals bekomen uit de DCF-waarderingsmethode, vastgesteld op 27,79 EUR per Aandeel. Daarnaast vertegenwoordigt de Biedprijs een korting van respectievelijk 11,92% ten opzichte van de bovengrens van de waarde per Aandeel zoals bekomen uit de DCF-waarderingsmethode (32,36 EUR per Aandeel) en een premie van 16,38% ten opzichte van de ondergrens van de aldus bekomen waarde per Aandeel (24,49 EUR per Aandeel). De Raad van Bestuur merkt voorts op dat de Biedprijs alle weerhouden referentiepunten overstijgt (met name de prijs van de Pre-Transactie en de historische prijsevolutie van aandeel van de Doelvennootschap), met uitzondering van de richtkoers van de financiële analist, die 32,00 EUR per Aandeel bedraagt en ten opzichte waarvan de Biedprijs een korting van 10,94% vertegenwoordigt.

Hoewel het Prospectus geen informatie bevat over hoe de prijs in de Pre-Transactie is tot stand gekomen, stelt de Raad van Bestuur bovendien vast dat de Biedprijs een (beperkte) premie inhoudt tegenover de prijs die door significante aandeelhouders van de Doelvennootschap als aanvaardbaar werd geacht. Tenslotte houdt de Biedprijs een aanzienlijke premie in tegenover de prijs van het aandeel van de Doelvennootschap op Euronext Brussels.

4.3.4 Onmiddellijke liquiditeit

In haar analyse van de gevolgen van het Bod voor de aandeelhouders van de Doelvennootschap, heeft de Raad van Bestuur verder ook rekening gehouden met de beperkte liquiditeit van het aandeel van de Doelvennootschap op Euronext Brussels en de lage *free float* (zie hiervoor ook sectie 7.2 van het Prospectus).

Gedurende het jaar voorafgaand aan de Aankondigingsdatum werden er in totaal 210.815 aandelen in de Doelvennootschap verhandeld, hetgeen 5,35% vertegenwoordigt van het totale aantal uitstaande aandelen in de Doelvennootschap. Gebaseerd op dit jaarlijks volume van verhandelde aandelen, zou het ongeveer 5,41 jaren duren alvorens alle Aandelen die op 23 april 2025 het voorwerp uitmaken van het Bod zouden kunnen worden verhandeld. Bovendien kan de beperkte liquiditeit van het Aandeel van de Doelvennootschap op Euronext Brussels zorgen voor aanzienlijke prijschommelingen in geval van substantiële aan- of verkopen. Het Bod biedt korte termijn liquiditeit aan alle Aandeelhouders tegen een prijsniveau dat hoger is dan de slotkoers van de Aandelen van de Doelvennootschap op het moment dat de Bieder zijn voornemen aankondigde om een Bod uit te brengen.

Rekening houdend met de beperkte liquiditeit van het Aandeel van de Doelvennootschap, houdt het Bod voor Aandeelhouders een opportuniteit in om al hun Aandelen onmiddellijk te verkopen tegen een vaste prijs.

4.3.5 Risico's voor Aandeelhouders die het Bod niet aanvaarden

Tot slot wenst de Raad van Bestuur erop te wijzen dat Aandeelhouders die niet deelnemen in het Bod:

- mogelijk niet langer kunnen genieten van enig dividend van de Doelvennootschap. De Bieder heeft immers bevestigd dat Aandeelhouders niet mogen aannemen dat het historische of huidige dividendbeleid van de Doelvennootschap in de toekomst zal worden gevolgd. De Bieder stelt hierover in sectie 6.3 (d) van het Prospectus: *“De Bieder zal het toekomstig dividendbeleid afstemmen op investeringsnoden en -opportuniteiten, evenals de financieringsbehoeften en is niet gedreven door vastgestelde verwachtingen inzake een jaarlijks dividend. Als strategische investeerder op lange termijn wordt de investering door de Bieder in de Doelvennootschap niet gedreven door specifieke verwachtingen voor wat betreft een jaarlijkse dividenduitkering of enige andere uitkering of terugbetaling van kapitaal. Beleggers mogen dus geenszins aannemen dat na de voltooiing van het Bod (ongeacht of de voltooiing van het Bod gevolgd zal worden door een uitkoopbod) de Doelvennootschap een dividendbeleid zal voeren dat in lijn is met het historische of huidige beleid.”*
- mogelijk alsnog verplicht kunnen worden om hun Aandelen over te dragen aan de Bieder, gelet op het feit dat de Bieder het voornemen heeft om een vereenvoudigd uitkoopbod uit te brengen, indien de voorwaarden daartoe voldaan zijn (zie hieromtrent sectie 7.6 (c) van het Prospectus): *“Indien de Bieder (samen zijn in Onderling Overleg handelende Personen) na de Initiële Aanvaardingsperiode of enige daaropvolgende Aanvaardingsperiode ten minste 95% van de door de Doelvennootschap uitgegeven aandelen bezit, heeft de Bieder het recht (dat hij voornemens is te gebruiken) om over te gaan tot een vereenvoudigd uitkoopbod overeenkomstig artikel 7:82, §1 WVV en artikel 42 en 43 juncto artikel 57 van het Overnamebesluit, teneinde de Aandelen die de Bieder nog niet heeft verworven, te verwerven onder dezelfde voorwaarden als het Bod.”*
- zich mogelijk in een situatie van beperkte liquiditeit als Aandeelhouder van een genoteerde vennootschap zouden kunnen bevinden. De Bieder zal immers proberen een zo groot mogelijk aantal Aandelen te verwerven. Gelet op de Biedprijs, is de Raad van Bestuur van mening dat er een reële kans bestaat dat de Bieder een significant aantal Aandelen zal verwerven. Echter, er bestaat eveneens een kans dat de Bieder onvoldoende Aandelen zal verwerven om over te gaan tot een vereenvoudigd uitkoopbod. In voorkomend geval bestaat de kans dat er slechts een beperkt aantal Aandelen beschikbaar zou zijn op de vrije markt na afsluiting van het Bod. Aandeelhouders die niet zouden ingaan op het Bod kunnen zich na afsluiting van het Bod mogelijk in een situatie bevinden waarbij de Vennootschap genoteerd blijft, maar dat de liquiditeit op de vrije markt aanzienlijk beperkt is (minstens beperkter dan in de situatie van voor de opening van het Bod).
- zich mogelijk in een situatie van beperkte liquiditeit als Aandeelhouder van een private vennootschap zouden kunnen bevinden. Immers, zelfs indien de voorwaarden voor een vereenvoudigd uitkoopbod niet zouden zijn vervuld, behoudt de Bieder zich het recht voor om de schrapping van de notering van het aandeel van de Doelvennootschap op Euronext Brussels te verzoeken (zie sectie 7.7 van het Prospectus). Indien de Bieder dergelijke schrapping zou bekomen, bestaat er voor de overblijvende Aandeelhouders een risico dat zij niet langer Aandeelhouder van een beursgenoteerde vennootschap zouden zijn, maar van een private vennootschap die niet genoteerd is op enige gereguleerde markt. De Raad van Bestuur merkt daarbij echter op dat de FSMA zich, in overleg met Euronext Brussels, kan verzetten tegen dergelijke schrapping in het belang van de bescherming van de beleggers, in het bijzonder indien

er geen succesvolle begeleidende maatregelen ten voordele van de minderheidsaandeelhouders worden getroffen.

4.3.6 Conclusie

Op basis van het voorgaande, is de Raad van Bestuur van oordeel dat het Bod een aantrekkelijke opportuniteit biedt voor Aandeelhouders om hun Aandelen te gelde te maken, tegen een vaste prijs en zonder enige beperking op het gebied van liquiditeit.

4.4 Belangen van de schuldeisers

Overeenkomstig artikel 28, §1, 1° van het Overnamebesluit, heeft de Raad van Bestuur de gevolgen onderzocht van de uitvoering van het Bod voor de belangen van de schuldeisers van de Doelvennootschap.

Op basis van het nazicht van het Prospectus, ziet de Raad van Bestuur geen elementen die aangeven dat het Bod een substantieel nadelig effect zou hebben op de belangen van de financiële of andere schuldeisers van de Doelvennootschap (sectie 6.3 van het Prospectus). De Raad van Bestuur stelt in het bijzonder vast dat de Bieder op basis van het Prospectus geen plannen heeft om de activiteiten van de Doelvennootschap te wijzigen of te herstructureren.

Gelet op het voorgaande, is de Raad van Bestuur van mening dat de belangen van de schuldeisers niet in het gedrang komen door de uitvoering van het Bod.

4.5 Belangen van de werknemers

Overeenkomstig artikel 28, §1, 1° van het Overnamebesluit heeft de Raad van Bestuur de gevolgen onderzocht van de uitvoering van het Bod voor de belangen van de werknemers van de Doelvennootschap, met inbegrip van de werkgelegenheid.

In dit verband neemt de Raad van Bestuur nota van de verklaring in sectie 6.3 (b) van het Prospectus:

“Ook op dit vlak plant De Bieder thans geen wijzigingen inzake management en personeelsbeleid/tewerkstelling. Er wordt dan ook niet verwacht dat het Bod enige negatieve impact zal hebben (i) op het huidige management van de Doelvennootschap, noch (ii) op de arbeidsvoorwaarden en het werkgelegenheidsbeleid van Smartphoto.”

Op basis van het nazicht van het Prospectus, ziet de Raad van Bestuur aldus geen elementen die aangeven dat het Bod een substantieel nadelig effect zou hebben op de belangen van de werknemers (inclusief de werkgelegenheid) van de Doelvennootschap. De Raad van Bestuur is dan ook van mening dat het Bod geen negatieve impact heeft op de belangen van de werknemers.

4.6 Visie van de Raad van Bestuur op de strategische plannen van de Bieder

Overeenkomstig artikel 28, §1, 2° van het Overnamebesluit, heeft de Raad van Bestuur de strategische plannen van de Bieder voor de Doelvennootschap zoals omschreven in het Prospectus onderzocht, alsook de vermoedelijke gevolgen daarvan voor de resultaten, de werkgelegenheid en de vestigingsplaatsen van de Doelvennootschap.

In dit verband verwijst de Raad van Bestuur naar de strategische plannen van de Bieder, zoals uiteengezet in sectie 6.3 (a) van het Prospectus:

“De Bieder heeft momenteel de intentie om Smartphoto als een afzonderlijke rechtspersoon naar Belgisch recht te houden, met behoud van het hoofdkantoor in de huidige kantoorgebouwen. De Bieder heeft geen intentie om naast Smartphoto andere participaties aan te houden.

Het Bod is het gevolg van een opportuniteit die zich voorgedaan heeft om via de Pre-Transactie (en vervolgens via het Bod) het aandeelhouderschap binnen Smartphoto te consolideren, en is niet ingegeven door de wens van de Bieder om een andere strategie voor Smartphoto te ontwikkelen. De Bieder heeft dan ook geen andere strategie dan diegene die Smartphoto thans volgt, met name:

- verdere groei binnen B2C-fotoproducten, inclusief het nastreven van meerwaarde via personalisatie, gebruikservaring en productinnovatie;*
- diversificatie naar de B2B markt als groeipool buiten het seizoensgebonden B2C segment (bv. merchandising, fanartikelen, evenementenfotografie met focus op sport- en entertainmentsectoren); en*
- verdere groei in automatisering en digitalisering van de productie- en bestelprocessen.”*

Hieruit blijkt dat de Bieder van plan is om de huidige strategie van de Doelvennootschap te bestendigen. Op basis van het Prospectus, ziet de Raad van Bestuur dan ook geen substantiële gevolgen van de strategische plannen van de Bieder voor de resultaten, de werkgelegenheid en de vestigingsplaatsen van de Doelvennootschap. De Raad van Bestuur is van mening dat de strategische plannen van de Bieder zoals geformuleerd in het Prospectus geen negatieve impact hebben op de resultaten, de werkgelegenheid en de vestigingsplaatsen van de Doelvennootschap.

4.7 Algemene aanbeveling

Op basis van het voorgaande, beveelt de Raad van Bestuur unaniem de Aandeelhouders aan om het Bod te aanvaarden.

5 AANDELEN IN HET BEZIT VAN BESTUURDERS OF PERSONEN DIE ZIJ IN FEITE VERTEGENWOORDIGEN

Op datum van deze Memorie van Antwoord, zijn de volgende aandelen in de Doelvennootschap in het bezit van leden van de Raad van Bestuur of van personen die zij in feite vertegenwoordigen, en de betreffende personen hebben hieromtrent de volgende verklaringen afgelegd:

- (i) Philippe Vlerick en Alychlo, met als vaste vertegenwoordiger de heer Marc Coucke, verklaren dat zij in feite de Bieder vertegenwoordigen.

De heer Philippe Vlerick verklaart dat hij geen Aandelen in de Doelvennootschap meer bezit. Cekan NV, een holdingmaatschappij onder de feitelijke leiding van Philippe Vlerick, bezit 269.864 aandelen in de Doelvennootschap. Aangezien Cekan NV kwalificeert als een met de Bieder verbonden persoon, maken deze aandelen geen onderdeel uit van het voorwerp van het Bod.

Alychlo, met als vaste vertegenwoordiger Marc Coucke, verklaart dat zij op datum van deze Memorie van Antwoord nog 60.194 aandelen in de Doelvennootschap bezit en dat zij deze zal inbrengen in of verkopen aan de Bieder op een later tijdstip, maar niet in het kader van het Bod aangezien Alychlo kwalificeert als een met de Bieder verbonden persoon en deze aandelen aldus geen onderdeel uitmaken van het voorwerp van het Bod.

- (ii) Acortis BV, met als vaste vertegenwoordiger Stef De corte, verklaart dat hij 5.250 aandelen in de Doelvennootschap bezit en dat hij van plan is al deze aandelen in te brengen in het Bod.
- (iii) Alle overige leden van de Raad van Bestuur verklaren overeenkomstig artikel 28, §2 van het Overnamebesluit dat zij geen aandelen in de Doelvennootschap in hun bezit hebben.

6 GOEDKEURINGSCLAUSULES EN RECHTEN VAN VOORKOOP

De statuten van de Doelvennootschap bevatten geen goedkeuringsclausules, noch rechten van voorkoop met betrekking tot de overdracht van de aandelen in de Doelvennootschap. De Raad van Bestuur heeft geen kennis van enige andere preferentiële rechten tot verwerving van aandelen.

7 VOORLICHTING VAN WERKNEMERS

Overeenkomstig artikelen 42 en volgende van de Overnamewet, heeft de Raad van Bestuur de werknemers van de Doelvennootschap in kennis gesteld van het Bod en het Prospectus aan de werknemers van de Doelvennootschap doen toekomen. De ondernemingsraad van DBM-Color NV² heeft geen formeel standpunt uitgebracht op grond van artikel 44 van de Overnamewet inzake het Bod en de gevolgen ervan op de werkgelegenheid bij de Doelvennootschap.

8 ALGEMENE BEPALINGEN

8.1 Verantwoordelijke personen

De Doelvennootschap, vertegenwoordigd door haar Raad van Bestuur, is verantwoordelijk voor de informatie opgenomen in deze Memorie van Antwoord.

De Raad van Bestuur verklaart dat, voor zover haar bekend, de gegevens in deze Memorie van Antwoord in overeenstemming zijn met de werkelijkheid en dat geen gegevens zijn weggelaten die, indien zij zouden worden vermeld, de strekking van de Memorie van Antwoord zou wijzigen.

8.2 Afronding

Bepaalde (financiële en cijfermatige) informatie en cijfers in dit Memorie van Antwoord zijn afgerond tot twee decimalen. Bijgevolg is het mogelijk dat de in dit Memorie van Antwoord vermelde cijfers geen exacte rekenkundige optelling zijn van de cijfers die eraan ten grondslag liggen.

8.3 Goedkeuring van de Memorie van Antwoord door de FSMA

Deze Memorie van Antwoord werd op 29 april 2025 goedgekeurd door de FSMA overeenkomstig artikel 28, §3 van de Overnamewet. Deze goedkeuring houdt geen inschatting of beoordeling in van de opportuniteit en de kwaliteit van het Bod.

8.4 Praktische informatie

Deze Memorie van Antwoord is aan het Prospectus gehecht als bijlage 2. Deze Memorie van Antwoord is gepubliceerd in de officiële Nederlandstalige versie. De Nederlandstalige versie werd goedgekeurd door de FSMA en maakt de enige versie uit die als bewijs kan worden gebruikt. Het Prospectus (inclusief de Memorie van Antwoord) is beschikbaar in elektronische vorm op de volgende websites:

² De ondernemingsraad is opgericht binnen DBM-Color NV, die een technische bedrijfseenheid vormt samen met de Doelvennootschap en Filmobel NV. Deze entiteiten zijn economisch en beheersmatig verbonden (behoren tot dezelfde groep, worden door dezelfde personen geleid, en verrichten onderling afgestemde activiteiten) en er bestaat een sociale samenhang tussen hen (de gebouwen en het personeelsbeheer worden gedeeld en de arbeidsreglementen zijn gelijkaardig).

www.kbc.be/smartphoto en www.smartphotogroup.com/verplicht-openbaar-overnamebod/. Het Prospectus (inclusief de Memorie van Antwoord) kan ook kosteloos verkregen worden aan de loketten van KBC Bank NV of telefonisch bij KBC Live op het nummer +32 (0)78 152 153.

8.5 Aanvulling

Elke nieuwe ontwikkeling, materiële vergissing of onjuistheid die verband houdt met de informatie in de Memorie van Antwoord en die van invloed kan zijn op de beoordeling van het Bod en zich voordoet of wordt vastgesteld tussen het tijdstip van goedkeuring van de Memorie van Antwoord en de afsluiting van de laatste aanvaardingsperiode van het Bod, zal in België worden openbaar gemaakt door middel van een aanvulling op de Memorie van Antwoord, overeenkomstig artikel 30 van de Overnamewet.

8.6 Toekomstgerichte verklaringen

Deze Memorie van Antwoord bevat toekomstgerichte verklaringen en schattingen. Dergelijke schattingen en toekomstgerichte verklaringen zijn voornamelijk gebaseerd op huidige verwachtingen en schattingen van toekomstige gebeurtenissen en trends, die van invloed zijn of kunnen zijn op het bedrijf en de bedrijfsresultaten van de Doelvennootschap. Hoewel de Raad van Bestuur van mening is dat deze schattingen en toekomstgerichte verklaringen gebaseerd zijn op redelijke veronderstellingen, zijn ze onderhevig aan risico's en onzekerheden en zijn ze gebaseerd op informatie die momenteel beschikbaar is voor de Raad van Bestuur.

De woorden "geloven", "kunnen", "moeten", "kunnen hebben", "zouden", "schatten", "verderzetten", "voorspellen", "anticiperen", "van plan zijn", "verwachten" en soortgelijke woorden zijn bedoeld om schattingen en toekomstgerichte verklaringen te identificeren. Deze toekomstgerichte verklaringen spelen alleen vanaf de datum van deze Memorie van Antwoord, en de Raad van Bestuur wijst uitdrukkelijk elke verplichting of verbintenis af om updates of herzieningen van enige toekomstgerichte verklaring of schattingen hierin opgenomen te verspreiden, om elke wijziging in de verwachtingen van de Raad van Bestuur met betrekking tot deze of enige wijziging in gebeurtenissen, voorwaarden of omstandigheden waarop een dergelijke verklaring is gebaseerd weer te geven, behalve voor zover een dergelijke actualisering vereist is als aanvulling op de Memorie van Antwoord op grond van artikel 30 van de Overnamewet (zie deel 8.5). Toekomstgerichte verklaringen en schattingen houden risico's en onzekerheden in en bieden geen garantie voor toekomstige prestaties, aangezien de werkelijke resultaten of ontwikkelingen aanzienlijk kunnen verschillen van de verwachtingen die worden beschreven in de toekomstgerichte verklaringen en schattingen. Aandeelhouders worden gewaarschuwd om niet overmatig te vertrouwen op toekomstgerichte verklaringen of schattingen bij het nemen van beslissingen met betrekking tot het Bod.

8.7 Belangrijke informatie

Niets in deze Memorie van Antwoord mag worden opgevat als beleggings-, fiscaal, juridisch, financieel, boekhoudkundig of ander advies. Deze Memorie van Antwoord is niet bedoeld voor gebruik of verspreiding onder personen indien het beschikbaar stellen van de informatie aan dergelijke personen verboden is door enige wet of jurisdictie. Aandeelhouders moeten hun eigen beoordeling van het Bod maken voordat ze een investeringsbeslissing nemen en worden uitgenodigd om advies in te winnen bij professionele adviseurs om hen te helpen bij het nemen van een dergelijke beslissing.