

NIET BESTEMD VOOR VERDERE VRIJGAVE, PUBLICATIE OF VERSPREIDING, DIRECT OF INDIRECT, GEHEEL OF GEDEELTELIJK, IN OF NAAR OF VANUIT DE VERENIGDE STATEN VAN AMERIKA, AUSTRALIË, CANADA, JAPAN, HET VERENIGD KONINKRIJK OF ENIG ANDER RECHTSGEBIED WAAR DIT EEN OVERTREDING ZOU BETEKENEN VAN DE TOEPASSELIJKE WETGEVING VAN HET BETREFFEND RECHTSGEBIED

NOT FOR FURTHER RELEASE, PUBLICATION OR DISTRIBUTION, DIRECTLY OR INDIRECTLY, IN WHOLE OR IN PART, IN OR INTO OR FROM THE UNITED STATES OF AMERICA, AUSTRALIA, CANADA, JAPAN, THE UNITED KINGDOM OR ANY OTHER JURISDICTION WHERE TO DO SO WOULD CONSTITUTE A VIOLATION OF THE RELEVANT LAWS OF SUCH JURISDICTION

TESSENDERLO GROUP NV

Naamloze vennootschap
Troonstraat 130
1050 Elsene (België)
Ondernemingsnummer 0412.101.728
RPR Brussel, Nederlandstalige afdeling
(hierna de **Vennootschap**)

BELANGRIJKE MEDEDELING

DIT DOCUMENT EN DE INFORMATIE DIE HET BEVAT, WORDEN U VERSTREKT OVEREENKOMSTIG DE VEREISTEN VAN DE BELGISCHE WET EN ALLEEN IN UW HOEDANIGHEID VAN AANDEELHOUDER VAN DE VENNOOTSCHAP MET HET OOG OP DE UITOEFENING VAN UW STEMRECHTEN IN DE VENNOOTSCHAP EN IN GEEN ENKELE ANDERE HOEDANIGHEID, EN KUNNEN NIET WORDEN GEBRUIKT OF AANGEWEND VOOR ENIG ANDER DOEL OF VOOR ENIGE ANDERE BESLISSING, MET INBEGRIJF VAN EEN INVESTERINGSBESLISSING OM EFFECTEN TE VERWERVEN, TE KOPEN, EROP IN TE SCHRIJVEN, TE VERKOPEN OF TE RUILEN (OF ENIG AANBOD OF HET UITLOKKEN VAN EEN AANBOD OM DAT TE DOEN).

HET AANBOD VAN EFFECTEN IN RUIL VOOR ANDERE EFFECTEN DAT IN DIT DOCUMENT WORDT BESCHREVEN, WORDT NIET GEDAAN IN OF NAAR, EN KAN NIET WORDEN AANVAARD IN OF VANUIT DE VERENIGDE STATEN, AUSTRALIË, CANADA, JAPAN EN HET VERENIGD KONINKRIJK OF ENIG ANDER RECHTSGEBIED WAAR DIT EEN OVERTREDING VAN DE WETTEN VAN DAT RECHTSGEBIED ZOU UITMAKEN. DIT DOCUMENT VORMT GEEN AANBOD TOT HET VERWERVEN, KOPEN, INSCHRIJVEN OP, VERKOPEN OF RUILEN VAN EFFECTEN (OF HET UITLOKKEN VAN EEN AANBOD TOT HET VERWERVEN, KOPEN, INSCHRIJVEN OP, VERKOPEN OF RUILEN VAN EFFECTEN) IN OF VANUIT DE VERENIGDE STATEN VAN AMERIKA, AUSTRALIË, CANADA, JAPAN, HET VERENIGD KONINKRIJK OF ENIG ANDER RECHTSGEBIED WAAR DIT EEN OVERTREDING VAN DE WETTEN VAN EEN DERGELIJK RECHTSGEBIED ZOU UITMAKEN, EN EEN DERGELIJK AANBOD (OF EEN DERGELIJK VERZOEK) MAG IN EEN DERGELIJK RECHTSGEBIED NIET WORDEN GEDAAN. DE EFFECTEN DIE IN DIT DOCUMENT WORDEN BESPROKEN, ZIJN NIET EN ZULLEN NIET WORDEN GEREgistREERD ONDER "US SECURITIES ACT" VAN 1933, ZOALS NADIEN GEWIJZIGD, OF BIJ ENIGE EFFECTENREGULATOR VAN ENIGE STAAT VAN DE VERENIGDE STATEN, EN MOGEN NIET WORDEN AANGEBODEN OF VERKOCHT IN DE VERENIGDE STATEN ZONDER REGISTRATIE OF EEN TOEPASSELIJKE VRIJSTELLING VAN REGISTRATIE DAARONDER. ER ZAL GEEN OPENBARE AANBIEDING VAN EFFECTEN IN DE VERENIGDE STATEN PLAATSVINDEN.

DIT DOCUMENT EN DE HIERIN VERVATTE INFORMATIE ZIJN UITSLUITEND VOOR U BESTEMD EN DE PUBLICATIE, VERSPREIDING, VERZENDING, DOORZENDING OF TRANSMISSIE VAN DIT DOCUMENT OF DE HIERIN VERVATTE INFORMATIE AAN EEN ANDERE PERSOON KAN IN STRIJD ZIJN MET DE "US SECURITIES ACT" OF ANDERE TOEPASSELIJKE WETTEN.

IMPORTANT NOTICE

THIS DOCUMENT AND THE INFORMATION CONTAINED HEREIN IS BEING PROVIDED TO YOU IN ACCORDANCE WITH THE REQUIREMENTS OF BELGIAN LAW AND ONLY IN YOUR CAPACITY AS SHAREHOLDER OF THE COMPANY FOR PURPOSES OF YOUR EXERCISE OF VOTING RIGHTS IN THE COMPANY AND IN NO OTHER CAPACITY AND CANNOT BE USED OR RELIED ON FOR ANY OTHER PURPOSE OR FOR ANY OTHER DECISION INCLUDING ANY INVESTMENT DECISION TO ACQUIRE, PURCHASE, SUBSCRIBE FOR, SELL OR EXCHANGE ANY SECURITIES (OR ANY OFFER OR THE SOLICITATION OF AN OFFER TO DO SO).

THE OFFER OF SECURITIES IN EXCHANGE FOR OTHER SECURITIES DESCRIBED IN THIS DOCUMENT IS NOT BEING MADE IN OR INTO, AND IS NOT CAPABLE OF ACCEPTANCE IN OR FROM, THE UNITED STATES, AUSTRALIA, CANADA, JAPAN AND THE UNITED KINGDOM OR ANY OTHER JURISDICTION WHERE TO DO SO WOULD CONSTITUTE A VIOLATION OF THE LAWS OF SUCH JURISDICTION. THIS DOCUMENT DOES NOT CONSTITUTE THE EXTENSION OF AN OFFER TO ACQUIRE, PURCHASE, SUBSCRIBE FOR, SELL OR EXCHANGE (OR THE SOLICITATION OF AN OFFER TO ACQUIRE, PURCHASE, SUBSCRIBE FOR, SELL OR EXCHANGE), ANY SECURITIES IN OR FROM THE UNITED STATES OF AMERICA, AUSTRALIA, CANADA, JAPAN, THE UNITED KINGDOM OR ANY OTHER JURISDICTION WHERE TO DO SO WOULD CONSTITUTE A VIOLATION OF THE LAWS OF SUCH JURISDICTION AND ANY SUCH OFFER (OR SOLICITATION) MAY NOT BE EXTENDED IN ANY SUCH JURISDICTION. ANY SECURITIES DISCUSSED IN THIS DOCUMENT HAVE NOT BEEN AND WILL NOT BE REGISTERED UNDER THE US SECURITIES ACT OF 1933, AS AMENDED, OR WITH ANY SECURITIES REGULATORY AUTHORITY OF ANY STATE OF THE UNITED STATES, AND MAY NOT BE OFFERED OR SOLD IN THE UNITED STATES ABSENT REGISTRATION OR AN APPLICABLE EXEMPTION FROM REGISTRATION THEREUNDER. THERE WILL BE NO PUBLIC OFFERING OF SECURITIES IN THE UNITED STATES.

THIS DOCUMENT AND THE INFORMATION CONTAINED HEREIN IS ADDRESSED SOLELY TO YOU AND THE PUBLICATION, DISTRIBUTION, MAILING, FORWARDING OR TRANSMISSION OF THIS DOCUMENT OR THE INFORMATION CONTAINED HEREIN TO ANY OTHER PERSON MAY VIOLATE THE US SECURITIES ACT OR OTHER APPLICABLE LAWS.

BIJZONDER VERSLAG VAN DE RAAD VAN BESTUUR OVEREENKOMSTIG ARTIKEL 7:179 §1, EERSTE LID JUNCTO ARTIKEL 7:197, §1, EERSTE LID VAN HET WETBOEK VAN VENNOOTSCHAPPEN EN VERENIGINGEN BETREFFENDE DE KAPITAALVERHOOGING DOOR INBRENG IN NATURA VAN AANDELEN IN DE VENNOOTSCHAP IN HET KADER VAN HET RUILBOD

De raad van bestuur van de Vennootschap (de **Raad van Bestuur**) legt hierbij zijn bijzonder verslag dat werd opgesteld overeenkomstig de artikelen 7:179, §1, eerste lid en 7:197, §1, eerste lid van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen (het **WVV**) voor aan de aandeelhouders van de Vennootschap. Het bijzonder verslag heeft betrekking op de voorgenomen kapitaalverhoging door inbreng in natura van aandelen van Picanol NV tegen uitgifte van nieuwe aandelen van de Vennootschap in het kader van het ruilbod dat de Vennootschap voornemens is uit te brengen op de aandelen van Picanol NV.

Overeenkomstig artikel 7:197, §1, eerste lid WVV verantwoordt de Raad van Bestuur in dit verslag waarom de inbreng in het belang is van de Vennootschap, beschrijft hij elke inbreng in natura, motiveert hij de waardering van elke inbreng in natura en geeft hij aan welke vergoeding als tegenprestatie voor de inbreng wordt verstrekt. Overeenkomstig artikel 7:179, §1, eerste lid WVV verantwoordt de Raad van Bestuur eveneens de uitgifteprijs en beschrijft hij de gevolgen van de verrichting voor de vermogens- en lidmaatschapsrechten van de aandeelhouders.

Overeenkomstig de artikelen 7:179, §1, tweede lid en 7:197, §1, tweede lid WVV heeft de Raad van Bestuur dit verslag in ontwerp voorgelegd aan de commissaris van de Vennootschap, met name KPMG Bedrijfsrevisoren/Réviseurs d'Entreprises BV/SRL, vertegenwoordigd door de heer Joachim Hoebeec, bedrijfsrevisor (de **Commissaris**), ter beoordeling in een verslag of (i) de in dit verslag opgenomen financiële en boekhoudkundige gegevens in alle van materieel belang zijnde opzichten getrouw zijn en voldoende zijn om de algemene vergadering die over het voorstel moet stemmen voor te lichten en (ii) de waardebeoordelingen waartoe de door de Raad van Bestuur in dit verslag toegepaste waardeermethodes leiden ten minste overeenkomen met het aantal en de fractiewaarde en, in voorkomend geval, met de uitgiftepremie van de tegen de inbreng uit te geven aandelen (zie verder in dit verslag onder titel 5 "Verslag van de Commissaris"). Het verslag van de Commissaris wordt als Bijlage 1 aan dit verslag gehecht.

Dit bijzonder verslag dient derhalve samen te worden gelezen met voornoemd controleverslag over de inbreng in natura van de Commissaris.

Beide verslagen zullen worden voorgelegd aan de buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders van de Vennootschap die zal worden gehouden op of omstreeks 18 oktober 2022 die, onder meer, zal beslissen over de voorgenomen kapitaalverhoging door inbreng in natura in het kader van het ruilbod door de Vennootschap op alle aandelen uitgegeven door Picanol NV.

1 INLEIDING

Picanol NV is een naamloze vennootschap naar Belgisch recht, met zetel te Steverlyncklaan 15, 8900 Ieper, België en geregistreerd bij de Kruispuntbank van Ondernemingen (RPR Gent, afdeling Ieper) onder nummer 0405.502.362 (**Picanol**).

Het kapitaal van Picanol bedraagt op de datum van dit bijzonder verslag EUR 22.200.000 en wordt vertegenwoordigd door 17.700.000 gewone aandelen, zonder nominale waarde, die volledig zijn volstort.

Op of rond 20 oktober 2022 zal door Oostiep Group BV (een 100% holdingvennootschap van dhr. Luc Tack) worden overgegaan tot inbreng in natura van 175.215 aandelen van Rieter Holding AG in Picanol tegen uitgifte van 231.766 nieuwe Picanol aandelen. Als gevolg van deze kapitaalverhoging door inbreng in natura zal het kapitaal van Picanol EUR 22.490.689,56 (afgerond) bedragen¹, vertegenwoordigd door 17.931.766 gewone aandelen zonder nominale waarde, die volledig volstort zullen zijn. De aandelen van Picanol zullen na deze kapitaalverhoging als volgt worden aangehouden:

Aandeelhouder	Aantal aandelen	Percentage (afgerond)
Manuco International NV	2.655.068	14,81 %
Oostiep Group BV	13.389.078	74,67 %
Andere aandelen op naam	183.905	1,03 %
Free float (publiek)	1.703.715	9,50 %
Totaal	17.931.766	100 %

De Vennootschap is voornemens om een vrijwillig en voorwaardelijk openbaar overnamebod door middel van omruiling uit te brengen op alle aandelen die zullen zijn uitgegeven door Picanol (de **Picanol Aandelen**) tegen uitgifte van nieuwe aandelen van de Vennootschap (het **Ruilbod**). Bijgevolg zullen alle aandeelhouders van Picanol gedurende de biedperiode, die voorzien is van 2 november 2022 tot en met 14 december 2022, en die in bepaalde gevallen vrijwillig of verplicht kan/zal worden heropend, de mogelijkheid worden geboden om hun Picanol Aandelen aan te bieden met oog op de inbreng in natura ervan in de Vennootschap in ruil voor nieuwe aandelen die zullen worden uitgegeven door de Vennootschap.

De Raad van Bestuur heeft dit verslag opgesteld, in toepassing van de artikelen 7:197, §1 en 7:179, §1 van het WVV, met betrekking tot de voorgenomen kapitaalverhoging door inbreng in natura van de Picanol Aandelen in ruil voor nieuwe aandelen die zullen worden uitgegeven door de Vennootschap in het kader van het Ruilbod.

¹ Naar aanleiding van de kapitaalverhoging door inbreng in natura van de aandelen in Rieter Holding AG met een totale inbrengwaarde van EUR 22.203.244,80, zal EUR 290.689,56 worden toegewezen aan het kapitaal en EUR 21.912.555,24 worden geboekt als uitgiftepremie.

2 BESCHRIJVING VAN DE VOORGESTELDE VERRICHTING

De Raad van Bestuur stelt voor om het kapitaal van de Vennootschap te verhogen door inbreng in natura van alle Picanol Aandelen die door de aandeelhouders van Picanol worden aangeboden in het kader van het Ruilbod tegen nieuwe aandelen uitgegeven door de Vennootschap.

De aspecten van de voorgestelde verrichting worden hierna in detail toegelicht.

2.1 Beschrijving van het huidige kapitaal en aandeelhoudersstructuur van de Vennootschap

De Vennootschap heeft op datum van dit verslag een kapitaal ten bedrage van EUR 216.231.862,15 vertegenwoordigd door 43.154.979 gewone aandelen, zonder nominale waarde, die volledig zijn volstort. De fractiewaarde per aandeel bedraagt derhalve EUR 5,01 (afgerond).

De aandeelhoudersstructuur van de Vennootschap is op datum van dit verslag als volgt:

Aandeelhouder	Aantal aandelen	Percentage (afgerond)
Verbrugge NV	21.860.003	50,65 %
Symphony Mills NV ²	2.607.200	6,04 %
Norges Bank	1.287.899	2,98 %
Carmignac Gestion SA	903.687	2,09 %
Dimensional Fund Advisors LP	891.022	2,06 %
Free float (Euronext Brussels) ³	15.573.665	36,09 %
Eigen aandelen	31.503	0,07 %
Totaal	43.154.979	100%

2.2 Beschrijving van de Inbreng

De voorgenomen inbreng in natura bestaat uit de Picanol Aandelen die door de aandeelhouders van Picanol zullen worden aangeboden aan de Vennootschap in het kader van het Ruilbod (de **Inbreng**).

Op 7 juli 2022 werd een *Integration Protocol* aangegaan tussen Tessenderlo Group NV, Picanol NV, Verbrugge NV, Artela NV, dhr. Luc Tack, Manuco International NV en Symphony Mills NV, waartoe Oostiep Group BV is toegetreden middels het addendum van 6 september 2022 (het **Integratieprotocol**). In het Integratieprotocol zijn de referentie aandeelhouders (de heer Luc Tack, via zijn holdingvennootschap Oostiep Group BV, en (de familie) Patrick Steverlynck, via zijn holdingvennootschap Manuco International NV) elk een *hard irrevocable* verbintenis aangegaan om, onder de voorwaarden en volgens de modaliteiten uiteengezet in het Integratieprotocol, alle Picanol

² Deze aandelen zullen door middel van een partiële splitsing op of rond 20 oktober 2022 worden overgedragen aan Oostiep Group BV.

³ Deze aandelen gehouden door "andere aandeelhouders" (*free float*) omvatten (i) 46.113 aandelen die aan de heer Luc Tack werden toegekend in het kader van een bonus plan en (ii) 40.989 aandelen die aan de heer Stefaan Haspeslagh werden toegekend in het kader van een bonusplan, en die door de Vennootschap als deel van de *free float* worden beschouwd.

Aandelen die zij aanhouden in te brengen in het kader van het Ruilbod. Bijgevolg zal de Vennootschap minstens 89,47% (afgerond) van het totaal aantal uitstaande Picanol Aandelen verwerven in het kader van het Ruilbod. Of de Vennootschap de overige 10,53% (afgerond) van het totaal aantal uitstaande Picanol Aandelen zal verwerven middels het Ruilbod zal afhangen van de mate waarin de overige aandeelhouders van Picanol op het Ruilbod zullen ingaan.

In totaal zullen in het kader van het Ruilbod maximum 17.931.766 Picanol Aandelen door middel van inbreng in natura in de Vennootschap worden ingebracht in ruil voor maximum 42.318.967 nieuwe aandelen uitgegeven door de Vennootschap o.b.v. de Ruilverhouding (zoals hierna gedefinieerd).

De voormelde Inbreng door de aandeelhouders van Picanol in het kader van het Ruilbod zal als één geheel ter goedkeuring worden voorgelegd aan de buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders van de Vennootschap die zal worden gehouden op of omstreeks 18 oktober 2022. De buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders van de Vennootschap zal een delegatie verlenen aan de Raad van Bestuur om na de afsluiting van de aanvaardingsperiode van het Ruilbod het aantal Picanol Aandelen dat door de aandeelhouders van Picanol in het kader van het Ruilbod werd aangeboden vast te stellen en aldus de kapitaalverhoging door inbreng in natura in de Vennootschap op die basis vast te stellen en uit te voeren.

2.3 Waardering van de Inbreng

De waarde per Picanol Aandeel dat door de aandeelhouders van Picanol zal worden ingebracht in het kader van het Ruilbod werd bepaald op basis van de intrinsieke waarde per Picanol Aandeel, dat werd bepaald op EUR 95,80 (afgerond) per aandeel. De intrinsieke waarde per Picanol Aandeel werd bekomen door de intrinsieke waarde van Picanol te delen door het totaal aantal uitstaande Picanol Aandelen na de kapitaalverhoging door inbreng in natura van de aandelen in Rieter Holding AG (zoals beschreven in paragraaf 2.1). De intrinsieke waarde van Picanol werd bepaald op basis van volgende waarderingmethoden: (i) de waarde van Picanol op *stand alone basis* werd bepaald aan de hand van de DCF-methode (actualisering van de toekomstige vrije operationele cashflows), (ii) de waarde van de aandelen Rieter Holding AG die in Picanol werden ingebracht werden bepaald op basis van de 3-maand gewogen gemiddelde beurskoers van 1/4/22 tot 30/6/22 van de Rieter Holding AG aandelen en (iii) de waardering van Tessenderlo Group NV (waarvan Picanol, via haar 100% dochtervennootschap Verbrugge NV 50,65% van de aandelen aanhoudt) werd bepaald zoals uiteengezet in paragraaf 2.4 hierna. Een uitgebreide uiteenzetting van de methode die werd gehanteerd voor de bepaling van de intrinsieke waarde van Picanol en het Picanol Aandeel is als Bijlage 2 aan dit verslag gehecht.

Voornoemde intrinsieke waarde van het Picanol Aandeel werd eveneens vergeleken met de koersevolutie van het Picanol Aandeel gedurende een periode van 12 maanden voor de aankondiging van de intentie van de Vennootschap om het Ruilbod uit te brengen op de Picanol Aandelen.

Onderstaande tabel toont de laagste en hoogste koersen, naast de gemiddelde en de volumegewogen gemiddelde aandelenkoers (*volume weighted average price, "VWAP"*) van de Picanol Aandelen tijdens de laatste twaalf maanden, de laatste zes maanden, de laatste drie maanden en de laatste maand voor de aankondiging op 8 juli 2022.

Periode	Volume	Aandeelprijs Picanol Group (EUR)			Premie ten opzichte van 95,80 EUR per Aandeel			Premie ten opzichte van 2.36 Tessenderlo Group Aandelen		
		Laagste	Hoogste	VWAP	Laagste	Hoogste	VWAP	Laagste	Hoogste	VWAP
Laatste maand	1.021	59,00	65,00	62,62	62,4%	47,4%	53,0%	19,0%	8,0%	12,1%
Laatste 3 maanden	946	59,00	69,80	65,23	62,4%	37,2%	46,9%	19,0%	0,6%	7,6%
Laatste 6 maanden	1.367	59,00	71,40	66,49	62,4%	34,2%	44,1%	19,0%	-1,7%	5,6%
Laatste 12 maanden	1.423	59,00	78,80	67,70	62,4%	21,6%	41,5%	19,0%	-10,9%	3,7%

	Volume	Aandeelprijs Picanol Group (EUR)		Premie ten opzichte van 95,80 EUR per Aandeel	Premie ten opzichte van 2.36 Tessenderlo Group Aandelen	Aandeelprijs Tessenderlo Group (EUR)
7/07/2022	182	61,80		55,0%	13,6%	29,75

Bron: Refinitiv

De Raad van Bestuur concludeert evenwel dat omwille van de lage liquiditeit van 0,1% in het Picanol Aandeel, de koersvorming geen accuraat beeld geeft van de onderliggende waarde van het Picanol Aandeel. Bovendien suggereert onderzoek van ISS in opdracht van de Europese Commissie⁴ dat fondsenbeheerders een bijkomende verdiscontering van 10% tot 30% toepassen op de intrinsieke waardering van aandelen van bedrijven waar dubbel stemrecht ingevoerd is. Gezien Picanol het dubbel stemrecht heeft ingevoerd, in combinatie met de aanwezigheid van referentie aandeelhouders, is dit waarschijnlijk een bijkomende verklaring voor het significante verschil tussen de intrinsieke waarde van de Picanol Aandelen op basis van de weerhouden waarderingmethode en de aandelenkoers. Gezien de koersvorming geen accuraat beeld vormt van de onderliggende waarde van de Picanol Aandelen is deze waarderingmethode bijgevolg niet weerhouden.

Op basis van voorgaande wordt de methode voor de waardering van het Picanol Aandeel op basis van de intrinsieke waarde van Picanol als adequaat beschouwd voor de voorgenoemde inbreng van de Picanol Aandelen in het kader van het Ruilbod en geacht een bedrijfseconomisch verantwoorde methode te zijn.

De inbrengwaarde per Picanol Aandeel bedraagt aldus EUR 95,80 (afgerond) (de **Inbrengwaarde**). Rekening houdend met het feit dat het Ruilbod 17.931.766 Picanol Aandelen beslaat, betekent dit dat de totale Inbrengwaarde maximum EUR 1.717.863.182,80 zal bedragen.

2.4 Beschrijving van de tegenprestatie / vergoeding van de Inbreng

De Vennootschap biedt per Picanol Aandeel dat wordt ingebracht in het Ruilbod 2,36 nieuwe aandelen uitgegeven door de Vennootschap (de **Nieuwe Aandelen**) aan (de **Ruilverhouding**).

Fracties van Nieuwe Aandelen zullen niet worden uitgegeven door de Vennootschap. Enige fracties van Nieuwe Aandelen die zouden moeten worden uitgegeven op basis van de voormelde Ruilverhouding aan een bepaalde houder van Picanol Aandelen (i.e. aldus op basis van zijn totaal aantal ingebrachte Picanol Aandelen in het Ruilbod), zullen in geld worden afgerekend. Meer bepaald zal de Picanol Aandeelhouder voor de fractie van het Nieuw Aandeel dat zou moeten worden uitgegeven een vergoeding krijgen die als volgt zal worden berekend:

$$\text{Fractie van het Nieuw Aandeel} \times 40,59 \text{ EUR} = \text{vergoeding in geld}^*$$

⁴ European Commission External Study by ISS, Sherman & Sterling and ECGI, Report on the Proportionality Principle in the European Union, 2006.

** het resultaat zal worden afgerond op twee cijfers na de komma, waarbij vanaf 0,005 naar boven zal worden afgerond en onder 0,005 naar beneden zal worden afgerond*

Cijfervoorbeeld:

Een aandeelhouder die 1 Picanol Aandeel heeft en ingaat op het Ruilbod, zal volgens de Ruilverhouding 2,36 Nieuwe Aandelen ontvangen. De fractiewaarde van 0,36 Nieuw Aandeel zal worden uitbetaald in geld als volgt: $0,36 \times 40,59 \text{ EUR} = 14,61 \text{ EUR}$ (afgerond). Bijgevolg ontvangt de aandeelhouder van Picanol voor 1 Picanol Aandeel, twee Nieuwe Aandelen en 14,61 EUR in geld.

Een aandeelhouder die 5 Picanol Aandelen heeft en ingaat op het Ruilbod, zal volgens de Ruilverhouding 11,80 Nieuwe Aandelen ontvangen. De fractiewaarde van 0,80 Nieuw Aandeel zal worden uitbetaald in geld als volgt: $0,80 \times 40,59 \text{ EUR} = 32,47 \text{ EUR}$ (afgerond). Bijgevolg ontvangt de aandeelhouder van Picanol voor 5 Picanol Aandelen, 11 Nieuwe Aandelen en 32,47 EUR in geld.

Voorvoemde Ruilverhouding werd bepaald op basis van de intrinsieke waarde per Picanol Aandeel (zoals toegelicht in paragraaf 2.3) en de intrinsieke waarde per aandeel van de Vennootschap, die werd bepaald op EUR 40,59 (afgerond) per aandeel.

De intrinsieke waarde van de Vennootschap werd bepaald aan de hand van (i) de DCF-methode (actualisering van de toekomstige vrije operationele cashflows) en (ii) *multiples* van vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen. Een uitgebreide uiteenzetting van de methodes die werden gehanteerd voor de bepaling van de intrinsieke waarde van de Vennootschap en de aandelen van de Vennootschap wordt verwezen naar de toelichting in Bijlage 2 bij dit verslag.

Rekening houdend met het totaal aantal Picanol Aandelen die het voorwerp uitmaken van het Ruilbod, zullen er volgens voorvoemde Ruilverhouding maximum 42.318.967 Nieuwe Aandelen van de Vennootschap worden uitgegeven naar aanleiding van de inbreng in natura in het kader van het Ruilbod.

2.5 **Uitgifte van Nieuwe Aandelen**

(a) Beschrijving van de nieuwe aandelen uit te geven door de Vennootschap in het kader van de kapitaalverhoging door inbreng in natura van Picanol Aandelen

Als vergoeding voor de inbreng van Picanol Aandelen in haar kapitaal, zal de Vennootschap Nieuwe Aandelen uitgeven, zulks volgens de Ruilverhouding 2,36 Nieuwe Aandelen per ingebracht Picanol Aandeel.

De Nieuwe Aandelen zullen gewone aandelen zijn die worden uitgegeven door de Vennootschap en worden gecreëerd onder Belgisch recht. Zij zullen dezelfde vermogens- en lidmaatschapsrechten hebben als de reeds bestaande aandelen van de Vennootschap. Zij zullen delen in het resultaat van de Vennootschap vanaf 1 januari 2023 en zullen worden uitgegeven met coupon nr. 77 aangehecht.

De Nieuwe Aandelen die aan de Picanol aandeelhouders zullen worden uitgegeven in ruil voor hun Inbreng in het kader van het Ruilbod, zullen, naar keuze van de Picanol aandeelhouder, gedematerialiseerde aandelen of aandelen op naam zijn. De gedematerialiseerde Nieuwe Aandelen zullen worden vertegenwoordigd door een boeking op rekening, op naam van de eigenaar of de houder, bij een erkende rekeninghouder of bij een vereffeninginstelling. De Nieuwe Aandelen op naam zullen door de Raad van Bestuur worden ingeschreven in het aandelenregister van de Vennootschap. De titularis van Nieuwe Aandelen zal op elk ogenblik op zijn kosten de omzetting kunnen vragen van zijn Nieuwe Aandelen in aandelen op naam of in gedematerialiseerde aandelen.

(b) Notering van Nieuwe Aandelen

Er zal een aanvraag bij Euronext tot notering van de Nieuwe Aandelen op de gereguleerde markt van Euronext Brussels worden ingediend. De Nieuwe Aandelen zullen ten vroegste naar verwachting worden toegelaten tot de handel op die markt vanaf de datum van hun uitgifte, met name op de betaaldatum in het kader van het Ruilbod.

(c) Informatie die aan de aandeelhouders ter beschikking wordt gesteld

In beginsel dient voor de aanbidding van de Nieuwe Aandelen aan de Picanol aandeelhouders en de toelating van de Nieuwe Aandelen tot de verhandeling op een Belgische gereguleerde markt, met toepassing van Verordening 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad van 14 juni 2017 betreffende het prospectus dat moet worden gepubliceerd wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel op een gereguleerde markt worden toegelaten en tot intrekking van Richtlijn 2003/71/EG (de **Prospectusverordening**), een prospectus te worden gepubliceerd.

Op deze regel bestaat echter een uitzondering, met toepassing van de artikelen 1, lid 4, f) en 1, lid 5, e) van de Prospectusverordening voor effecten aangeboden bij een overname middels een openbaar aanbod tot ruil, mits een document ter beschikking wordt gesteld aan het publiek dat informatie bevat ter beschrijving van de transactie en het effect ervan op de uitgevende instelling.

De Gedelegeerde Verordening (EU) 2021/528 van de Commissie van 16 december 2020 tot aanvulling van Verordening (EU) 2017/1129 van het Europees Parlement en de Raad wat betreft de informatie die ten minste moet worden vermeld in het document dat moet worden gepubliceerd voor een prospectusvrijstelling in verband met een overname middels een openbaar aanbod tot ruil, een fusie of een splitsing bepaalt de verdere inhoud van het vrijstellingsdocument.

In het licht van de wetgeving inzake openbare overnamebiedingen⁵ in België, heeft de Raad van Bestuur een prospectus voorbereid met betrekking tot het Ruilbod. Het prospectus zal overeenkomstig artikel 5 van het Overnamebesluit bij de FSMA ter goedkeuring worden ingediend op of rond 7 september 2022.

Het prospectus bevat eveneens de informatie die in het voornoemd vrijstellingsdocument dient te worden opgenomen volgens de artikelen 1, lid 4, f) en 1, lid 5, e) van de Prospectusverordening. Het vrijstellingsdocument dat volgens de artikelen 1, lid 4, f) en 1, lid 5, e) van de Prospectusverordening

⁵ De Wet van 1 april 2007 op de openbare overnamebiedingen, BS 26 april 2007, zoals van tijd tot tijd gewijzigd (Overnamewet) en het Koninklijk Besluit van 27 april 2007 op de openbare overnamebiedingen, BS 23 mei 2007, zoals van tijd tot tijd gewijzigd (het Overnamebesluit).

moet worden opgesteld, en waarvan de informatie is opgenomen in het Prospectus, is geen prospectus in de zin van de Prospectusverordening. Het vrijstellingsdocument is niet onderworpen aan controle en goedkeuring door de betrokken bevoegde autoriteit overeenkomstig artikel 20 van de Prospectusverordening.

2.6 Bedrag van de kapitaalverhoging

Rekening houdend met de Inbrengwaarde per Picanol Aandeel van EUR 95,80 (afgerond), het totaal aantal Picanol Aandelen die het voorwerp uitmaken van het Ruilbod en de *hard irrevocable* verbintenissen van de referentie aandeelhouders, zouden er ten gevolge van de voorgenomen Inbreng en de kapitaalverhoging minimaal 37.864.184 en maximaal 42.318.967 Nieuwe Aandelen worden uitgegeven en zal het kapitaal van de Vennootschap minimaal worden verhoogd met EUR 189.721.863,03⁶ (afgerond) en maximaal worden verhoogd met EUR 212.042.949,64⁷ (afgerond). Na de kapitaalverhoging zal het kapitaal van de Vennootschap minimaal EUR 405.953.725,18 (afgerond) bedragen en minimaal worden vertegenwoordigd door 81.019.163 aandelen, en maximaal EUR 428.274.811,79 bedragen en maximaal worden vertegenwoordigd door 85.473.946 aandelen.

Het bedrag waarmee het kapitaal van de Vennootschap wordt verhoogd is dus gelijk aan het aantal Nieuwe Aandelen vermenigvuldigd met de (exacte) fractiewaarde van de bestaande aandelen (d.i. afgerond op EUR 5,01 per aandeel), waarbij de uitkomst van deze berekening vervolgens naar boven tot op de eurocent wordt afgerond. De kapitaalvertegenwoordigende waarde van alle aandelen van de Vennootschap (d.w.z. zowel de bestaande aandelen als de Nieuwe Aandelen) zal vervolgens worden gelijkgeschakeld.

Het verschil tussen de verhoging van het kapitaal en de totale Inbrengwaarde zal als uitgiftepremie worden geboekt op een afzonderlijke rekening "Uitgiftepremies", onder het eigen vermogen op het passief van de balans van de Vennootschap.

3 BELANG VAN DE VOORGESTELDE VERRICHTING

Het belang voor de Vennootschap van de voorgestelde kapitaalverhoging door inbreng in natura van de Picanol Aandelen in het kader van het Ruilbod is als volgt.

Door de verwerving van de Picanol Aandelen door de Vennootschap zal één industriële groep ontstaan. De gecombineerde groep zal een grotere slagkracht hebben. Het toegenomen eigen vermogen en het vergroten van de transparantie zou het in principe ook mogelijk moeten maken voor de Vennootschap om financiering tegen nog gunstigere voorwaarden te verkrijgen en zou moeten leiden tot een verhoogde attractiviteit van de Vennootschap op de kapitaalmarkten.

Door opname van de Picanol groep als businessunit in het segment Machines & Technologies, zal de groep van de Vennootschap voortaan uit vijf bedrijfssegmenten bestaan. Deze doorgedreven diversificatie is in lijn met en versterkt het beleid van de Vennootschap. De verschillende bedrijfssegmenten zijn immers onderhevig aan een verschillende cycliciteit. De verdere diversificatie van de Vennootschap zou dan ook moeten leiden tot stabielere kasstromen. De combinatie van de

⁶ In welk geval een uitgiftepremie van EUR 1.347.307.323,77 (afgerond) zal worden geboekt.

⁷ In welk geval een uitgiftepremie van EUR 1.505.820.233,16 (afgerond) zal worden geboekt.

kasstromen van de Vennootschap met de kasstroom van de Picanol groep zal het dan ook makkelijker maken om doorheen de verschillende economische cycli niet alleen overnames en investeringen te realiseren, maar ook een stabiel dividendbeleid aan te houden, waardoor deze diversificatie niet alleen de Vennootschap maar ook de aandeelhouders ten goede komt.

Ook vanuit *corporate opportunity* overwegingen komt de integratie van beide bedrijven in één industriële groep zowel de Vennootschap als haar aandeelhouders ten goede. Zo zal, op termijn, de groep kunnen ageren met één beursnotering en met centrale aansturing vanuit de raad van bestuur van de Vennootschap, wat zou moeten leiden tot kostenbesparingen en een transparantere besluitvorming. Verder zal de consolidatie van de groep ertoe leiden dat investeerders de mogelijkheid zullen hebben om rechtstreeks te participeren in elk nieuw project dat Tessengerlo Group dan wel Picanol wenst op te starten, waarbij zich niet langer de vraag zal stellen welk van beide entiteiten het project zal realiseren.

4 GEVOLGEN VAN DE VERRICHTING VOOR DE VERMOGENS- EN LIDMAATSCHAPSRECHTEN VAN DE BESTAANDE AANDEELHOUDERS

Op de datum van de opening van de aanvaardingsperiode van het Ruilbod (die is voorzien rond 2 november 2022), zullen de referentie aandeelhouders de heer Luc Tack (via zijn holdingvennootschap Oostiep Group BV) 13.389.078 Picanol Aandelen en (de familie) Patrick Steverlynck (via zijn holdingvennootschap Manuco International NV) 2.655.068 Picanol Aandelen aanhouden. Oostiep Group BV en Manuco International NV (als Referentie Aandeelhouders) hebben er zich in het Integratieprotocol toe verbonden om alle Picanol Aandelen die zij aanhouden in te brengen in het kapitaal van de Vennootschap in het kader van het Ruilbod. Bijgevolg zal voor minstens 89,47% (afgerond) van de Picanol Aandelen uitgegeven door Picanol worden ingegaan op het Ruilbod.

Het exacte aantal Picanol Aandelen dat zal worden ingebracht (en dus het aantal Nieuwe Aandelen in de Vennootschap dat in ruil zal worden uitgegeven) hangt af van de graad van aanvaarding van het Ruilbod door de minderheidsaandeelhouders van Picanol (die op het moment van de opening van de aanvaardingsperiode van het Ruilbod 10,53% (afgerond) zullen vertegenwoordigen). Indien geen enkele van de minderheidsaandeelhouders van Picanol zouden ingaan op het Ruilbod (en aldus slechts 89,47% (afgerond) van de Picanol Aandelen worden ingebracht in het Ruilbod door de Referentie Aandeelhouders) zullen er in totaal maximaal 37.864.184 Nieuwe Aandelen worden uitgegeven. Indien alle minderheidsaandeelhouder van Picanol zouden ingaan op het Ruilbod (en dus 100% van de Picanol Aandelen worden ingebracht in het Ruilbod) zullen er in totaal maximaal 42.318.967 Nieuwe Aandelen worden uitgegeven.

Onderstaande tabel toont de dilutie van het aantal aandelen (en, daaraan verbonden, de liquidatie- en dividendrechten) aan op basis van een minimaal scenario (inbreng van 89,47% (afgerond) Picanol Aandelen) en een maximaal scenario (inbreng van 100% Picanol Aandelen).

Aandeelhouder	Bestaande aandelen voor de inbreng in natura	Bijkomende Nieuwe Aandelen nav de inbreng in natura	Totaal aantal aandelen na de inbreng in natura (percentages afgerond)
---------------	--	---	---

	(percentages afgerond)	Minimum	Maximum	Minimum	Maximum
Symphony Mills NV⁸	2.607.200 (6,04%)	0		0 (0%)	
Oostiep Group BV	0 (0%)	31.598.224 ⁹		34.205.424 ¹⁰	
				42,22%	40,02%
Verbrugge NV	21.860.003 (50,65%)	0		21.860.003	
				26,98%	25,58%
Manuco International NV	0 (0%)	6.265.960		6.265.960	
				7,73%	7,33%
Eigen Aandelen	31.503 (0,07%)	0		31.503	
				0,04%	0,04%
Andere	18.656.273 ¹¹ (43,23%)	0	4.454.783	18.656.273	23.111.056
				23,03%	27,04%
Totaal:	43.154.979 (100%)	37.864.184	42.318.967	81.019.163 (100%)	85.473.946 (100%)

De statuten van de Vennoetschap voorzien in een loyaleitsstemrecht, hetgeen betekent dat aan de volgestorte aandelen van de Vennoetschap die tenminste twee jaar ononderbroken op naam van dezelfde aandeelhouder in het register van de aandelen op naam zijn ingeschreven, een dubbel stemrecht worden verleend. Ieder ander aandeel van de Vennoetschap geeft op de algemene

⁸ Symphony Mills NV zal voorafgaand aan de opening van het Ruilbod, en dus de inbreng in natura in het kader van het Ruilbod, alle aandelen die zij aanhoudt in de Vennoetschap en alle aandelen die zij aanhoudt in Picanol NV door middel van een partiële splitsing overdragen aan Oostiep Group BV, waardoor Oostiep Group BV aandeelhouder zal worden van de Vennoetschap en eveneens alle aandelen die zij zal verwerven in Picanol NV zal inbrengen in het Ruilbod in ruil voor Nieuwe Aandelen in de Vennoetschap.

⁹ In ruil voor de inbreng van de 13.389.078 aandelen Picanol NV die Oostiep Group BV heeft verkregen naar aanleiding van (i) de splitsing van Artela NV, (ii) de partiële splitsing van Symphony Mills NV en (iii) de inbreng van de aandelen Rieter Holding AG.

¹⁰ Inclusief de aandelen in de Vennoetschap die Oostiep Group BV heeft verkregen van Symphony Mills NV ingevolge de partiële splitsing.

¹¹ Deze aandelen gehouden door "andere aandeelhouders" (*free float*) omvatten (i) 46.113 aandelen die aan de heer Luc Tack werden toegekend in het kader van een bonus plan en (ii) 40.989 aandelen die aan de heer Stefaan Haspeslagh werden toegekend in het kader van een bonusplan, en die door de Vennoetschap als deel van de *free float* worden beschouwd.

vergadering recht op één stem.

Op de datum van dit bijzonder verslag genieten de aandelen aangehouden door de volgende aandeelhouders dubbel stemrecht:

- (i) 2.532.200 aandelen aangehouden door Oostiep Group BV;
- (ii) 19.007.762 aandelen aangehouden door Verbrugge NV.

Na het Ruilbod zal Verbrugge NV (die een 100% dochtervennootschap is van Picanol) een onrechtstreekse dochtervennootschap zijn geworden van de Vennootschap, waardoor haar participatie in de Vennootschap een kruisparticipatie wordt (met name aandelen die door een onrechtstreekse dochtervennootschap worden aangehouden in de moedervennootschap). Ingevolge artikel 7:224 WVV zullen de stemrechten verbonden aan deze kruisparticipatie worden geschorst.

Onderstaande tabel toont het stemrecht verbonden aan de aandelen in de Vennootschap aan op basis van een minimaal scenario (inbreng van 89,47% (afgerond) Picanol Aandelen) en een maximaal scenario (inbreng van 100% Picanol Aandelen).

Aandeelhouder	Aantal stemrechten voor de inbreng in natura	Bijkomende stemrechten verbonden aan de Nieuwe Aandelen nav de inbreng in natura		Totaal aantal stemrechten verbonden aan de aandelen na de inbreng in natura	
		Minimum	Maximum	Minimum	Maximum
Symphony Mills NV¹²	5.139.400 (7,91%)	0		0 (0%)	
Oostiep Group BV	0 (0%)	31.598.224 ¹³		36.737.624 ¹⁴	
				59,27%	55,30%
Verbrugge NV	40.867.765 (62,89%)	0		0 (0%)(geschorst)	
Manuco	0 (0%)	6.265.960		6.265.960	

¹² Symphony Mills NV zal voorafgaand aan de opening van het Ruilbod, en dus de inbreng in natura in het kader van het Ruilbod, alle aandelen die zij aanhoudt in de Vennootschap en alle aandelen die zij aanhoudt in Picanol NV door middel van een partiële splitsing overdragen aan Oostiep Group BV, waardoor Oostiep Group BV aandeelhouder zal worden van de Vennootschap en eveneens alle aandelen die zij zal verwerven in Picanol NV zal inbrengen in het Ruilbod in ruil voor Nieuwe Aandelen in de Vennootschap.

¹³ In ruil voor de inbreng van de 13.389.078 aandelen Picanol NV die Oostiep Group BV heeft verkregen naar aanleiding van (i) de splitsing van Artela NV, (ii) de partiële splitsing van Symphony Mills NV en (iii) de inbreng van de aandelen Rieter Holding AG.

¹⁴ Inclusief de stemrechten verbonden aan de aandelen in de Vennootschap die Oostiep Group BV heeft verkregen van Symphony Mills NV ingevolge de partiële splitsing.

International NV				10,11%	9,43%
Eigen aandelen	0 (0%)	0		0 (0%)	
Andere	18.978.379 ¹⁵ (29,20%)	0	4.454.783	18.978.379	23.433.162
				30,62%	35,27%
Totaal:	64.985.544 (100%)	37.864.184	42.318.967	61.981.963 (100%)	66.436.746 (100%)

5 VERSLAG VAN DE COMMISSARIS

Aan de Commissaris werd een ontwerp van onderhavig bijzonder verslag overgemaakt en gevraagd om een controleverslag over de inbreng in natura op te stellen overeenkomstig art. 7:197, § 1, tweede lid *juncto* art 7:179, § 1, tweede lid van het WVV.

De Raad van Bestuur heeft kennisgenomen van het controleverslag van de Commissaris, waarvan een kopie wordt gevoegd bij dit verslag als Bijlage I.

De conclusie van de Commissaris luidt als volgt:

“Overeenkomstig artikel 7:197/ 7:179 van het WVV, brengen wij hierna aan de buitengewone algemene vergadering van vennootschap Tessenderlo Group NV onze conclusie uit in het kader van onze opdracht als commissaris, waarvoor wij werden aangesteld bij opdrachtbrief van 18 augustus 2022.

Wij hebben onze opdracht uitgevoerd volgens de Norm inzake de opdracht van de bedrijfsrevisor in het kader van inbreng in natura en quasi-inbreng van het Instituut van de Bedrijfsrevisoren. Onze verantwoordelijkheden op grond van deze norm zijn verder beschreven in de sectie “Verantwoordelijkheden van de commissaris betreffende de inbreng in natura en de uitgifte van aandelen”.

Inzake de inbreng in natura

Overeenkomstig artikel 7:197 van het WVV hebben wij de hierna beschreven aspecten, zoals deze opgenomen werden in het verslag van het bestuursorgaan op datum van 6 september 2022 onderzocht en hebben geen bevindingen van materieel belang te melden inzake:

— de beschrijving van de in te brengen bestanddelen;

¹⁵ Deze aandelen gehouden door “andere aandeelhouders” (*free float*) omvatten (i) 46.113 aandelen die aan de heer Luc Tack werden toegekend in het kader van een bonus plan en (ii) 40.989 aandelen die aan de heer Stefaan Haspeslagh werden toegekend in het kader van een bonusplan, en die door de Vennootschap als deel van de *free float* worden beschouwd.

- de toegepaste waardering, en
- de daartoe aangewende methodes van waardering.

Tevens concluderen wij dat de voor de inbreng in natura toegepaste waarderingmethodes leiden tot de waarden van de inbrengen en deze ten minste overeenkomen met het aantal en de nominale waarde of bij gebrek aan een nominale waarde, de fractiewaarde van de tegen de inbreng uit te geven aandelen.

De werkelijke vergoeding van de inbreng in natura bestaat uit maximaal 42.318.967 aandelen van de Vennootschap, met een fractiewaarde van EUR 5,01 (afgerond), die elk een gelijk deel van het kapitaal vertegenwoordigen.

Deze nieuwe aandelen:

- hebben dezelfde rechten en plichten als de bestaande aandelen van Tessengerlo Group NV;
- zullen deelnemen in de resultaten van Tessengerlo Group NV vanaf 1 januari 2023;

Inzake de uitgifte van aandelen

Op basis van onze beoordeling van de boekhoudkundige en financiële gegevens - opgenomen in het bijzonder verslag van het bestuursorgaan opgesteld in uitvoering van artikel 7:179 §1 van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen is niets onder onze aandacht gekomen dat ons ertoe aanzet van mening te zijn dat deze gegevens, die de verantwoording van de uitgifteprijs en de gevolgen voor de vermogens- en lidmaatschapsrechten van de aandeelhouders omvatten, niet in alle materiële opzichten getrouw en voldoende zijn om de algemene vergadering die over de voorgestelde verrichting moet stemmen voor te lichten.

Aangezien de prospectieve boekhoudkundige en financiële gegevens en de veronderstellingen waarop deze zijn gebaseerd betrekking hebben op de toekomst en daarom beïnvloed kunnen worden door onvoorziene gebeurtenissen, brengen wij geen oordeel tot uitdrukking over de vraag of de gerapporteerde eigenlijke resultaten zullen overeenkomen met die opgenomen in de toekomstige financiële informatie en de verschillen kunnen van materieel belang zijn.

No fairness opinion

Onze opdracht overeenkomstig artikel 7:197 §1 en 7:179 §1 van het WVV bestaat er niet in uitspraak te doen over de geschiktheid of opportuniteit van de verrichting, noch over de waardering van de vergoeding die als tegenprestatie voor de inbreng wordt gegeven, noch over de vraag of die verrichting rechtmatig en billijk is ("no fairness opinion").

Verantwoordelijkheid van het bestuursorgaan betreffende de inbreng in natura en de uitgifte van aandelen

Het bestuursorgaan is verantwoordelijk voor:

- het uiteenzetten waarom de inbreng van belang is voor de vennootschap;
- de beschrijving en de gemotiveerde waardering van elke inbreng in natura; en

— *het melden van de vergoeding die als tegenprestatie verstrekt.*

Het bestuursorgaan is tevens verantwoordelijk voor:

— *de verantwoording van de uitgifteprijs; en*

— *de beschrijving van de gevolgen van de verrichting voor de vermogens- en lidmaatschapsrechten van de aandeelhouders.*

Verantwoordelijkheid van de commissaris betreffende de inbreng in natura en de uitgifte van aandelen

De commissaris is verantwoordelijk voor:

— *het onderzoeken van de door het bestuursorgaan gegeven beschrijving van elke inbreng in natura;*

— *het onderzoeken van de toegepaste waardering en de daartoe aangewende waarderingmethodes;*

— *de melding of de waarden waartoe deze methodes leiden, ten minste overeenkomen met de waarde van de inbreng die in de akte wordt vermeld; en*

— *het vermelden van de werkelijke vergoeding als tegenprestatie voor de inbreng verstrekt.*

De commissaris is tevens verantwoordelijk voor de beoordeling of de in het verslag van het bestuursorgaan opgenomen financiële en boekhoudkundige gegevens - opgenomen in het ontwerp verslag van het bestuursorgaan dat de verantwoording van de uitgifteprijs omvat - in alle van materieel belang zijnde opzichten getrouw zijn en voldoende zijn om de algemene vergadering die over het voorstel moet stemmen, voor te lichten.

De reikwijdte van onze beoordelingsopdracht is aanzienlijk geringer dan die van een audit uitgevoerd volgens de internationale controlestandaarden (International Standards on Auditing ISA's). Om die reden stelt de beoordeling ons niet in staat de zekerheid te verkrijgen dat wij kennis zullen krijgen van alle aangelegenheden van materieel belang die naar aanleiding van een controle mogelijk worden onderkend. Bijgevolg brengen wij geen controleoordeel over de boekhoudkundige en financiële gegevens tot uitdrukking.

Beperking van het gebruik van dit verslag

Dit verslag werd enkel opgesteld uit hoofde van artikels 7:197 §1 en 7:179 §1 van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen in het kader van de kapitaalsverhoging van Tessenderlo Group NV door inbreng in natura en mag niet gebruikt worden voor andere doeleinden."

De Raad van Bestuur stemt in met de bevindingen zoals uiteengezet in het controleverslag van de Commissaris en formuleert hier geen bijkomende opmerkingen bij. De Raad van Bestuur gaat hiermee akkoord en wijkt derhalve niet af van de conclusie van de Commissaris zoals weerhouden in diens controleverslag.

6 WIJZIGING VAN DE STATUTEN VAN DE VENNOOTSCHAP

Bij verwezenlijking van de voorgestelde kapitaalverhoging door inbreng in natura van aandelen, zal de buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders van de Vennootschap eveneens besluiten tot het overeenkomstig aanpassen van artikel 5 van de gecoördineerde statuten van de Vennootschap.

* * *

Gelet op de uiteenzetting, toelichting en verantwoording van de juridische, bedrijfseconomische en financiële overwegingen in dit bijzonder verslag, is de Raad van Bestuur van oordeel dat de voorgestelde kapitaalverhoging door inbreng in natura van aandelen in het belang is van de Vennootschap.

Om die reden wenst de Raad van Bestuur de aandeelhouders van de Vennootschap te verzoeken om het voorliggend voorstel goed te keuren op de buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders die op of rond 18 oktober 2022 zal worden gehouden, en derhalve ten gunste van de kapitaalverhoging door inbreng in natura van aandelen te stemmen.

[handtekenpagina volgt onmiddellijk hierna]

DISCLAIMER

Het aanbod van effecten in ruil voor andere effecten wordt niet gedaan in of naar, en is niet aanvaardbaar in of vanuit de Verenigde Staten, Australië, Canada, Japan en het Verenigd Koninkrijk of enig ander rechtsgebied waar dit een overtreding van de wetten van dat rechtsgebied zou uitmaken. Dit document vormt geen aanbod tot het verwerven, kopen, inschrijven op, verkopen of ruilen van effecten (of het verzoek om een aanbod tot het verwerven, kopen, inschrijven op, verkopen of ruilen van effecten) in of naar de Verenigde Staten van Amerika, Australië, Canada, Japan, het Verenigd Koninkrijk of enig ander rechtsgebied waar dit een schending van de wetgeving van een dergelijk rechtsgebied zou inhouden, en een dergelijk aanbod (of verzoek) mag niet worden gedaan in een dergelijk rechtsgebied. Effecten die in dit document worden besproken, zijn niet en zullen niet worden geregistreerd onder de "US Securities Act" van 1933, zoals gewijzigd, of bij enige effecten regulerende autoriteit van enige staat van de Verenigde Staten en mogen niet worden aangeboden of verkocht in de Verenigde Staten zonder registratie of een toepasselijke vrijstelling van registratie onder deze wet. Er zal geen openbare aanbidding van effecten in de Verenigde Staten plaatsvinden.

DISCLAIMER

The offer of securities in exchange for other securities is not being made in or into, and is not capable of acceptance in or from, the United States, Australia, Canada, Japan and the United Kingdom or any other jurisdiction where to do so would constitute a violation of the laws of such jurisdiction. This document does not constitute the extension of an offer to acquire, purchase, subscribe for, sell or exchange (or the solicitation of an offer to acquire, purchase, subscribe for, sell or exchange), any securities in or into the United States of America, Australia, Canada, Japan, the United Kingdom or any other jurisdiction where to do so would constitute a violation of the laws of such jurisdiction and any such offer (or solicitation) may not be extended in any such jurisdiction. Any securities discussed in this document have not been and will not be registered under the US Securities Act of 1933, as amended, or with any securities regulatory authority of any state of the United States and may not be offered or sold in the United States absent registration or an applicable exemption from registration thereunder. There will be no public offering of securities in the United States.

Goedgekeurd op 6 september 2022,

Namens de Raad van Bestuur,

(getekend)

Naam: Stefaan Haspeslagh
Functie: voorzitter raad van bestuur -
bestuurder

(getekend)

Naam: Luc Tack
Functie: gedelegeerd bestuurder -
bestuurder

(getekend)

Naam: Karel Vinck
Functie: Bestuurder

(getekend)

Naam: Wouter De Geest
Functie: Bestuurder

(getekend)

Naam: Management Deprez BV, vast
vertegenwoordigd door Veerle Deprez
Functie: Bestuurder

(getekend)

Naam: ANBA BV, vast vertegenwoordigd
door Anne-Marie Baeyaert
Functie: Bestuurder

Bijlage 1

Verslag van de commissaris overeenkomstig artikel 7:197, § 1, tweede lid *juncto* art 7:179, § 1, tweede lid van het WVV



Tessenderlo Group NV

Verslag van de commissaris aan de buitengewone algemene vergadering van Tessenderlo Group NV in het kader van de artikelen 7:197 (Bijkomende inbreng in natura bij verhoging door middel van inbreng in natura binnen of buiten kapitaal voor wat de inbreng in natura betreft) en 7:179 voor wat de uitgifte van aandelen in het kader van voormelde inbrengen betreft van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen (Inbreng in natura)

KPMG Bedrijfsrevisoren

6 september 2022

Dit rapport bevat 14 pagina's

Tessengerlo Group NV

Verslag van de commissaris aan de buitengewone algemene vergadering van Tessenderlo Group
6 september 2022

Inhoudstafel

1	Opdracht	1
2	Identificatie van de verrichting	3
2.1	Identificatie van de inbreng genietende vennootschap	3
2.2	Identificatie van de inbrengers	4
2.3	Identificatie van de verrichting	5
3	Inbreng in natura	7
3.1	Beschrijving en waardering van de inbreng in natura	7
3.1.1	Beschrijving van de inbreng	7
3.1.2	Toegepaste waarderingmethoden	8
3.2	De als tegenprestatie toegekende werkelijke vergoeding	10
4	Conclusies van de commissaris aan de buitengewone algemene vergadering van vennootschap Tessenderlo Group NV	11

Tessenderlo Group NV

Verslag van de commissaris aan de buitengewone algemene vergadering van Tessenderlo Group NV in het kader van de artikelen 7:197 (Bijkomende inbreng in natura bij verhoging door middel van inbreng in natura binnen of buiten kapitaal voor wat de inbreng in natura betreft) en 7:179 voor wat de uitgifte van aandelen in het kader van voormelde inbrengen betreft van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen (Inbreng in natura)
6 september 2022

1 Opdracht

Overeenkomstig artikel 7:197 van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen (hierna: “WVV” genoemd), werden wij KPMG Bedrijfsrevisoren BV/SRL, Luchthaven Brussel Nationaal 1K - 1930 Zaventem, vertegenwoordigd door Joachim Hoebeeck, Bedrijfsrevisor, in zijn hoedanigheid van commissaris aangesteld door het bestuursorgaan van Tessenderlo Group NV (hierna: “de Vennootschap”) bij opdrachtbrief van 18 augustus 2022 teneinde verslag uit te brengen over de geplande inbreng in natura transactie.

Onze opdracht bestaat er niet in uitspraak te doen over de geschiktheid of opportuniteit van de verrichting, noch over de waardering van de vergoeding die als tegenprestatie voor de inbreng wordt gegeven, noch over de vraag of die verrichting rechtmatig en billijk is (“no fairness opinion”).

Wij hebben onze opdracht uitgevoerd overeenkomstig de Norm inzake de opdracht van de bedrijfsrevisor in het kader van een inbreng in natura en quasi-inbreng van het Instituut van de Bedrijfsrevisoren.

Kapitaalverhoging

Artikel 7:197 §1 van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen bepaalt het volgende:

“Ingeval een kapitaalverhoging een inbreng in natura omvat, zet het bestuursorgaan in het in artikel 7:179, § 1, eerste lid, bedoelde verslag uiteen waarom de inbreng van belang is voor de vennootschap. Het verslag bevat een beschrijving van elke inbreng in natura en bevat daarvan een gemotiveerde waardering. Het geeft aan welke vergoeding als tegenprestatie voor de inbreng wordt verstrekt. Het bestuursorgaan deelt dit verslag in ontwerp mee aan de commissaris of, als er geen commissaris is, een door het bestuursorgaan aangestelde bedrijfsrevisor.

De commissaris of, als er geen commissaris is, een bedrijfsrevisor aangewezen door het bestuursorgaan onderzoekt in het in artikel 7:179, § 1, tweede lid, bedoelde verslag de door het bestuursorgaan toegepaste waardering en de daartoe aangewende waarderingmethoden. Dat verslag heeft inzonderheid betrekking op de beschrijving van elke inbreng in natura en op de toegepaste methodes van waardering. Het verslag geeft aan of de waardebepalingen waartoe deze methodes leiden, ten minste overeenkomen met het aantal en de nominale waarde of, bij gebrek aan een nominale waarde, de fractiewaarde en, in voorkomend geval, met de uitgiftepremie van de tegen de inbreng uit te geven aandelen. Het verslag vermeldt welke werkelijke vergoeding als tegenprestatie voor de inbreng wordt verstrekt.

In zijn verslag, waarbij het verslag van de commissaris of van de bedrijfsrevisor wordt gevoegd, geeft het bestuursorgaan in voorkomend geval aan waarom het van de conclusies van dit laatste verslag afwijkt.

Tessenderlo Group NV

Verslag van de commissaris aan de buitengewone algemene vergadering van Tessenderlo Group NV in het kader van de artikelen 7:197 (Bijkomende inbreng in natura bij verhoging door middel van inbreng in natura binnen of buiten kapitaal voor wat de inbreng in natura betreft) en 7:179 voor wat de uitgifte van aandelen in het kader van voormelde inbrengen betreft van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen (Inbreng in natura)
6 september 2022

De hierboven bedoelde verslagen worden neergelegd en bekendgemaakt overeenkomstig de artikelen 2:8 en 2:14, 4°. Zij worden in de agenda vermeld. Een kopie ervan kan worden verkregen overeenkomstig artikel 7:132.

Wanneer de in het eerste lid bedoelde beschrijving en verantwoording door het bestuursorgaan, of van de in het tweede lid bedoelde waardering en verklaring van de commissaris of van de bedrijfsrevisor ontbreekt, is het besluit van de algemene vergadering nietig.”

Dit verslag wordt tevens opgesteld in het kader van de uitgifte van nieuwe aandelen bij de voorgenomen verrichting in overeenstemming met artikel 7:179 van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen.

Artikel 7:179 §1 van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen luidt als volgt:

“Het bestuursorgaan stelt een verslag op over de verrichting, dat inzonderheid de uitgifteprijs verantwoordt en de gevolgen van de verrichting voor de vermogens- en lidmaatschapsrechten van de aandeelhouders beschrijft.

De commissaris of, als er geen commissaris is, een bedrijfsrevisor of een externe accountant aangewezen door het bestuursorgaan, beoordeelt in een verslag of de in het verslag van het bestuursorgaan opgenomen financiële en boekhoudkundige gegevens in alle van materieel belang zijnde opzichten getrouw zijn en voldoende zijn om de algemene vergadering die over het voorstel moet stemmen, voor te lichten.

Die verslagen worden neergelegd en bekendgemaakt overeenkomstig de artikelen 2:8 en 2:14, 4°. Zij worden in de agenda vermeld. Een kopie ervan kan worden verkregen overeenkomstig artikel 7:132.

Wanneer het verslag van het bestuursorgaan of het verslag van de commissaris, bedrijfsrevisor of externe accountant dat de in het derde lid bedoelde beoordeling bevat ontbreekt, is het besluit van de algemene vergadering nietig.”

Tessenderlo Group NV

Verlag van de commissaris aan de buitengewone algemene vergadering van Tessenderlo Group NV in het kader van de artikelen 7:197 (Bijkomende inbreng in natura bij verhoging door middel van inbreng in natura binnen of buiten kapitaal voor wat de inbreng in natura betreft) en 7:179 voor wat de uitgifte van aandelen in het kader van voormelde inbrengen betreft van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen (Inbreng in natura)
6 september 2022

2 Identificatie van de verrichting

2.1 Identificatie van de inbreng genietende vennootschap

De Vennootschap werd opgericht onder de benaming “P.B. Gelatines” op veertien maart negentienhonderd tweeënzeventig (14 maart 1972) bij akte verleden voor notaris Thierry Van Halteren, te Brussel, gepubliceerd in de bijlagen tot het Belgisch Staatsblad van 8 april 1972 onder het nummer 746-3.

De statuten werden voor het laatst gewijzigd op 10 mei 2022, bij akte verleden voor notaris Damien Hissette te Brussel, gepubliceerd in de bijlagen van het Belgische Staatsblad van 17 mei 2022 onder het nummer 22332805.

De zetel van de Vennootschap is gevestigd in het Brussels Hoofdstedelijk Gewest, te Elsene (1050 Brussel), Troonstraat 130.

De Vennootschap is ingeschreven in de Kruispuntbank voor ondernemingen onder het ondernemingsnummer 0412.101.728

De aandeelhouderstructuur, zoals vermeld in het aandeelhoudersregister van de Vennootschap is:

Aandeelhouders	Aantal aandelen
Verbrugge NV	21.860.003
Symphony Mills NV ¹	2.607.200
Norges Bank	1.287.899
Carmignac Gestion SA	903.687
Dimensional Fund Advisors LP	891.022
Free float (Euronext Brussels) ²	15.573.665
Eigen aandelen	31.503
TOTAAL	43.154.979

¹ Deze aandelen zullen door middel van een partiële splitsing op of rond 20 oktober 2022 worden overgedragen aan Oostiep Group BV.

² Deze aandelen gehouden door “andere aandeelhouders” (*free float*) omvatten (i) 46.113 aandelen die aan de heer Luc Tack werden toegekend in het kader van een bonus plan en (ii) 40.989 aandelen die aan de heer Stefaan Haspeslagh werden toegekend in het kader van een bonusplan, en die door de Vennootschap als deel van de *free float* worden beschouwd.

Tessenderlo Group NV

Verslag van de commissaris aan de buitengewone algemene vergadering van Tessenderlo Group NV in het kader van de artikelen 7:197 (Bijkomende inbreng in natura bij verhoging door middel van inbreng in natura binnen of buiten kapitaal voor wat de inbreng in natura betreft) en 7:179 voor wat de uitgifte van aandelen in het kader van voormelde inbrengen betreft van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen (Inbreng in natura)
6 september 2022

2.2 Identificatie van de inbrengers

De Vennootschap is voornemens om een vrijwillig en voorwaardelijk openbaar overnamebod door middel van omruiling uit te brengen op alle aandelen die zullen zijn uitgegeven door Picanol (de **Picanol Aandelen**) tegen uitgifte van nieuwe aandelen van de Vennootschap (het **Ruilbod**). Bijgevolg zullen alle aandeelhouders van Picanol gedurende de biedperiode, die voorzien is van 2 november 2022 tot en met 14 december, en die in bepaalde gevallen vrijwillig of verplicht kan/zal worden heropend, de mogelijkheid worden geboden om hun Picanol Aandelen aan te bieden met oog op de inbreng in natura ervan in de Vennootschap in ruil voor nieuwe aandelen die zullen worden uitgegeven door de Vennootschap.

Picanol NV is een naamloze vennootschap naar Belgisch recht, met zetel te Steverlyncklaan 15, 8900 Ieper, België en geregistreerd bij de Kruispuntbank van Ondernemingen (RPR Gent, afdeling Ieper) onder nummer 0405.502.362 (Picanol).

Het kapitaal van Picanol bedraagt op de datum van dit bijzonder verslag EUR 22.200.000 en wordt vertegenwoordigd door 17.700.000 gewone aandelen, zonder nominale waarde, die volledig zijn volstort.

Op of rond 20 oktober 2022 zal door Oostiep Group BV (een 100% holdingvennootschap van dhr. Luc Tack) worden overgegaan tot inbreng in natura van 175.215 aandelen van Rieter Holding AG in Picanol tegen uitgifte van 231.766 nieuwe Picanol aandelen. Als gevolg van deze kapitaalverhoging door inbreng in natura zal het kapitaal van Picanol EUR 22.490.689,56 (afgerond) bedragen, vertegenwoordigd door 17.931.766 gewone aandelen zonder nominale waarde, die volledig volstort zullen zijn. De aandelen van Picanol zullen na deze kapitaalverhoging als volgt worden aangehouden:

Aandeelhouders	Aantal aandelen
Manuco International NV	2.655.068
Oostiep Group BV	13.389.078
Andere aandelen op naam	183.905
Free float (publiek)	1.703.715
TOTAAL	17.931.766

Tessenderlo Group NV

Verslag van de commissaris aan de buitengewone algemene vergadering van Tessenderlo Group NV in het kader van de artikelen 7:197 (Bijkomende inbreng in natura bij verhoging door middel van inbreng in natura binnen of buiten kapitaal voor wat de inbreng in natura betreft) en 7:179 voor wat de uitgifte van aandelen in het kader van voormelde inbrengen betreft van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen (Inbreng in natura)
6 september 2022

2.3 Identificatie van de verrichting

De voorgenomen inbreng in natura bestaat uit de Picanol Aandelen die door de aandeelhouders van Picanol zullen worden aangeboden aan de Vennootschap in het kader van het Ruilbod (de Inbreng).

Op 7 juli 2022 werd een Integration Protocol aangegaan tussen Tessenderlo Group NV, Picanol NV, Verbrugge NV, Artela NV, dhr. Luc Tack, Manuco International NV en Symphony Mills NV, waartoe Oostiep Group BV is toegetreden middels het addendum van 6 september 2022 (het Integratieprotocol). In het Integratieprotocol zijn de referentie aandeelhouders (de heer Luc Tack, via zijn holdingvennootschap Oostiep Group BV, en (de familie) Patrick Steverlynck, via zijn holdingvennootschap Manuco International NV) elk een hard irrevocable verbintenis aangegaan om, onder de voorwaarden en volgens de modaliteiten uiteengezet in het Integratieprotocol, alle Picanol Aandelen die zij aanhouden in te brengen in het kader van het Ruilbod. Bijgevolg zal de Vennootschap minstens 89,47% (afgerond) van het totaal aantal uitstaande Picanol Aandelen verwerven in het kader van het Ruilbod. Of de Vennootschap de overige 10,53% (afgerond) van het totaal aantal uitstaande Picanol Aandelen zal verwerven middels het Ruilbod zal afhangen van de mate waarin de overige aandeelhouders van Picanol op het Ruilbod zullen ingaan.

In totaal zullen in het kader van het Ruilbod maximum 17.931.766 Picanol Aandelen door middel van inbreng in natura in de Vennootschap worden ingebracht in ruil voor maximum 42.318.967 nieuwe aandelen uitgegeven door de Vennootschap o.b.v. de Ruilverhouding.

De voormelde Inbreng door de aandeelhouders van Picanol in het kader van het Ruilbod zal als één geheel ter goedkeuring worden voorgelegd aan de buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders van de Vennootschap die zal worden gehouden op of omstreeks 18 oktober 2022. De buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders van de Vennootschap zal een delegatie verlenen aan de Raad van Bestuur om na de afsluiting van de aanvaardingsperiode van het Ruilbod het aantal Picanol Aandelen dat door de aandeelhouders van Picanol in het kader van het Ruilbod werd aangeboden vast te stellen en aldus de kapitaalverhoging door inbreng in natura in de Vennootschap op die basis vast te stellen en uit te voeren.

Het huidige kapitaal bedraagt op 6 september 2022 EUR 216.231.862,15 en wordt vertegenwoordigd door 43.154.979 gewone aandelen met een fractiewaarde van 5,01 EUR (afgerond) per aandeel.

Het bestuursorgaan van de inbreng genietende vennootschap is van oordeel dat deze inbreng in natura van belang is voor de vennootschap, zoals blijkt uit het ontwerp verslag van het bestuursorgaan, omwille van:

“Het belang voor de Vennootschap van de voorgestelde kapitaalverhoging door inbreng in natura van de Picanol Aandelen in het kader van het Ruilbod is als volgt.

Tessenderlo Group NV

Verslag van de commissaris aan de buitengewone algemene vergadering van Tessenderlo Group NV in het kader van de artikelen 7:197 (Bijkomende inbreng in natura bij verhoging door middel van inbreng in natura binnen of buiten kapitaal voor wat de inbreng in natura betreft) en 7:179 voor wat de uitgifte van aandelen in het kader van voormelde inbrengen betreft van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen (Inbreng in natura)
6 september 2022

Door de verwerving van de Picanol Aandelen door de Vennootschap zal één industriële groep ontstaan. De gecombineerde groep zal een grotere slagkracht hebben. Het toegenomen eigen vermogen en het vergroten van de transparantie zou het in principe ook mogelijk moeten maken voor de Vennootschap om financiering tegen nog gunstigere voorwaarden te verkrijgen en zou moeten leiden tot een verhoogde attractiviteit van de Vennootschap op de kapitaalmarkten.

Door opname van de Picanol groep als businessunit in het segment Machines & Technologies, zal de groep van de Vennootschap voortaan uit vijf bedrijfssegmenten bestaan. Deze doorgedreven diversificatie is in lijn met en versterkt het beleid van de Vennootschap. De verschillende bedrijfssegmenten zijn immers onderhevig aan een verschillende cycliciteit. De verdere diversificatie van de Vennootschap zou dan ook moeten leiden tot stabielere kasstromen. De combinatie van de kasstromen van de Vennootschap met de kasstroom van de Picanol groep zal het dan ook makkelijker maken om doorheen de verschillende economische cycli niet alleen overnames en investeringen te realiseren, maar ook een stabiel dividendbeleid aan te houden, waardoor deze diversificatie niet alleen de Vennootschap maar ook de aandeelhouders ten goede komt.

Ook vanuit corporate opportunity overwegingen komt de integratie van beide bedrijven in één industriële groep zowel de Vennootschap als haar aandeelhouders ten goede. Zo zal, op termijn, de groep kunnen ageren met één beursnotering en met centrale aansturing vanuit de raad van bestuur van de Vennootschap, wat zou moeten leiden tot kostenbesparingen en een transparantere besluitvorming. Verder zal de consolidatie van de groep ertoe leiden dat investeerders de mogelijkheid zullen hebben om rechtstreeks te participeren in elk nieuw project dat Tessenderlo Group dan wel Picanol wenst op te starten, waarbij zich niet langer de vraag zal stellen welk van beide entiteiten het project zal realiseren.”

Tessenderlo Group NV

Verslag van de commissaris aan de buitengewone algemene vergadering van Tessenderlo Group NV in het kader van de artikelen 7:197 (Bijkomende inbreng in natura bij verhoging door middel van inbreng in natura binnen of buiten kapitaal voor wat de inbreng in natura betreft) en 7:179 voor wat de uitgifte van aandelen in het kader van voormelde inbrengen betreft van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen (Inbreng in natura)
6 september 2022

3 Inbreng in natura

3.1 Beschrijving en waardering van de inbreng in natura

3.1.1 Beschrijving van de inbreng

De inbreng is als volgt beschreven in het ontwerp verslag van het bestuursorgaan:

De voorgenomen inbreng in natura bestaat uit de Picanol Aandelen die door de aandeelhouders van Picanol zullen worden aangeboden aan de Vennootschap in het kader van het Ruilbod (de Inbreng).

Op 7 juli 2022 werd een Integration Protocol aangegaan tussen Tessenderlo Group NV, Picanol NV, Verbrugge NV, Artela NV, dhr. Luc Tack, Manuco International NV en Symphony Mills NV, waartoe Oostiep Group BV is toegetreden middels het addendum van 6 september 2022 (het Integratieprotocol). In het Integratieprotocol zijn de referentie aandeelhouders (de heer Luc Tack, via zijn holdingvennootschap Oostiep Group BV, en (de familie) Patrick Steverlynck, via zijn holdingvennootschap Manuco International NV) elk een hard irrevocable verbintenis aangegaan om, onder de voorwaarden en volgens de modaliteiten uiteengezet in het Integratieprotocol, alle Picanol Aandelen die zij aanhouden in te brengen in het kader van het Ruilbod. Bijgevolg zal de Vennootschap minstens 89,47% (afgerond) van het totaal aantal uitstaande Picanol Aandelen verwerven in het kader van het Ruilbod. Of de Vennootschap de overige 10,53% (afgerond) van het totaal aantal uitstaande Picanol Aandelen zal verwerven middels het Ruilbod zal afhangen van de mate waarin de overige aandeelhouders van Picanol op het Ruilbod zullen ingaan.

In totaal zullen in het kader van het Ruilbod maximum 17.931.766 Picanol Aandelen door middel van inbreng in natura in de Vennootschap worden ingebracht in ruil voor maximum 42.318.967 nieuwe aandelen uitgegeven door de Vennootschap o.b.v. de Ruilverhouding (zoals hierna gedefinieerd).

De voormelde Inbreng door de aandeelhouders van Picanol in het kader van het Ruilbod zal als één geheel ter goedkeuring worden voorgelegd aan de buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders van de Vennootschap die zal worden gehouden op of omstreeks 18 oktober 2022. De buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders van de Vennootschap zal een delegatie verlenen aan de Raad van Bestuur om na de afsluiting van de aanvaardingsperiode van het Ruilbod het aantal Picanol Aandelen dat door de aandeelhouders van Picanol in het kader van het Ruilbod werd aangeboden vast te stellen en aldus de kapitaalverhoging door inbreng in natura in de Vennootschap op die basis vast te stellen en uit te voeren.

De beschrijving van de inbreng in natura beantwoordt aan de normale vereisten van nauwkeurigheid en duidelijkheid.

Tessenderlo Group NV

Verslag van de commissaris aan de buitengewone algemene vergadering van Tessenderlo Group NV in het kader van de artikelen 7:197 (Bijkomende inbreng in natura bij verhoging door middel van inbreng in natura binnen of buiten kapitaal voor wat de inbreng in natura betreft) en 7:179 voor wat de uitgifte van aandelen in het kader van voormelde inbrengen betreft van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen (Inbreng in natura)
6 september 2022

3.1.2 Toegepaste waarderingsmethoden

De inbrengwaarde van het goed werd door het bestuursorgaan vastgesteld op maximum 1.717.863.182,80 EUR.

Voor de bepaling van de inbrengwaarde heeft het bestuursorgaan gesteund op de waardering zoals toegelicht in het ontwerp van bijzonder verslag van het bestuursorgaan van 6 september 2022. Het bestuursorgaan is verantwoordelijk voor de bepaling van de inbrengwaarde. De beschrijving van de gebruikte waarderingsmethoden in het verslag opgesteld door het bestuursorgaan is als volgt:

“De waarde per Picanol Aandeel dat door de aandeelhouders van Picanol zal worden ingebracht in het kader van het Ruilbod werd bepaald op basis van de intrinsieke waarde per Picanol Aandeel, dat werd bepaald op EUR 95,80 (afgerond) per aandeel. De intrinsieke waarde per Picanol Aandeel werd bekomen door de intrinsieke waarde van Picanol te delen door het totaal aantal uitstaande Picanol Aandelen na de kapitaalverhoging door inbreng in natura van de aandelen in Rieter Holding AG (zoals beschreven in paragraaf 2.1). De intrinsieke waarde van Picanol werd bepaald op basis van volgende waarderingsmethoden: (i) de waarde van Picanol op stand alone basis werd bepaald aan de hand van de DCF-methode (actualisering van de toekomstige vrije operationele cashflows), (ii) de waarde van de aandelen Rieter Holding AG die in Picanol werden ingebracht werden bepaald op basis van de 3-maand gewogen gemiddelde beurskoers van 1/4/22 tot 30/6/22 van de Rieter Holding AG aandelen en (iii) de waardering van Tessenderlo Group NV (waarvan Picanol, via haar 100% dochtervennootschap Verbrugge NV 50,65% van de aandelen aanhoudt) werd bepaald zoals uiteengezet in paragraaf 2.4³ hierna. Een uitgebreide uiteenzetting van de methode die werd gehanteerd voor de bepaling van de intrinsieke waarde van Picanol en het Picanol Aandeel is als Bijlage 2 aan dit verslag gehecht.

Voorname intrinsieke waarde van het Picanol Aandeel werd eveneens vergeleken met de koersevolutie van het Picanol Aandeel gedurende een periode van 12 maanden voor de aankondiging van de intentie van de Vennootschap om het Ruilbod uit te brengen op de Picanol Aandelen.

Onderstaande tabel toont de laagste en hoogste koersen, naast de gemiddelde en de volumegewogen gemiddelde aandelenkoers (volume weighted average price, "VWAP")

³ De intrinsieke waarde van de Vennootschap werd bepaald aan de hand van (i) de DCF-methode (actualisering van de toekomstige vrije operationele cashflows) en (ii) *multiples* van vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen. Een uitgebreide uiteenzetting van de methodes die werden gehanteerd voor de bepaling van de intrinsieke waarde van de Vennootschap en de aandelen van de Vennootschap wordt verwezen naar de toelichting in Bijlage 2 bij dit verslag

Tessenderlo Group NV

Verslag van de commissaris aan de buitengewone algemene vergadering van Tessenderlo Group NV in het kader van de artikelen 7:197 (Bijkomende inbreng in natura bij verhoging door middel van inbreng in natura binnen of buiten kapitaal voor wat de inbreng in natura betreft) en 7:179 voor wat de uitgifte van aandelen in het kader van voormelde inbrengen betreft van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen (Inbreng in natura)
6 september 2022

van de Picanol Aandelen tijdens de laatste twaalf maanden, de laatste zes maanden, de laatste drie maanden en de laatste maand voor de aankondiging op 8 juli 2022.

Periode	Volume	Aandeelprijs (EUR)			Premie tot 95,8 EUR per Aandeel			Premie tot 2,36 Tessenderlo Group Aandelen		
		Laagste	Hoogste	VWAP	Laagste	Hoogste	VWAP	Laagste	Hoogste	VWAP
Laatste maand	1.021	59,0	65,0	62,6	62,4%	47,4%	53,0%	19,2%	8,2%	12,3%
Laatste 3 maanden	946	59,0	69,8	65,2	62,4%	37,2%	46,9%	19,2%	0,8%	7,8%
Laatste 6 maanden	1.367	59,0	71,4	66,5	62,4%	34,2%	44,1%	19,2%	-1,5%	5,8%
Laatste 12 maanden	1.423	59,0	78,8	67,7	62,4%	21,6%	41,5%	19,2%	-10,7%	3,9%

7/07/2022	Volume	Aandeelprijs (EUR)			Premie tot 95,8 EUR per Aandeel			Premie tot 2,36 Tessenderlo Group Aandelen		
		Laagste	Hoogste	VWAP	Laagste	Hoogste	VWAP	Laagste	Hoogste	VWAP
	182	59,0	61,8	61,8	62,4%	55,0%	55,0%	19,2%	13,8%	13,8%

Bron: Refinitiv

De Raad van Bestuur concludeert evenwel dat omwille van de lage liquiditeit van 0,1% in het Picanol Aandeel, de koersvorming geen accuraat beeld geeft van de onderliggende waarde van het Picanol Aandeel. Bovendien suggereert onderzoek van ISS in opdracht van de Europese Commissie⁴ dat fondsenbeheerders een bijkomende verdiscontering van 10% tot 30% toepassen op de intrinsieke waardering van aandelen van bedrijven waar dubbel stemrecht ingevoerd is. Gezien Picanol het dubbel stemrecht heeft ingevoerd, in combinatie met de aanwezigheid van referentie aandeelhouders, is dit waarschijnlijk een bijkomende verklaring voor het significante verschil tussen de intrinsieke waarde van de Picanol Aandelen op basis van de weerhouden waarderingmethode en de aandelenkoers. Gezien de koersvorming geen accuraat beeld vormt van de onderliggende waarde van de Picanol Aandelen is deze waarderingmethode bijgevolg niet weerhouden.

Op basis van voorgaande wordt de methode voor de waardering van het Picanol Aandeel op basis van de intrinsieke waarde van Picanol als adequaat beschouwd voor de voorgenomen inbreng van de Picanol Aandelen in het kader van het Ruilbod en geacht een bedrijfseconomisch verantwoorde methode te zijn.

*De inbrengwaarde per Picanol Aandeel bedraagt aldus EUR 95,80 (afgerond) (de **Inbrengwaarde**). Rekening houdend met het feit dat het Ruilbod 17.931.766 Picanol Aandelen beslaat, betekent dit dat de totale Inbrengwaarde maximum EUR 1.717.863.182,80 (afgerond) zal bedragen”*

⁴ European Commission External Study by ISS, Sherman & Sterling and ECGI, Report on the Proportionality Principle in the European Union, 2006.

Tessenderlo Group NV

Verslag van de commissaris aan de buitengewone algemene vergadering van Tessenderlo Group NV in het kader van de artikelen 7:197 (Bijkomende inbreng in natura bij verhoging door middel van inbreng in natura binnen of buiten kapitaal voor wat de inbreng in natura betreft) en 7:179 voor wat de uitgifte van aandelen in het kader van voormelde inbrengen betreft van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen (Inbreng in natura)
6 september 2022

Op basis van de analyse hierboven is de door de partijen weerhouden waarderingsmethode bedrijfseconomisch verantwoord, zodat de inbreng in natura niet overgewaardeerd is.

3.2 De als tegenprestatie toegekende werkelijke vergoeding

In het ontwerp van bijzonder verslag stelt het bestuursorgaan voor om de hierboven vermelde inbreng in natura als volgt te vergoeden:

Als vergoeding voor de inbreng van Picanol Aandelen in haar kapitaal, zal de Vennootschap Nieuwe Aandelen uitgeven, zulks volgens de Ruilverhouding 2,36 (afgerond) Nieuwe Aandelen per ingebracht Picanol Aandeel.

Deze nieuwe aandelen:

- hebben dezelfde rechten en plichten als de bestaande aandelen van Tessenderlo Group NV;
- zullen deelnemen in de resultaten van Tessenderlo Group NV vanaf 1 januari 2023;

Rekening houdend met de Inbrengwaarde per Picanol Aandeel van EUR 95,80 (afgerond), het totaal aantal Picanol Aandelen die het voorwerp uitmaken van het Ruilbod en de *hard irrevocable* verbintenis van de referentie aandeelhouders, zouden er ten gevolge van de voorgenomen Inbreng en de kapitaalverhoging minimaal 37.864.184 en maximaal 42.318.967 Nieuwe Aandelen worden uitgegeven en zal het kapitaal van de Vennootschap minimaal worden verhoogd met EUR 189.721.863,03⁵ (afgerond) en maximaal worden verhoogd met EUR 212.042.949,64⁶ (afgerond). Na de kapitaalverhoging zal het kapitaal van de Vennootschap minimaal EUR 405.953.725,18 (afgerond) bedragen en minimaal worden vertegenwoordigd door 81.019.163 aandelen (zonder vermelding van nominale waarde, die elk een gelijk deel van het kapitaal vertegenwoordigen), en maximaal EUR 428.274.811,79 bedragen en maximaal worden vertegenwoordigd door 85.473.946 aandelen.

⁵ In welk geval een uitgiftepremie van EUR 1.347.307.323,77 (afgerond) zal worden geboekt.

⁶ In welk geval een uitgiftepremie van EUR 1.505.820.233,16 (afgerond) zal worden geboekt.

Tessengerlo Group NV

Verslag van de commissaris aan de buitengewone algemene vergadering van Tessenderlo Group NV in het kader van de artikelen 7:197 (Bijkomende inbreng in natura bij verhoging door middel van inbreng in natura binnen of buiten kapitaal voor wat de inbreng in natura betreft) en 7:179 voor wat de uitgifte van aandelen in het kader van voormelde inbrengen betreft van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen (Inbreng in natura)
6 september 2022

4 Conclusies van de commissaris aan de buitengewone algemene vergadering van vennootschap Tessenderlo Group NV

Overeenkomstig artikel 7:197/ 7:179 van het WVV, brengen wij hierna aan de buitengewone algemene vergadering van vennootschap Tessenderlo Group NV onze conclusie uit in het kader van onze opdracht als commissaris, waarvoor wij werden aangesteld bij opdrachtbrief van 18 augustus 2022.

Wij hebben onze opdracht uitgevoerd volgens de Norm inzake de opdracht van de bedrijfsrevisor in het kader van inbreng in natura en quasi-inbreng van het Instituut van de Bedrijfsrevisoren. Onze verantwoordelijkheden op grond van deze norm zijn verder beschreven in de sectie “Verantwoordelijkheden van de commissaris betreffende de inbreng in natura en de uitgifte van aandelen”.

Inzake de inbreng in natura

Overeenkomstig artikel 7:197 van het WVV hebben wij de hierna beschreven aspecten, zoals deze opgenomen werden in het verslag van het bestuursorgaan op datum van 6 september 2022 onderzocht en hebben geen bevindingen van materieel belang te melden inzake:

- de beschrijving van de in te brengen bestanddelen;
- de toegepaste waardering, en
- de daartoe aangewende methodes van waardering.

Tevens concluderen wij dat de voor de inbreng in natura toegepaste waarderingmethodes leiden tot de waarden van de inbrengen en deze ten minste overeenkomen met het aantal en de nominale waarde of bij gebrek aan een nominale waarde, de fractiewaarde van de tegen de inbreng uit te geven aandelen.

De werkelijke vergoeding van de inbreng in natura bestaat uit maximaal 42.318.967 aandelen van de Vennootschap, met een fractiewaarde van EUR 5,01 (afgerond), die elk een gelijk deel van het kapitaal vertegenwoordigen.

Deze nieuwe aandelen:

- hebben dezelfde rechten en plichten als de bestaande aandelen van Tessenderlo Group NV;
- zullen deelnemen in de resultaten van Tessenderlo Group NV vanaf 1 januari 2023;

Tessenderlo Group NV

Verslag van de commissaris aan de buitengewone algemene vergadering van Tessenderlo Group NV in het kader van de artikelen 7:197 (Bijkomende inbreng in natura bij verhoging door middel van inbreng in natura binnen of buiten kapitaal voor wat de inbreng in natura betreft) en 7:179 voor wat de uitgifte van aandelen in het kader van voormelde inbrengen betreft van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen (Inbreng in natura)
6 september 2022

Inzake de uitgifte van aandelen

Op basis van onze beoordeling van de boekhoudkundige en financiële gegevens - opgenomen in het bijzonder verslag van het bestuursorgaan opgesteld in uitvoering van artikel 7:179 §1 van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen is niets onder onze aandacht gekomen dat ons ertoe aanzet van mening te zijn dat deze gegevens, die de verantwoording van de uitgifteprijs en de gevolgen voor de vermogens- en lidmaatschapsrechten van de aandeelhouders omvatten, niet in alle materiële opzichten getrouw en voldoende zijn om de algemene vergadering die over de voorgestelde verrichting moet stemmen voor te lichten.

Aangezien de prospectieve boekhoudkundige en financiële gegevens en de veronderstellingen waarop deze zijn gebaseerd betrekking hebben op de toekomst en daarom beïnvloed kunnen worden door onvoorziene gebeurtenissen, brengen wij geen oordeel tot uitdrukking over de vraag of de gerapporteerde eigenlijke resultaten zullen overeenkomen met die opgenomen in de toekomstige financiële informatie en de verschillen kunnen van materieel belang zijn.

No fairness opinion

Onze opdracht overeenkomstig artikel 7:197 §1 en 7:179 §1 van het WvV bestaat er niet in uitspraak te doen over de geschiktheid of opportuniteit van de verrichting, noch over de waardering van de vergoeding die als tegenprestatie voor de inbreng wordt gegeven, noch over de vraag of die verrichting rechtmatig en billijk is ("*no fairness opinion*").

Verantwoordelijkheid van het bestuursorgaan betreffende de inbreng in natura en de uitgifte van aandelen

Het bestuursorgaan is verantwoordelijk voor:

- het uiteenzetten waarom de inbreng van belang is voor de vennootschap;
- de beschrijving en de gemotiveerde waardering van elke inbreng in natura; en
- het melden van de vergoeding die als tegenprestatie verstrekt.

Het bestuursorgaan is tevens verantwoordelijk voor:

- de verantwoording van de uitgifteprijs; en
- de beschrijving van de gevolgen van de verrichting voor de vermogens- en lidmaatschapsrechten van de aandeelhouders.

Verantwoordelijkheid van de commissaris betreffende de inbreng in natura en de uitgifte van aandelen

Tessenderlo Group NV

Verslag van de commissaris aan de buitengewone algemene vergadering van Tessenderlo Group NV in het kader van de artikelen 7:197 (Bijkomende inbreng in natura bij verhoging door middel van inbreng in natura binnen of buiten kapitaal voor wat de inbreng in natura betreft) en 7:179 voor wat de uitgifte van aandelen in het kader van voormelde inbrengen betreft van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen (Inbreng in natura)
6 september 2022

De commissaris is verantwoordelijk voor:

- het onderzoeken van de door het bestuursorgaan gegeven beschrijving van elke inbreng in natura;
- het onderzoeken van de toegepaste waardering en de daartoe aangewende waarderingmethoden;
- de melding of de waarden waartoe deze methodes leiden, ten minste overeenkomen met de waarde van de inbreng die in de akte wordt vermeld; en
- het vermelden van de werkelijke vergoeding als tegenprestatie voor de inbreng verstrekt.

De commissaris is tevens verantwoordelijk voor de beoordeling of de in het verslag van het bestuursorgaan opgenomen financiële en boekhoudkundige gegevens - opgenomen in het ontwerp verslag van het bestuursorgaan dat de verantwoording van de uitgifteprijs omvat - in alle van materieel belang zijnde opzichten getrouw zijn en voldoende zijn om de algemene vergadering die over het voorstel moet stemmen, voor te lichten.

De reikwijdte van onze beoordelingsopdracht is aanzienlijk geringer dan die van een audit uitgevoerd volgens de internationale controlestandaarden (International Standards on Auditing ISA's). Om die reden stelt de beoordeling ons niet in staat de zekerheid te verkrijgen dat wij kennis zullen krijgen van alle aangelegenheden van materieel belang die naar aanleiding van een controle mogelijk worden onderkend. Bijgevolg brengen wij geen controleoordeel over de boekhoudkundige en financiële gegevens tot uitdrukking.

Bepanking van het gebruik van dit verslag

Dit verslag werd enkel opgesteld uit hoofde van artikels 7:197 §1 en 7:179 §1 van het Wetboek van vennootschappen en verenigingen in het kader van de kapitaalverhoging van Tessenderlo Group NV door inbreng in natura en mag niet gebruikt worden voor andere doeleinden.

Gent, 6 september 2022

KPMG Bedrijfsrevisoren
Commissaris
vertegenwoordigd door

Joachim Hoebeeck
Bedrijfsrevisor

Bijlage 2

Toelichting inzake bepaling van de intrinsieke waarden van Picanol en de Vennootschap en toegepaste waarderingsmethodes

Verantwoording van de Ruilverhouding

Tessengerlo Group NV wordt voor doeleinden van het Ruilbod relatief gewaardeerd op EUR 1.752 miljoen en Picanol (incl. 15,2% in het Zwitserse beursgenoteerde Rieter Holding AG – na inbreng van de 3,8% in Rieter Holding AG door Oostiep Group BV - en exclusief de Tessenderlo Group NV aandelen) wordt relatief op EUR 830,6 miljoen gewaardeerd. In de mate Picanol 50,65 % bezit van Tessenderlo Group NV aandelen dient het *pro rata* deel van de waardering van Tessenderlo Group NV vervolgens aan die standalone waardering van Picanol toegevoegd te worden met het oog op de bepaling van de Ruilverhouding. In functie daarvan is het de intentie dat iedere aandeelhouder van Picanol (“Picanol Aandeelhouder”) de mogelijkheid geboden wordt voor 1 Picanol Aandeel 2,36 Nieuwe Aandelen in Tessenderlo Group NV te verwerven.¹

Onderstaande waarderingmethoden werden weerhouden om de intrinsieke waarde van Tessenderlo Group NV te bepalen:

- actualisering van de toekomstige vrije operationele cashflows;
- *multiples* van vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen.

Onderstaande waarderingmethode werd weerhouden om de intrinsieke waarde van Picanol (incl. 15,2% in het Zwitserse beursgenoteerde Rieter Holding AG – na inbreng van de 3,8% in Rieter Holding AG door Oostiep Group BV - en exclusief Tessenderlo Group NV aandelen) te bepalen:

- actualisering van de toekomstige vrije operationele cashflows.

Onderstaande waarderingmethoden geven bijkomende context maar werden niet weerhouden voor de bepaling van de intrinsieke waardes:

- *multiples* van vergelijkbare transacties voor Tessenderlo Group NV en Picanol
- *multiples* van vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen voor de waardering van Picanol (exclusief Tessenderlo Group NV aandelen)
- historische prijsevolutie van de koersen van de Tessenderlo Group NV aandelen en de Picanol Aandelen;
- recente koersdoelen van de Tessenderlo Group NV aandelen en de Picanol Aandelen zoals gepubliceerd door financiële analisten;

(I) *Weerhouden waarderingmethoden*

Voor zover de waarderingmethoden toekomstgerichte informatie vereisen om op Tessenderlo Group NV en Picanol te kunnen worden toegepast, hebben Tessenderlo Group NV en de financiële adviseur van Tessenderlo Group NV deze algemeen aanvaarde waarderingmethoden toegepast op de lange

¹ Voor het breukdeel van een aandelenpakket waarvoor geen Nieuwe Aandelen in Tessenderlo Group kunnen worden uitgegeven, zal een cashvergoeding voorzien worden voor de betrokken Picanol aandeelhouders.

termijn business plannen van respectievelijk Tessengerlo Group NV (BJ2022E-BJ2026E) en Picanol (exclusief Tessengerlo Group NV aandelen) (BJ2022E-BJ2027E) zoals opgesteld door de managementleden van elk van de genoemde ondernemingen (“**Business Plan**”) en goedgekeurd door de Raad van Bestuur. De kasstroominschattingen en basisveronderstellingen in de Business Plannen van Tessengerlo Group NV en Picanol werden geüpdatet op basis van de meest recente bedrijfsspecifieke- en marktinformatie, zoals gecommuniceerd in de halfjaarverslagen over de eerste helft van BJ2022 van beide ondernemingen. In wat volgt, worden de verschillende weerhouden waarderingsmethoden die context bieden bij de relatieve waarderings van Tessengerlo Group NV en Picanol en de conclusies die eruit voortvloeien toegelicht.

(A) Tessengerlo Group NV

De meeste algemeen aanvaarde waarderingsmethoden beginnen bij een schatting van de ondernemingswaarde van de vennootschap (“**OW**”). Deze ondernemingswaarde houdt nog geen rekening met de liquide middelen en financiële schulden. Om dus tot de eigenvermogenswaarde van de vennootschap te komen, moet de netto schuldpositie (gedefinieerd als bruto rentedragende schuld min beschikbare geldmiddelen en kasequivalenten) worden afgetrokken van de ondernemingswaarde. Ook andere cash-like en debt-like items worden in rekening gebracht.

Onderstaande tabel geeft de berekening weer van de netto schuld brug van Tessengerlo Group NV op basis van haar halfjaarverslag an 30 juni 2022.

Netto schuld brug ('000 euro)	
Netto financiële schuld	1.055
Geldmiddelen en kasequivalenten	337.430
Kortetermijninvesteringen	-
Langetermijninvesteringen	1.164
Rentedragende financiële verplichtingen (exclusief IFRS16 leaseverplichtingen)	(337.539)
Voorzieningen	(141.774)
Milieuvoorzieningen	(108.773)
Netto pensioen(voorzieningen)/ activa	(12.781)
Overige provisies	(20.220)
Netto belastingschulden	(2.428)
Verdisconteerde uitgestelde belastingverplichtingen	(76.658)
Verdisconteerde uitgestelde belastingvorderingen	74.231
Overige investeringen en garanties	35.374
Netto financiële derivaten	(17.742)
Minderheidsdeelnemingen	(1.455)
Totaal ondernemingswaarde aanpassingen	(126.969)
Bron: halfjaarverslag 2022 Tessengerlo Group	

De verdisconteerde uitgestelde belastingvorderingen bevat voor EUR 40,7 miljoen aan verdisconteerde uitgestelde belastingvorderingen op niet-erkende overgedragen overdraagbare verliezen per 31 december 2021.

De bedrijfsactiviteiten van de Tessengerlo groep zijn opgedeeld in vier segmenten, elk actief in een andere sector, met name Agro, Bio-valorization, Industrial Solutions, en T-Power (zoals ook vermeld in het jaarverslag). Omwille van dit bedrijfsprofiel heeft Tessengerlo Group NV ervoor geopteerd om Tessengerlo Group NV te waarderen a.d.h.v. de som der delen van de ondernemingswaarden per divisie (“**sum-of-the-parts waardering**”). Daarbij zijn financiële cijfers die niet direct gealloceerd kunnen worden aan een van de vier genoemde segmenten toegewezen aan Out Of Division (“**OOD**”),

wat in het licht van de *sum-of-the-parts* waardering eveneens als een te waarden segment beschouwd wordt. In wat volgt, worden de verschillende waarderingsmethoden, de analyses en referentiepunten die context bieden bij de relatieve waardering van Tessengerlo Group NV en de conclusies die eruit voortvloeien toegelicht.

(i) Actualisering van de toekomstige vrije operationele cashflows

De DCF-waarderingsmethode heeft tot doel om de ondernemingswaarde van het bedrijf te bepalen door de toekomstige vrije kasstromen te verdisconteren. De kasstromen die worden verdisconteerd om de ondernemingswaarde te bepalen, zijn de vrije operationele kasstromen. De geschatte vrije operationele kasstromen van Tessengerlo Group NV zijn gebaseerd op het Business Plan zoals opgesteld door het management van deze onderneming en goedgekeurd door de Raad van Bestuur. De vrije operationele kasstromen worden geactualiseerd met als waarderingsdatum 30 juni 2022. De actualisatie gebeurt aan de hand van een gewogen gemiddelde kost van het kapitaal (*weighted average cost of capital*, "WACC").

Het Business Plan werd opgemaakt door het management van Tessengerlo Group NV op basis van hun strategische visie op de lange termijn per segment.

Het Business Plan bevat onder andere de volgende veronderstellingen:

- Voor de *Agro*, *Bio-Valorization en Industrial Solutions* segmenten, alsook voor de *OOD*, is er een expliciete 4-jaar horizon genomen voor de raming van de financiële cijfers, het investeringsbudget en het werkkapitaal (BJ2022E-BJ2026E), die expliciet op jaarbasis worden voorspeld. Voor het *T-Power* segment is een expliciete 6-jaar horizon genomen voor de raming van de financiële cijfers, het investeringsbudget en het werkkapitaal (BJ2022E-BJ2028E), die expliciet op jaarbasis worden voorspeld. Om voor elk segment een waardering op een 10-jaar horizon te kunnen baseren, heeft Tessengerlo Group NV per segment een extrapolatie gemaakt voor de jaren volgend op de expliciete ramingsperiode, en dit op basis van lange termijn verwachtingen.
- Het management van Tessengerlo Group NV verwacht dat de BJ2022E omzet met 24,8% zal stijgen t.a.v. BJ2021A als gevolg van gunstigere verkoopprijzen in de verschillende segmenten. Deze voorspelde groei neemt de verhoogde bedrijfsverwachtingen voor BJ2022E, zoals gecommuniceerd bij de publicatie van het eerste halfjaarverslag van BJ2022, mee in beschouwing. Ingegeven door een verwachting dat de verkoopprijzen, in lijn met een verwachtte daling van de grondstofprijzen zullen terugvallen naar historische niveaus, verwacht het management van Tessengerlo Group NV een omzetsdaling van 11,3% in BJ2023E, waarna voor de periode BJ2024E-BJ2026E een jaar-op-jaar groei van 4,0% wordt verwacht en voor de periode BJ2027E-BJ2031E een jaar-op-jaar groei van 1,5% wordt voorzien. Het samengesteld jaarlijks groeipercentage (*Compounded annual growth rate*, "CAGR") over de expliciete planningsperiode (BJ2023E-BJ2026E) bedraagt -0,1% (t.a.v. een CAGR van 4,5% inclusief BJ2022E). De groeivoeten verhouden zich ten opzichte van een CAGR² van 5,5% in de periode BJ2017A-BJ2021A. De gemiddelde analistenverwachting van de omzet CAGR over de

² Bron: Gepubliceerd jaarrapport Tessengerlo Group (netto omzet BJ2016: EUR 1.504,4 miljoen; netto omzet BJ2021A: EUR 2.063,4 miljoen).

periode BJ2022E-BJ2024E bedraagt 2,2% (t.a.v. een verwachte CAGR van 5,1% over dezelfde periode in het Business Plan). Het verschil tussen de verwachting van de analisten en het management van Tessengerlo Group NV kan mogelijks verklaard worden door een meer gedetailleerde inschatting van de groeicijfers op basis van de meest recente bedrijfsspecifieke informatie en dynamieken in de verschillende markten waar de Tessengerlo groep in actief is en waar het management van Tessengerlo Group NV een meer diepgaand zicht op heeft. Onderliggend aan de omzetverwachtingen voor Tessengerlo Group NV zijn volgende ramingen gemaakt per segment:

- *Agro*: Het management van Tessengerlo Group NV verwacht dat de BJ2022E omzet met 27,6% zal stijgen t.a.v. BJ2021A als gevolg van gunstigere verkoopprijzen en positieve wisselkoerseffecten. Ingegeven door een verwachting dat de verkoopprijzen zullen terugvallen naar historische niveaus, verwacht het management van Tessengerlo Group NV een omzetsdaling van 9,2% in BJ2023E, waarna voor de periode BJ2024E-BJ2026E een jaar-op-jaar groei van 4,4% wordt verwacht en voor de periode BJ2027E-BJ2031E een jaar-op-jaar groei van 1,9% wordt voorzien. De CAGR over de expliciete planningsperiode (BJ2023E-BJ2026E) bedraagt 0,8% (t.a.v. een CAGR van 5,7% inclusief BJ2022E). De groeivoeten verhouden zich ten opzichte van een CAGR van 8,4% in de periode BJ2019A-BJ2021A.
- *Bio-valorization*: Het management van Tessengerlo Group NV verwacht dat de BJ2022E omzet met 30,9% zal stijgen t.a.v. BJ2021A als gevolg van gunstigere prijzen voor de verkochte producten. Ingegeven door een verwachting dat de verkoopprijzen van verkochte producten zullen terugvallen naar historische niveaus, verwacht het management van Tessengerlo Group NV een omzetsdaling van 17,4% in BJ2023E, waarna voor de periode BJ2024E-BJ2026E een jaar-op-jaar groei van 1,1% wordt verwacht en voor de periode BJ2027E-BJ2031E een jaar-op-jaar groei van 0,3% wordt voorzien. De CAGR over de expliciete planningsperiode (BJ2023E-BJ2026E) bedraagt -3,9% (t.a.v. een CAGR van 2,3% inclusief BJ2022E). De groeivoeten verhouden zich ten opzichte van een CAGR van 8,9% in de periode BJ2019A-BJ2021A.
- *Industrial Solutions*: Het management van Tessengerlo Group NV verwacht dat de BJ2022E omzet met 16,7% zal stijgen t.a.v. BJ2021A als gevolg van gunstigere prijzen en verhoogde productiecapaciteit binnen de activiteiten van Dyka voor de verkochte producten. Ingegeven door een verwachting dat de verkoopprijzen van grondstoffen zullen terugvallen naar historische niveaus, verwacht het management van Tessengerlo Group NV een omzetsdaling van 7,4% in BJ2023E, waarna voor de periode BJ2024E-BJ2026E een jaar-op-jaar groei van 4,0% wordt verwacht en voor de periode BJ2027E-BJ2031E een jaar-op-jaar groei van 1,9% wordt voorzien. De CAGR over de expliciete planningsperiode (BJ2023E-BJ2026E) bedraagt 1,0% (t.a.v. een CAGR van 4,0% inclusief BJ2022E). De groeivoeten verhouden zich ten opzichte van een CAGR van 6,2% in de periode BJ2019A-BJ2021A.
- *T-Power*: Het management van Tessengerlo Group NV verwacht dat de BJ2022E omzet met 9,5% zal stijgen t.a.v. BJ2021, dit op basis van de afspraken vervat in de gas-tot-elektriciteit tolling-overeenkomst met RWE Group AG ("**RWE Group**") en de gunstigere energieprijzen. Ingegeven door een verwachting dat de energieprijzen

zullen terugvallen naar historische niveaus, verwacht het management van Tessengerlo Group NV een omzetsdaling van 7,8% in BJ2023E. In de daaropvolgende periode van BJ2024E-BJ2025E verwacht het management van Tessengerlo Group NV een jaar-op-jaar omzetgroei van 0,4%. In juli 2026 loopt de tolling-overeenkomst met RWE Group af. Gezien de hoge onzekerheid betreffend de verlenging van dit contract, gaat management ervan uit dat de 5-jaar optionele verlenging niet zal gelicht worden door RWE Group. Gezien vanaf juli 2026, Tessengerlo Group NV zelf zal moeten instaan voor het vermarkten van de geproduceerde elektriciteit is de verwachting dat de omzet in BJ2026E zal toenemen met 78,8% tav BJ2025E. Vervolgens wordt een jaar-op-jaar groei voorzien van 2,8% over de periode BJ2027E-BJ2031E. De CAGR over de expliciete planningsperiode (BJ2023E-BJ2028E) bedraagt 11,0% (t.a.v. een CAGR van 10,8% inclusief BJ2022E). De groeivoeten verhouden zich ten opzichte van een CAGR van 0,1% in de periode BJ2020A-BJ2021A (BJ2019A was het eerste boekjaar waarin de T-Power financiële cijfers voor een volledig boekjaar geconsolideerd werden).

- *OOD*: Er wordt geen omzet voorzien in het OOD segment, net zoals er in het verleden ook geen omzet in dit segment geboekt is.
- Het management verwacht dat de REBITDA marge in BJ2022E licht zal dalen naar 16,4% vs. 17,0% in BJ2021A³, voornamelijk ten gevolge van het feit dat de hogere marges in absolute waarde afgezet wordt ten opzichte van de sterk gestegen omzet volgend op de prijsverhogingen. Als gevolg van minder positief verwachte marktomstandigheden, verwacht het management van Tessengerlo Group NV een terugval van de REBITDA marge in BJ2023E naar 14,4%. In BJ2024E verwacht het management van Tessengerlo Group NV een stijging van de REBITDA marge naar 15,4%, waarna de REBITDA marge gestaag afneemt tot een niveau van 14,5% in BJ2026E. Vanaf BJ2027E verwacht het management dat de REBITDA marge zich zal normaliseren rond het niveau van 13,1%, gevolgd door een stabiele marge van 13,0% in de jaren over de periode BJ2028E-2031E. Dit verhoudt zich ten opzichte van een gerapporteerde REBITDA marge van 15,4% in BJ2019A, 18,1% in BJ2020A en 17,0% in BJ2021A. De gemiddelde analistenverwachting⁴ van de EBITDA marge over de periode 2022-2024 bedraagt 16,9% (t.a.v. een verwachte gemiddelde EBITDA marge van 15,4% over dezelfde periode in het Business Plan). Onderliggend aan de omzetverwachtingen voor Tessengerlo Group NV zijn volgende ramingen gemaakt per segment:
 - *Agro*: Het management van Tessengerlo Group NV verwacht dat de REBITDA marge in BJ2022E zal dalen naar 19,4% vs 20,7% in BJ2021A. Door de verwachte minder gunstige marktomstandigheden, verwacht het management van Tessengerlo Group NV dat de REBITDA marge in BJ2023E zal terugvallen naar 16,1%. Voor BJ2024E verwacht het management een stijging in de REBITDA marge naar 17,1%, waarna de REBITDA marge en geleidelijke groei ervaart naar 18,0% in BJ2026E. Vanaf BJ2027E verwacht het management dat de REBITDA marge zal stabiliseren rond het niveau van

³ Cijfer gebaseerd op het jaarverslag BJ2021A;

⁴ Bron: Bloomberg – op basis van analistenverwachtingen gepubliceerd voor 7 juli 2022 (Bank Degroof Petercam, ING Bank, KBC Securities, Kempen & Co, Kepler Cheuvreux); voor KBC Securities werden enkel de schattingen over de periode 2020-2021 inbegrepen aangezien geen schattingen voor 2022 werden meegegeven.

17,2%. Met als gevolg een stabiele marge van 17,2% in de jaren over de periode BJ2027E-2031E. Dit verhoudt zich ten opzichte van een gerapporteerde EBITDA marge van 21,0% in BJ2019A, 22,5% in BJ2020A en 20,7% in BJ2021A.

- *Bio-valorization*: Het management van Tessenderlo Group NV verwacht dat de REBITDA marge in BJ2022E zal stijgen naar 13,6% t.a.v. 13,0% in BJ2021A ten gevolge van de gunstige marktomstandigheden in de verschillende eindmarkten. Vanwege de verwachting dat de marktomstandigheden minder gunstig zullen zijn in 2023, verwacht het management van Tessenderlo Group NV dat de REBITDA marge licht zal dalen naar 13,4% in BJ2023E. Voor BJ2024E verwacht het management een stijging in de REBITDA marge naar 14,5%, waarna de REBITDA marge gestaag zal afnemen tot een stabiel niveau van 12,9% in BJ 2026E. Het management van Tessenderlo Group NV verwacht dat de REBITDA marge over de periode BJ2026E-2031E stabiel zal blijven rond 12,9%. Dit verhoudt zich ten opzichte van een gerapporteerde EBITDA marge van 11,2% in BJ2019A, 15,2% in BJ2020A en 13,0% in BJ2021A.
- *Industrials Solutions*: Het management van Tessenderlo Group NV verwacht dat de REBITDA marge in BJ2022E zal dalen naar 11,9% vs 13,4% in BJ2021A, als gevolg van de hogere verkoopprijzen. Ingegeven door verwachte minder gunstige marktomstandigheden in 2023, verwacht het management van Tessenderlo Group NV dat de REBITDA marge in BJ2023E zal terugvallen naar 10,0%. Voor BJ2024E verwacht het management een stijging in de REBITDA marge naar 11,0%, waarna de REBITDA marge een gelijkmatige stijging ervaart naar 11,5% in BJ2026E. Vanaf BJ2027E verwacht het management dat de REBITDA marge zal terugvallen tot een genormaliseerd niveau van 10,9%. Het management van Tessenderlo Group NV verwacht dat de REBITDA marge over de periode BJ2026E-2031E constant zal blijven rond het niveau van 10,9%. Dit verhoudt zich ten opzichte van een gerapporteerde REBITDA marge van 9,0% in BJ2019A, 11,5% in BJ2020A en 13,4% in BJ2021A.
- *T-Power*: Het management van Tessenderlo Group NV verwacht dat de BJ2022E REBITDA marge een stijging ervaart naar 76,5% t.a.v. 74,4% in BJ2021, dit op basis van de afspraken vervat in de gas-tot-elektriciteit tolling-overeenkomst met RWE Group. In de daaropvolgende periode van BJ2023E-BJ2025E verwacht het management van Tessenderlo Group NV dat de REBITDA marge gestaag zal afnemen naar 73,8%. Voor BJ2026E verwacht het management van Tessenderlo Group NV dat de REBITDA marge verder zal afnemen naar 30,5%. Vanaf juli 2026 loopt de tolling-overeenkomst met RWE Group af en gaat management ervan uit dat de 5-jaar optionele verlenging niet zal gelicht worden door RWE Group. Dit vertaalt zich in een daling van de REBITDA marge in BJ2027E naar 12,3%. Het management van Tessenderlo Group NV verwacht dat de REBITDA marge over de periode BJ2028E-2031E constant zal blijven rond het niveau van 11,5%. Dit verhoudt zich ten opzichte van een gerapporteerde EBITDA marge van 73,1% in BJ2019A, 78,8% in BJ2020A en 74,4% in BJ2021A.
- *OOD*: Er wordt geen omzet voorzien in het OOD segment, bijgevolg worden er geen REBITDA marges vooropgesteld. Het management van Tessenderlo Group NV verwacht dat de BJ2022E negatieve REBITDA zal toenemen tot EUR -21,7 miljoen vs EUR -20,9 miljoen in BJ2021A. Voor BJ2023E verwacht het management dat de

negatieve REBITDA zal dalen naar EUR -21,4 miljoen waarna deze gestaag zal toenemen over de periode BJ2023E-BJ2031E naar EUR -25,1 miljoen.

- Het management van Tessengerlo Group NV verwacht jaarlijkse investeringsbudgetten van EUR 130 miljoen, EUR 191 miljoen en EUR 149 miljoen in respectievelijk BJ2022E, BJ2023E en BJ2024E. De hogere budgetten dienen ter investering in een nieuwe productiefaciliteit in het Agro segment, alsook voor de geplande investeringen in de bestaande infrastructuur. In BJ2025E en BJ2026E verwacht het management significant lagere investeringsbudgetten van respectievelijk EUR 83,5 miljoen en EUR 84,4 miljoen. In de periode BJ2027E-BJ2031E voorziet het management een graduele stijging van het investeringsbudget in lijn met de omzetgroei, waarbij het investeringsbudget gradueel toeneemt van EUR 99,7 miljoen in BJ2027E tot EUR 104,7 miljoen in BJ2031E. Dit verhoudt zich ten opzichte van investeringen van EUR 104 miljoen in BJ2019A, EUR 100 miljoen in BJ2020A en EUR 96 miljoen in BJ2021A. De gemiddelde analistenverwachting van het investeringsbudget over de periode 2022-2024 bedraagt EUR 129 miljoen (t.a.v. een gemiddeld verwacht investeringsbudget van EUR 157 miljoen over dezelfde periode in het Business Plan).
- De toekomstgerichte veronderstellingen voor het werkkapitaal worden hoofdzakelijk aangestuurd door de evolutie van de omzet. Het management van Tessengerlo Group NV verwacht dat het werkkapitaal in BJ2022E 22,6% van de omzet zal bedragen, wat een daling met 0,4%-punt vertegenwoordigt t.a.v. BJ2021A. Ter vergelijking, in BJ2019A en BJ2020A bedroeg het werkkapitaal⁵ respectievelijk 23,4% en 22,8% van de omzet. In BJ2023E zal het werkkapitaal naar verwachting stijgen naar 23,5% van de omzet. In de daaropvolgende jaren BJ2024E-2025E verwacht het management dat het werkkapitaal toeneemt naar 23,9% van de omzet in beide jaren. In de periode over BJ2026E-2031E evolueert het werkkapitaal stabiel als percentage van de omzet per segment, waardoor het werkkapitaal als percentage van de omzet op groepsniveau evolueert van 23,4% in BJ2026E naar 23,3% in de periode BJ2027E-BJ2028E en 23,4% bedraagt over de periode BJ2029E-BJ2031E.
- Aangezien de waarderingdatum 30 juni 2022 is, weerhoudt en verdisconteert Tessengerlo Group NV enkel de vrije operationele kasstroom uit H2 BJ2022E. Deze wordt berekend door de geschatte vrije operationele kasstroom voor het BJ2022E te verminderen met de actuele vrije operationele kasstroom⁶ van H1 BJ2022A. Op basis van deze berekening schat het management van Tessengerlo Group NV een vrije operationele kasstroom van EUR 84,1 miljoen in H2 BJ2022E, zijnde 73,9% van de vrije operationele kasstroom over het volledige financiële jaar.
- De verdisconteringsvoet of WACC die wordt gebruikt om de toekomstige vrije kasstromen en de eindwaarde ("**Terminale Waarde**") te verdisconteren, ligt aan de grondslag van de DCF waardering en werd bepaald op basis van de CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) methode. Tessengerlo Group NV heeft voor elk bedrijfssegment van de Tessengerlo groep een WACC

⁵ Bron: Gepubliceerd jaarrapport Tessengerlo Group; Voorraden + Handelsvorderingen – Handelsschulden en overige schulden

⁶ Berekend als operationeel resultaat (EBIT) na belastingen (20,2%), vermeerderd met de afschrijvingen en waardeverminderingen, en verminderd met de investeringen in (im)materiële vaste activa en de verandering in het nettowerkkapitaal over de eerste financiële jaarhelft.

berekend, die dan op zijn beurt gebruikt wordt om de toekomstige vrije kasstromen en de Terminale Waarde van het desbetreffende bedrijfssegment te verdisconteren. Hieronder wordt toegelicht hoe de verschillende WACCs zijn bepaald aan de hand van een beschrijving van de verschillende parameters die hiervoor werden gehanteerd:

- Een risicovrije rente⁷ van 1,36%, gebaseerd op de lange-termijn gemiddelde rente op Duitse staatsobligaties met een 10-jaar looptijd sinds 28 juni 2012;
- Een marktrisicopremie⁸ van 5,50%;
- Een bedrijfsspecifieke⁹ premie van 1,8%, voor omvang en liquiditeit;
- Een landspecifiek premie van 0,6%¹⁰, voor notering van het aandeel in België;
- Het gehanteerde genormaliseerde belastingtarief voor de bepaling van de WACC, alsook de berekening van de jaarlijkse vennootschapsbelasting¹¹ in het Business Plan bedraagt 20,2%;
- Een *target* eigenvermogensratio van 90,0%, in lijn met de financieringsstructuur dat het management van Tessengerlo Group NV vooropstelt voor de toekomst;
- Een *schuldenvrije* beta, ook wel *unlevered* beta genoemd, is bepaald per segment. De *schuldenvrije* beta en daaruit volgende *levered*¹² betas per segment worden bepaald op:
 - *Agro*: een *schuldenvrije* beta van 0,96, op basis van de *unlevered* beta van de *diversified chemicals* industrie volgens Damodaran (Januari 2022). Dit levert een *levered beta* op van 1,04;
 - *Bio-valorization*: een *schuldenvrije* beta van 0,91, op basis van de gewogen *unlevered* beta van de *diversified chemicals* industrie en van de *environmental & waste services* industrie volgens Damodaran (Januari 2022). Dit levert een *levered beta* op van 0,98;
 - *Industrial Solutions*: een *schuldenvrije* beta van 0,92, op basis van de gewogen *unlevered* beta van de *diversified chemicals* industrie en van de *construction supplies* industrie volgens Damodaran (Januari 2022). Dit levert een *levered*

⁷ Bron: Bloomberg (periode van 28 juni 2012 tot 28 juni 2022).

⁸ Bron: KPMG – gebaseerd op de risicopremie voor mature markten.

⁹ Bron: Duff & Phelps international Guide to Cost of Capital (2018).

¹⁰ Bron: Damodaran (2022)

¹¹ Bron: Deze belastingvoet ligt in lijn met de belastingvoet over de voorbije jaren.

¹² *Levered* beta: *unlevered* beta $\cdot (1 + (1 - \text{genormaliseerd belastingtarief}) \cdot \text{gearing})$, waarbij zowel het genormaliseerde belastingtarief als de *gearing* voor elk segment van Tessengerlo Group gelijk is aan respectievelijk 20,2% en 10,0%.

beta op van 0,99;

- *T-Power*: een *schuldenvrije* beta van 0,55, op basis van de unlevered beta van de *power* industrie volgens Damodaran (Januari 2022). Dit levert een *levered beta* op van 0,59.
- De kost van het vreemd vermogen vóór belastingen wordt bepaald op 4,16%¹³. Rekening houdend met een jaarlijkse vennootschapsbelasting van 20,2%, levert dit een kost van het vreemd vermogen na belastingen op van 3,32%.
- De Terminale Waarde per segment wordt berekend door toepassing van de Gordon-Shapiro methodologie op de genormaliseerde vrije kasstroom in BJ2031E, gebaseerd op de volgende veronderstellingen:
 - *Agro*:
 - Een bestendige groeivoet van 1,26%, wat overeenkomt met de gemiddelde CAGR van het reële BBP van de landen van de Eurozone over een periode van 2022 tot 2032¹⁴. Tessenderlo Group NV verwacht echter niet dat de kunstmeststoffen sector significant sneller zal groeien dan het BBP van de Eurozone.;
 - De hogervermelde veronderstellingen betreffende de marges, investeringsuitgaven en werkkapitaal en belastingen;
 - De gecorrigeerde¹⁵ vrije operationele kasstroom in BJ2031E van EUR 113,9 miljoen;
 - De Terminale Waarde als percentage van de ondernemingswaarde bedraagt 54,8%.
 - *Bio-valorization*:
 - Een bestendige groeivoet van 0,75%, wat overeenkomt met een groei die circa 0,5%-punt lager ligt tov de gemiddelde CAGR van het reële BBP van de landen van de Eurozone over een periode van 2022 tot 2032. Dit aangezien Tessenderlo Group NV verwacht dat de Bio-valorization een vertraging zal ervaren tav de groei in het BBP van de Eurozone;
 - De hogervermelde veronderstellingen betreffende de marges,

¹³ De kost van het vreemd vermogen voor belasting: risicovrije rente + verschil (*spread*) tussen i) het impliciet rendement tot maturiteit op de uitstaande obligatie van Tessenderlo Group NV op verval datum 15/07/2025 en ii) de risicovrije rente op dezelfde periode van Duitse staatsobligaties. De *spread* bedroeg 2,80% op 30 juni 2022.

¹⁴ Bron: OECD (2022), Real GDP long-term forecast (indicator).

¹⁵ De vrije operationele kasstroom in BJ2030E werd aangepast zodat het investeringsbudget gelijk is aan de afschrijvingen en waardeverminderingen voor de berekening van de Terminale Waarde. Dit leidt tot een stijging van de vrije operationele kasstroom van EUR 2,2 miljoen.

investeringsuitgaven en werkkapitaal en belastingen;

- De gecorrigeerde vrije operationele kasstroom in BJ2031E van EUR 37,4 miljoen;
- De Terminale Waarde als percentage van de ondernemingswaarde bedraagt 51,2%.

○ *Industrial Solutions:*

- Een bestendige groeivoet van 1,26%, wat overeenkomt met de gemiddelde CAGR van het reële BBP van de landen van de Eurozone over een periode van 2022 tot 2032. Tessengerlo Group NV verwacht echter niet dat de bouwmaterialen sector significant sneller zal groeien dan het BBP van de Eurozone;
- De hogervermelde veronderstellingen betreffende de marges, investeringsuitgaven en werkkapitaal en belastingen;
- De gecorrigeerde vrije operationele kasstroom in BJ2031E van EUR 40,2 miljoen;
- De Terminale Waarde als percentage van de ondernemingswaarde bedraagt 51,8%.

○ *T-Power:*

- Tessengerlo Group NV beoordeelt dat, gezien recente ontwikkelingen in de Europese energiemarkt, met name door de opmars in productie van hernieuwbare energie, dat de Terminale Waarde van het T-Power segment hoogst onzeker is. Daarnaast heeft Tessengerlo Group NV, zoals aangekondigd in haar persbericht van 3 november 2021, geen vergunning verkregen van de Vlaamse minister van Justitie en Handhaving, Omgeving, Energie en Toerisme voor de bouw van een nieuwe gascentrale in Tessengerlo (T-Power II). De combinatie van beide factoren leiden er voor Tessengerlo Group NV toe dat er geen Terminale Waarde toegekend is aan het T-Power segment.

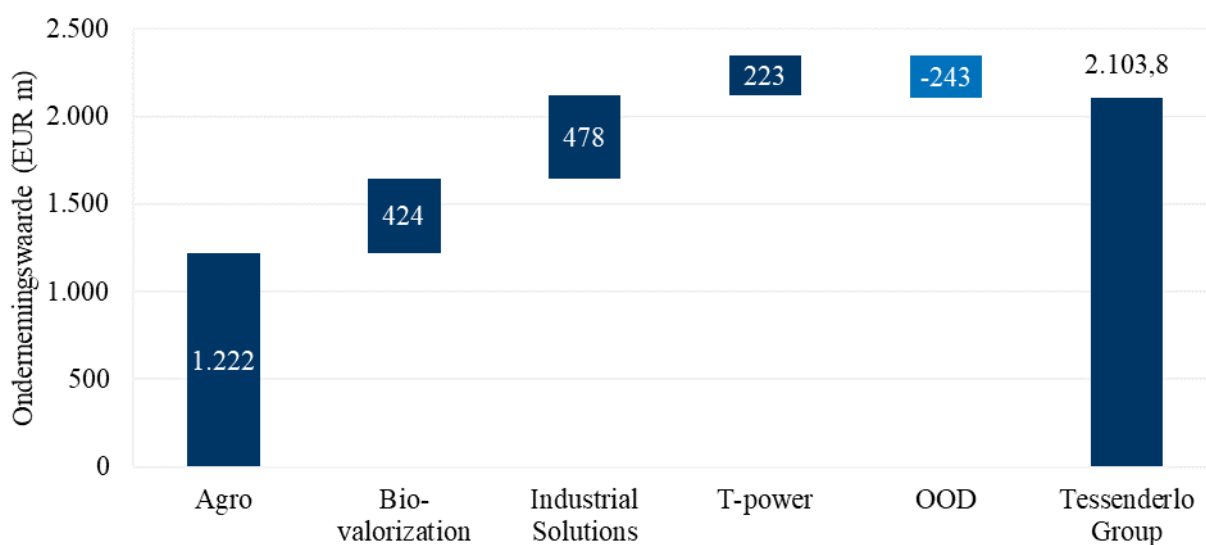
○ *OOD:*

- Een bestendige groeivoet van 1,00%. Dit aangezien Tessengerlo Group NV niet verwacht dat OOD zal groeien aan het tempo van het BBP van de Eurozone;
- De hogervermelde veronderstellingen betreffende de marges, investeringsuitgaven en werkkapitaal en belastingen;
- De gecorrigeerde vrije operationele kasstroom in BJ2031E van EUR -22,2 miljoen;

- De Terminale Waarde als percentage van de ondernemingswaarde bedraagt 55,2%.

Op basis van deze veronderstellingen leidt de DCF-waardering tot een ondernemingswaarde van Tessengerlo Group NV van EUR 2.103,8 miljoen. Daar Tessengerlo Group NV voor de DCF methode een *sum-of-the-parts* methodiek toegepast heeft, is de ondernemingswaarde van Tessengerlo Group NV bepaald als de som van de ondernemingswaarden van alle segmenten. Onderstaande grafiek toont de ondernemingswaarden voor alle segmenten van de Tessengerlo groep, waarvan de som de totale ondernemingswaarde van Tessengerlo Group NV vormt op basis van de DCF methode.

Ondernemingswaarde op basis van de sum-of-the-parts DCF analyse:



Na aftrek van de netto schuld positie op 30 juni 2020 van EUR 127,0 miljoen (zie tabel “netto schuld brug”) levert dit een eigenvermogenswaarde van EUR 1.976,8 miljoen op. Gebaseerd op een totaal aantal aandelen van 43.154.979, inclusief de eigen¹⁶ aandelen van het bedrijf, leidt dit tot een intrinsieke waarde van 45,81 EUR per Aandeel.

Onderstaande tabel toont de gevoeligheid van de ondernemingswaarde, en aldus de waarde per Aandeel van Tessengerlo Group NV door de WACC met 0,50% en de terminale groeivoet met 0,25% te laten variëren:

Gevoeligheidsanalyse eigenvermogenswaarde (WACC; bestendige groeivoet):

		Δ bestendige groeivoet (%)				
		-0,50%	-0,25%	0%	0,25%	0,50%
Δ WACC	-1,00%	2.189,8	2.234,6	2.282,8	2.334,8	2.390,9
	-0,50%	2.042,4	2.079,5	2.119,3	2.161,9	2.207,7
	0,00%	1.912,7	1.943,7	1.976,8	2.012,1	2.049,9
	0,50%	1.797,6	1.823,8	1.851,6	1.881,1	1.912,6
	1,00%	1.694,9	1.717,1	1.740,6	1.765,5	1.791,9

¹⁶ Tessengerlo Group NV bezit 31,503 eigen aandelen.

Gevoeligheidsanalyse waarde per Tessengerlo Group NV aandeel (WACC; bestendige groeivoet):

		Δ bestendige groeivoet (%)				
		-0,50%	-0,25%	0%	0,25%	0,50%
Δ WACC	-1,00%	50,74	51,78	52,90	54,10	55,40
	-0,50%	47,33	48,19	49,11	50,10	51,16
	0,00%	44,32	45,04	45,81	46,63	47,50
	0,50%	41,66	42,26	42,91	43,59	44,32
	1,00%	39,28	39,79	40,33	40,91	41,52

De gevoeligheidsanalyse op basis van een variatie in WACC tussen -1% en +1% t.a.v. de gebruikte WACC per segment en een bestendige groeivoet per segment die 0,50% lager is of 0,50% hoger is, levert een eigenvermogenswaarde voor Tessengerlo Group NV op die reikt van EUR 1.694,9 miljoen tot EUR 2.390,9 miljoen. Dit stemt overeen met een waarderingsvork voor het Tessengerlo Group NV aandeel van 39,28 EUR tot 55,40 EUR.

Onderstaande tabel toont de gevoeligheid van de waarde per Tessengerlo Group NV aandeel door de EBITDA marge met 0,50% en de groeivoet van de omzet met 0,25% te laten variëren doorheen de planningsperiode:

Gevoeligheidsanalyse eigenvermogenswaarde (REBITDA%; Omzetgroei%):

		Δ REBITDA %				
		-1,00%	-0,50%	0%	0,50%	1,00%
Δ Omzetgroei	-0,50%	1.700,4	1.822,9	1.945,4	2.067,9	2.190,3
	-0,25%	1.711,9	1.836,6	1.961,3	2.085,9	2.210,6
	0,00%	1.723,0	1.849,9	1.976,8	2.103,7	2.230,6
	0,25%	1.733,8	1.862,9	1.992,1	2.121,2	2.250,4
	0,50%	1.744,1	1.875,5	2.007,0	2.138,5	2.269,9

Gevoeligheidsanalyse waarde per Tessengerlo Group NV aandeel (REBITDA%; Omzetgroei%):

		Δ REBITDA %				
		-1,00%	-0,50%	0%	0,50%	1,00%
Δ Omzetgroei	-0,50%	39,40	42,24	45,08	47,92	50,76
	-0,25%	39,67	42,56	45,45	48,34	51,22
	0,00%	39,93	42,87	45,81	48,75	51,69
	0,25%	40,18	43,17	46,16	49,15	52,15
	0,50%	40,41	43,46	46,51	49,55	52,60

De gevoeligheidsanalyse op basis van een delta in de REBITDA marge (van -1,00% tot +1,00%) en een delta in de groeivoet (van -0,50% tot + 0,5%) levert een eigenvermogenswaarde voor Tessengerlo Group NV op van EUR 1.700,4 miljoen tot EUR 2.269,9 miljoen, en een daarbij horende vork voor het Tessengerlo Group NV aandeel van 39,40 EUR tot 52,60 EUR.

(ii) Multiples van vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen

De analyse en toepassing van *multiples* van vergelijkbare beursgenoteerde bedrijven (de **Referentiegroep**) is een methode voor relatieve waardering die als alternatief kan gebruikt worden

voor de verantwoording van de Ruilverhouding.

Multiples van vergelijkbare beursgenoteerde bedrijven worden bepaald op basis van de historische financiële gegevens, consensus financiële projecties¹⁷ zoals voorbereid door aandelenanalisten en de aandelenkoersen van de vergelijkbare beursgenoteerde bedrijven. De *multiples* worden berekend op basis van de financiële gegevens in de lokale munteenheid om eventuele wisselkoerseffecten te vermijden.

Voor de waardering van de Tessengerlo groep haar *Agro* en *Industrial Solutions* segmenten, heeft Tessengerlo Group NV rekening gehouden met de *multiples* van geselecteerde Referentiegroepen die bestaan uit bedrijven actief in respectievelijk de *meststoffen* industrie voor het *Agro* segment, en *basic chemicals* en *bouwmaterialen* industrieën voor het *Industrial Solutions* segment. De bedrijven in de Referentiegroepen voeren bedrijfsactiviteiten uit die vergelijkbaar zijn met de bedrijfsactiviteiten van de Tessengerlo groep haar *Agro* en *Industrial Solutions* segmenten. Tessengerlo Group NV weerhoudt de waarderingmethode van *multiples* van vergelijkbare beursgenoteerde bedrijven niet voor de *Bio-valorization* en *T-Power* segmenten van de Tessengerlo groep.

Het niet-weerhouden van de *multiples* van vergelijkbare beursgenoteerde bedrijven voor de *Bio-valorization* en *T-Power* segmenten is ingegeven door volgende overwegingen:

- de Referentiegroep van het *Bio-valorization* segment bestaat uit slechts twee bedrijven met activiteiten in *verwerking van dierlijke bijproducten*. Bovendien zijn deze bedrijven actief in andere geografieën en vertonen deze een verschillend financieel profiel in termen van omzetgroei en winstgevendheid dan het *Bio-valorization* segment van Tessengerlo groep;
- Tessengerlo Group NV is van mening dat de toepasbaarheid van *multiples* van de Referentiegroep voor het waarderen van het *T-Power* segment van de Tessengerlo groep beperkt is, daar, zoals hierboven omschreven, de financiële resultaten van het *T-Power* segment van Tessengerlo groep na afloop van de bestaande overeenkomsten voor energieafname hoogst onzeker zijn. De Referentiegroep voor het *T-Power* segment van Tessengerlo groep bestaat uit Europese bedrijven actief in de *energieproductie* industrie.

Bij de toepassing van deze methode moet echter rekening worden gehouden met de volgende belangrijke overwegingen:

- bij het samenstellen van een referentiegroep van vergelijkbare beursgenoteerde bedrijven moet worden opgemerkt dat bedrijven nooit perfect vergelijkbaar zijn wat betreft de activiteiten, grootte, winstgevendheid, groeipotentieel en geografische aanwezigheid. Het samenstellen van een referentiegroep van vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen is daarenboven een afweging tussen het verkrijgen van een voldoende ruime referentiegroep en de vergelijkbaarheid van iedere afzonderlijke onderneming in die referentiegroep met de te waarderen vennootschap. Bovendien kunnen vergelijkbare bedrijven momenteel op een andere manier beïnvloed worden door marktomstandigheden, zoals bewegingen in

¹⁷ De consensus financiële projecties zijn gebaseerd op brondata uit Refintiv. Deze consensus projecties zouden verschillen kunnen vertonen afhankelijk van de gebruikte databank.

grondstofprijzen of geopolitieke impact op de activiteiten;

- de *multiples* van vergelijkbare bedrijven gelden voor onafhankelijke bedrijven die worden genoteerd en verhandeld op aandelenbeurzen. Zij omvatten dus geen strategische of controlepremie die mogelijk wordt betaald door een ander bedrijf bij de overname van deze bedrijven; en
- de liquiditeit in de aandelen van de Referentiegroep is beduidend hoger in vergelijking met de liquiditeit in de aandelen van Picanol.

Hieronder volgt een korte beschrijving¹⁸ van de geselecteerde bedrijven in de Referentiegroepen. Deze bedrijven werden opgedeeld in vier categorieën volgens de bedrijfssegmenten van de Tessenderlo groep, zijnde *Agro*, *Industrials Solutions*, *Bio-valorization* en *T-Power*.

Agro

- Compass Minerals International, Inc. (CMI) is een leverancier van essentiële mineralen, waaronder zout (80% van omzet) voor de veiligheid op wegen in de winter en andere consumenten- en industriële- toepassingen en gespecialiseerde chemicaliën voor waterbehandeling en andere industriële processen (19% van omzet). De onderneming exploiteert 16 productie- en verpakkingsfaciliteiten in de Verenigde Staten, Canada, Brazilië en het Verenigd Koninkrijk. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in de Verenigde Staten.
- K&S AG is een zoutproducent en leverancier van potas. De onderneming is actief in drie segmenten: zout (~50% van omzet), potash en magnesium (~50% van omzet) en aanvullende activiteiten. Het segment aanvullende activiteiten bundelt recyclingactiviteiten, afvalverwijdering en hergebruik in potas- en steenzoutmijnen en CATSAN- en THOMAS-granulatie, alsmede logistieke diensten via K+S Transport GmbH en handel in verschillende basischemicaliën via Chemische Fabrik Kalk GmbH. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Duitsland.
- American Vanguard Corporation (AVD) is een holding maatschappij. Het bedrijf is in de eerste plaats een producent van speciale chemicaliën die producten ontwikkelt en verkoopt voor gebruik in de landbouw (86% van omzet), voor commerciële doeleinden en voor consumenten (14% van omzet). Het bedrijf produceert en formuleert chemicaliën voor de bescherming van gewassen, mensen en dieren. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in de Verenigde Staten.
- Nutrien Ltd is een onderneming die gewasinputs en -diensten levert. De onderneming is actief in vier segmenten: Retail Ag Solutions (Retail) (64% van omzet), Potas (16% van omzet), Nitrogen (19% van omzet) en Phosphate (8% van omzet) (deels intragroep). Het retail segment distribueert gewasvoedingsstoffen, gewasbeschermingsmiddelen, zaaizaad en handelswaar en levert diensten rechtstreeks aan telers via een netwerk van landbouwcentra in Noord-

¹⁸ Beschrijvingen zijn gebaseerd op publiek informatie beschikbaar op de website en in de jaarverslagen

Amerika, Zuid-Amerika en Australië. Het bedrijf exploiteert ook ongeveer 16 stikstoffabrieken in Canada, Trinidad en de Verenigde Staten. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Canada.

- CF Industries Holdings, Inc. is een fabrikant van waterstof- en stikstofproducten voor schone energie, meststoffen, emissiereductie en andere industriële toepassingen. De onderneming exploiteert stikstofproductiecomplexen in de Verenigde Staten, Canada en het Verenigd Koninkrijk. Haar segmenten omvatten ammoniak (27% van omzet), korrelig ureum (29% van omzet), ureum-ammoniumnitraat (27% van omzet), ammoniumnitraat (7,8% van omzet) en anderen (8,8% van omzet). Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in de Verenigde Staten.
- Bayer AG is een biowetenschappelijk bedrijf. De segmenten van de onderneming zijn Farmaceutische Producten (37% van omzet), gezondheid voor de consument (13% van omzet) en Gewasbescherming (49% van omzet). Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Duitsland.
- Yara International ASA is een internationale onderneming die zich bezighoudt met de productie, distributie en verkoop van minerale stikstofhoudende meststoffen en aanverwante industriële producten. Het bedrijf is actief via zes segmenten: Europa (29% van omzet), Noord- en Zuid-Amerika (43% van omzet), Afrika & Azië (19% van omzet), Global Plants & Operational Excellence (17% van omzet) (inclusief intragroepomzet). Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Noorwegen.
- The Mosaic Company is een producent en verkoper van geconcentreerde fosfaat- en kaliumhoudende voedingsstoffen voor gewassen. De segmenten omvatten Fosfaten (40% van omzet), Potas (21% van omzet) en Mosaic Fertilizantes (41% van omzet). Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in de Verenigde Staten.
- Sesoda corporation is een onderneming die zich voornamelijk bezighoudt met de vervaardiging en verkoop van chemische producten (63% van omzet). Zij vervaardigt onder meer kaliumsulfaat, zoutzuur en vloeibare calciumchloride. Andere activiteiten van de onderneming omvatten de handel in chemische producten (36% van omzet), de vervaardiging en verkoop van optische coatingfilms, zeevervoer en cateringbedrijven. De onderneming is actief op de binnenlandse markt en op overzeese markten. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Taiwan.
- Sociedad Quimica y Minera de Chile S.A. (SQM), is een producent van kaliumnitraat en jodium. De onderneming produceert speciale plantenvoedingsstoffen, jodiumderivaten, lithium en zijn derivaten, kaliumchloride, kaliumsulfaat en bepaalde industriële chemicaliën. Haar segmenten omvatten speciale plantenvoeding, industriële chemicaliën, jodium en zijn derivaten, lithium en zijn derivaten, kalium, en andere producten en diensten. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Chili.
- OCI NV is een producent en distributeur van op aardgas gebaseerde meststoffen en industriële chemicaliën. Haar portefeuille van stikstofhoudende meststoffen en industriële chemicaliën omvat vloeibare en gasvormige ammoniak, ureum in korrelvorm, ureum-ammoniumnitraat,

calcium-ammoniumnitraat, methanol en melamine. Het verdeelt ook kristallijn en korrelvormig ammoniumsulfaat. Het distributienetwerk van de onderneming strekt zich uit over Noord- en Zuid-Amerika, Europa, Azië, Afrika en Australië. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Nederland.

- ICL Group Ltd, voorheen bekend als Israel Chemicals Ltd, is een onderneming die actief is in de sectoren meststoffen en chemische specialiteiten. De onderneming is actief in drie segmenten: meststoffen, industriële producten, en performante producten. Het segment meststoffen (63% van omzet) houdt zich bezig met de productie van standaard, korrelige, fijne rode en witte potas uit verschillende bronnen. Het segment industrial products (23% van omzet) produceert vlamvertragers, zoals broominaten en organisch fosfor, elementair broom, en andere chemicaliën. Het segment performance products (18% van omzet) produceert speciale fosfaten, alsook aluminiumoxide en andere chemicaliën. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Israel.

Industrial Solutions

- Orbia Advance Corporation SAB de CV, voorheen Mexichem SAB de CV, is een onderneming die actief is in de industriële sector. De activiteiten van de onderneming zijn onderverdeeld in vijf business groups: Precisielandbouw (37% van omzet), Bouw & Infrastructuur, Fluor (8,5% van omzet), Datacommunicatie en Polymeeroplossingen (39% van omzet). De afdeling Precisielandbouw omvat het merk Netafim, dat irrigatiesystemen en aanverwante diensten ontwikkelt, en technologie aanbiedt voor de digitalisering van de landbouw. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Mexico.
- Uponor Oyj is een leverancier van loodgieters- en verwarmingssystemen. Het aanbod van de onderneming bestaat uit drie segmenten: Building Solutions Europa, Building Solutions Noord-Amerika (samen 79% van omzet) en Infrastructure Solutions (22% van omzet). De segmenten Gebouwooplossingen bieden voornamelijk binnenklimaat- en sanitairooplossingen voor woningen en utiliteitsgebouwen. De klanten van de Building Solutions zijn voornamelijk installateurs van verwarming, ventilatie en airconditioning (HVAC) en bouwbedrijven. De activiteiten van Infrastructure Solutions situeren zich in de Scandinavische en Baltische landen. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Finland.
- Kemira Oyj is een onderneming die duurzame chemische oplossingen biedt voor waterintensieve industrieën. De focus van de onderneming ligt op pulp & papier (58% van omzet), waterbehandeling en olie & gas (42% van omzet). Kemira's activiteiten zijn georganiseerd in twee klantgerichte segmenten: Pulp & Papier en Industrie & Water. De onderneming heeft wereldwijd meer dan 60 productievevestigingen. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Finland.
- Georg Fischer AG is een onderneming die zich bezighoudt met de ontwikkeling van systemen voor industriële toepassingen. De onderneming is actief via drie bedrijfssegmenten: GF Piping Systems (53% van omzet), GF Casting Solutions (24% van omzet), en GF Machining Solutions (23% van omzet). Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Zwitserland.
- Geberit AG is een leverancier van sanitaire producten en systemen voor de residentiële,

commerciële, nieuwbouw- en renovatiemarkten. Het bedrijf verkoopt producten onder de merknaam Geberit en is actief in drie segmenten: sanitaire systemen (38% van omzet), leidingsystemen (30% van omzet) en keramiek (31% van omzet). De onderneming bezit ongeveer 40 productievestigingen en is via dochterondernemingen actief in meer dan 40 landen. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Zwitserland.

- Genuit Group PLC is een onderneming die zich bezighoudt met het leveren van duurzame oplossingen op het gebied van water- en klimaatbeheer voor de bebouwde omgeving. Het bedrijf biedt leidingsystemen voor de residentiële (64% van omzet), commerciële, civiele en infrastructuur sectoren (39% van omzet). Het bedrijf ontwerpt en produceert ook energieoplossingen in verwarmingssystemen op waterbasis in het Verenigd Koninkrijk. De onderneming richt zich voornamelijk op de bouw- en constructiemarkt in het Verenigd Koninkrijk en Europa, met aanwezigheid in Italië, Nederland, Ierland en het Midden-Oosten. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in het Verenigd Koninkrijk.
- Wienerberger AG is een internationale bouwmaterialenonderneming. De Vennootschap is de moedermaatschappij van een bouwmaterialengroep waarvan de bedrijfsactiviteiten in zes segmenten zijn onderverdeeld: Noord Amerika (13% van omzet), Wienerberger bouwoplossingen (58% van omzet), Wienerberger buisoplossingen (29% van omzet). De afdeling Clay Building Materials Europe omvat activiteiten op het gebied van kleiblokken, gevelstenen en dakpannen. De afdeling Holding & Overige omvat de activiteiten op het gebied van baksteen en overige. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Oostenrijk.
- BASF SE is een chemische onderneming. De onderneming is actief via zes segmenten, met name Chemie, Materialen, Industriële oplossingen, Oppervlaktetechnologieën, Voeding & verzorging en Landbouwoplossingen. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Duitsland.
- Arkema SA is een chemieproducent, die chemische specialiteiten en geavanceerde materialen levert. De onderneming vervaardigt een reeks producten voor industrieën. De onderneming is actief via drie bedrijfssegmenten: Hoogwaardige Materialen (32% van omzet), Adhesive oplossingen (24% van omzet), Coatingoplossingen (29% van omzet) en Intermediates (14% van omzet). De onderneming heeft productiecentra in Europa, Noord-Amerika en Azië. Zij opereert via een netwerk van dochterondernemingen, zoals XL Brands. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Frankrijk.

Bio-valorization

- Darling Ingredients Inc. is een ontwikkelaar en producent van duurzame natuurlijke ingrediënten van eetbare (27% van omzet) en niet-eetbare bio-nutriënten, en creëert ingrediënten en op maat gemaakte speciale oplossingen voor klanten in de voedings-, diervoeder- (64% van omzet), brandstof-, bio-energie- en meststoffenindustrie (9% van omzet). Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in de Verenigde Staten.
- Nitta Gelatin Inc is een onderneming die zich voornamelijk bezighoudt met de exploitatie van collageenactiviteiten. Het bedrijfssegment collageen (79% van omzet) en formula oplossingen (26% van omzet) heeft drie verkoopcategorieën. Het bedrijf levert producten en diensten in

Japan, India, Azië, de VS, Canada en andere landen. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Japan.

T-Power

- Electricite de France SA (EDF SA) is een elektriciteitsproducent, -verkoper en -distributeur. De onderneming wekt energie op met behulp van nucleaire technologie, alsook thermische, hydro-elektrische en andere hernieuwbare bronnen. Zij houdt zich bezig met de opwekking van energie en de verkoop van energie aan industrieën, lokale overheden en particulieren. De groep is aanwezig in Frankrijk, België, de Verenigde Staten, Polen, Italië, China, Vietnam en andere landen wereldwijd. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Frankrijk.
- Engie SA is een wereldwijde energie- en dienstengroep. Zij is actief via vier bedrijfssegmenten: Client Solutions, Renewables, Thermal en Networks. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Frankrijk.
- Enel SpA is een multinationale energiemaatschappij en een geïntegreerde speler op de wereldwijde markten voor elektriciteit, gas en hernieuwbare energie. De onderneming is actief in Europa en is aanwezig in meer dan 30 landen, waar zij energie produceert met meer dan 86 gigawatt (GW) aan geïnstalleerde capaciteit. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Italië.
- Italgas SpA is een onderneming die actief is in de distributie van aardgas. Het exploiteert een nationaal distributienetwerk van ongeveer 70.000 kilometer dat meer dan 7,5 miljoen klanten bedient. Haar diensten omvatten ook toezicht op het netwerk, onderhoud en digitalisering en verbruiksmetingen. De onderneming is lokaal actief. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Italië.

Tessengerlo Group NV beschouwt OW/EBITDA en OW/EBIT als de meest relevante waarderingsmaatstaven met het oog op de publieke waarderingsbeoordeling omdat het algemeen aanvaarde waarderingsmaatstaven zijn op de financiële markten.

Tessengerlo Group NV toont in de analyse de multiples voor 2022 en 2023 en past de multiples toe op de EBITDA en EBIT cijfers per divisie uit het Business Plan van Messengerlo Group NV, respectievelijk voor de jaren 2022 en 2023. Het jaar 2021 werd niet weerhouden aangezien deze cijfers de invloed van recente marktontwikkelingen, zoals veranderingen in grondstofprijzen, niet incorporeren, maar deze wel in de aandelenprijzen gereflecteerd zijn.

Tessengerlo Group NV heeft de OW voor de bedrijven in de Referentiegroep gedefinieerd als de marktkapitalisatie plus netto schuld. De netto schuld omvat de financiële schulden (inclusief leaseverplichtingen), cash, de waarde van minderheidsbelangen en preferente aandelen, de waarde van voorzieningen, pensioenverplichtingen, netto belastingschulden, derivaten en deelnemingen in geassocieerde vennootschappen. De ondernemingswaarde wordt voor elk bedrijf berekend op basis van de meest recente beschikbare financiële gegevens per 30 juni 2022.

Verhandelingsmultiples OW/EBITDA van de Referentiegroepen en berekening intrinsieke waarden:

Vennootschap	Land	Jaareinde	Marktkapitalisatie (lokale munteenheid in miljoen)	Ondernemings waarde (lokale munteenheid in miljoen)	CAGR omzet	Omzet (lokale munteenheid in miljoen)			EBITDA marge (%)			OW/EBITDA		
						21 - '23	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022
Weerhouden														
Agro														
Compass Minerals International Inc	Verenigde Staten	30 september	1.250	2.127	22,7%	837	1.213	1.260	21,0%	15,2%	20,6%	12,1x	11,5x	8,2x
K&S AG	Duitsland	31 december	4.785	5.164	22,8%	3.213	5.231	4.842	30,2%	45,0%	37,7%	5,3x	2,2x	2,8x
American Vanguard Corp	Verenigde Staten	31 december	674	754	10,1%	557	626	675	9,5%	12,0%	12,5%	14,2x	10,1x	9,0x
Nutrien Ltd	Canada	31 december	43.904	59.152	15,2%	26.861	39.699	35.623	26,5%	38,0%	34,3%	8,3x	3,9x	4,8x
CF Industries Holdings Inc	Verenigde Staten	31 december	18.926	22.522	19,1%	6.538	11.823	9.270	42,0%	53,8%	46,3%	8,2x	3,5x	5,2x
Bayer AG	Duitsland	31 december	60.085	95.492	5,4%	44.081	47.660	48.985	25,4%	26,4%	27,2%	8,5x	7,6x	7,2x
Yara International ASA	Noorwegen	31 december	10.653	14.090	8,3%	16.617	23.036	19.489	17,4%	18,6%	16,9%	5,2x	3,5x	4,6x
Mosaico Co	Verenigde Staten	31 december	18.672	22.400	20,3%	12.357	21.890	17.872	29,0%	35,9%	33,3%	6,2x	2,8x	3,8x
Sesoda Corp	Taiwan	31 december	11.952	14.957	n.b.	4.795	n.b.	n.b.	26,8%	n.b.	n.b.	11,6x	n.b.	n.b.
Sociedad Quimica y Minera de Chile SA	Chili	31 december	25.145	24.236	n.b.	2.862	n.b.	n.b.	41,6%	n.b.	n.b.	20,4x	n.b.	n.b.
OCI NV	Nederland	31 december	7.310	10.582	6,4%	6.319	9.067	7.148	40,0%	42,7%	36,2%	4,2x	2,7x	4,1x
ICL Group Ltd	Israël	31 december	12.779	15.411	18,8%	6.955	10.538	9.811	23,6%	37,0%	30,7%	9,4x	4,0x	5,1x
Agro		Gemiddelde	18.011	23.907	14,9%	10.999	17.078	15.498	27,7%	32,5%	29,6%	9,5x	5,2x	5,5x
		Mediaan	12.366	15.184	17,0%	6.428	11.181	9.541	26,7%	36,5%	32,0%	8,4x	3,7x	5,0x
Industrial Solutions														
Orbia Advance Corporation SAB de CV	Mexico	31 december	4.683	9.030	(1,0%)	8.783	8.645	8.616	23,3%	20,2%	19,0%	4,4x	5,2x	5,5x
Uponor Oyj	Finland	31 december	966	1.118	3,9%	1.313	1.416	1.418	15,5%	15,3%	15,2%	5,5x	5,2x	5,2x
Kemira Oyj	Finland	31 december	1.791	2.706	6,6%	2.674	3.048	3.039	15,9%	14,4%	14,5%	6,4x	6,1x	6,1x
Georg Fischer AG	Zwitserland	31 december	3.886	3.965	4,2%	3.722	3.868	4.041	11,1%	12,0%	12,7%	9,6x	8,5x	7,7x
Geberit AG	Zwitserland	31 december	16.337	16.610	3,9%	3.461	3.636	3.734	30,9%	28,7%	29,3%	15,5x	15,9x	15,2x
Genuit Group PLC	Verenigd Koninkrijk	31 december	947	1.113	6,1%	594	642	669	19,9%	21,0%	21,4%	9,4x	8,2x	7,8x
Wienerberger AG	Oostenrijk	31 december	2.311	3.563	8,6%	3.971	4.638	4.686	17,5%	17,0%	16,9%	5,1x	4,5x	4,5x
BASF SE	Duitsland	31 december	38.346	55.871	2,3%	78.598	83.880	82.234	14,4%	12,7%	12,8%	4,9x	5,2x	5,3x
Arkema SA	Frankrijk	31 december	6.368	8.385	4,4%	9.519	10.475	10.384	18,1%	17,3%	16,4%	4,9x	4,6x	4,9x
Industrial Solutions		Gemiddelde	8.404	11.373	4,3%	12.515	13.361	13.202	18,5%	17,6%	17,6%	7,3x	7,1x	6,9x
		Mediaan	3.886	3.965	4,2%	3.722	3.868	4.041	17,5%	17,0%	16,4%	5,5x	5,2x	5,5x
Niet-weerhouden														
Bio-valorization														
Darling Ingredients Inc	Verenigde Staten	01 januari	11.102	12.787	13,6%	4.741	5.772	6.120	17,9%	27,2%	31,2%	15,0x	8,1x	6,7x
Nitta Gelatin Inc	Japan	31 maart	11.263	19.019	10,1%	31.783	36.200	38.500	9,4%	9,5%	10,1%	6,4x	5,5x	4,9x
Bio-valorization		Gemiddelde	11.183	15.903	11,8%	18.262	20.986	22.310	13,7%	18,4%	20,7%	10,7x	6,8x	5,8x
		Mediaan	11.183	15.903	11,8%	18.262	20.986	22.310	13,7%	18,4%	20,7%	10,7x	6,8x	5,8x
T-power														
Electricité de France SA	Frankrijk	31 december	31.010	69.001	(0,5%)	84.461	80.231	83.643	21,3%	17,0%	23,4%	3,8x	5,1x	3,5x
Engie SA	Frankrijk	31 december	27.913	57.734	3,0%	57.866	61.744	61.431	18,3%	18,6%	18,7%	5,5x	5,0x	5,0x
Enel SpA	Italië	31 december	55.561	96.319	2,3%	84.104	90.366	88.001	22,8%	21,3%	23,1%	5,0x	5,0x	4,7x
Italgas SpA	Italië	31 december	4.327	9.558	7,2%	1.371	1.426	1.577	73,6%	72,4%	72,5%	9,5x	9,3x	8,4x
T-power		Gemiddelde	29.703	58.153	3,0%	56.950	58.442	58.663	34,0%	32,3%	34,4%	5,9x	6,1x	5,4x
		Mediaan	29.461	63.367	2,7%	70.985	70.987	72.537	22,1%	20,0%	23,3%	5,2x	5,0x	4,9x

Tessenderlo Group	Financiële projecties - Business Plan									
	2022B					2023B				
	<i>Agro</i>	<i>Industrial Solutions</i>	<i>Bio-valorization</i>	<i>T-power</i>	<i>OOD</i>	<i>Agro</i>	<i>Industrial Solutions</i>	<i>Bio-valorization</i>	<i>T-power</i>	<i>OOD</i>
EUR miljoen										
EBITDA	188,5	86,1	112,9	59,7	-21,7	141,8	67,1	91,6	53,4	-21,4
x OW/EBITDA multiple	3,7x	5,2x	6,8x	5,0x	4,7x	5,0x	5,5x	5,8x	4,9x	5,3x
Ondernemingswaarde per segment	703,0	450,2	770,8	300,7	-101,5	705,4	369,2	529,4	260,5	-113,1
- Netto schuld brug						-181,0				
Eigenvermogenswaarde Tessenderlo Group			1.942,2					1.570,4		
/Uitstaande aandelen (#m)						43,2				
Geïmpliceerde Aandeprijs (EUR)			45,00					36,39		
Relatieve waardering % premie			-9,8%					11,5%		

Verhandelingsmultiples OW/EBIT van de Referentiegroepen en berekening intrinsieke waarden:

Vennootschap	Land	Jaareinde	Marktkapitalisatie (lokale munteenheid in miljoen)	Ondernemings waarde (lokale munteenheid in miljoen)	CAGR omzet	Omzet (lokale munteenheid in miljoen)			EBIT marge (%)			OW/EBIT		
						21 - '23	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022
Weerhouden														
Agro														
Compass Minerals International Inc	Verenigde Staten	30 september	1.250	2.127	22,7%	837	1.213	1.260	9,4%	6,2%	11,6%	26,9x	28,2x	14,6x
K&S AG	Duitsland	31 december	4.785	5.164	22,8%	3.213	5.231	4.842	75,3%	38,6%	36,3%	2,1x	2,6x	2,9x
American Vanguard Corp	Verenigde Staten	31 december	674	754	10,1%	557	626	675	5,5%	7,8%	8,5%	24,5x	15,4x	13,1x
Nutrien Ltd	Canada	31 december	43.904	59.152	15,2%	26.861	39.699	35.623	19,3%	32,4%	28,2%	11,4x	4,6x	5,9x
CF Industries Holdings Inc	Verenigde Staten	31 december	18.926	22.522	19,1%	6.538	11.823	9.270	26,4%	50,2%	39,6%	13,0x	3,8x	6,1x
Bayer AG	Duitsland	31 december	60.085	95.492	5,4%	44.081	47.660	48.985	16,5%	17,9%	19,5%	13,1x	11,2x	10,0x
Yara International ASA	Noorwegen	31 december	10.653	14.090	8,3%	16.617	23.036	19.489	11,5%	14,1%	10,4%	7,9x	4,6x	7,4x
Mosaic Co	Verenigde Staten	31 december	18.672	22.400	20,3%	12.357	21.890	17.872	22,4%	31,9%	27,6%	8,1x	3,2x	4,5x
Sesoda Corp	Taiwan	31 december	11.952	14.957	n.b.	4.795	n.b.	n.b.	17,0%	n.b.	n.b.	18,4x	n.b.	n.b.
Sociedad Quimica y Minera de Chile SA	Chili	31 december	25.145	24.236	n.b.	2.862	n.b.	n.b.	32,4%	n.b.	n.b.	26,1x	n.b.	n.b.
OCI NV	Nederland	31 december	7.310	10.582	6,4%	6.319	9.067	7.148	25,9%	37,1%	27,0%	6,5x	3,1x	5,5x
ICL Group Ltd	Israël	31 december	12.779	15.411	18,8%	6.955	10.538	9.811	17,2%	32,3%	25,6%	12,9x	4,5x	6,1x
Agro	Gemiddelde	18.011	23.907	14,9%	10.999	17.078	15.498	23,2%	26,9%	23,4%	14,3x	8,1x	7,6x	
	Mediaan	12.366	15.184	17,0%	6.428	11.181	9.541	18,2%	32,1%	26,3%	13,0x	4,6x	6,1x	
Industrial Solutions														
Orbia Advance Corporation SAB de CV	Mexico	31 december	4.683	9.030	(1,0%)	8.783	8.645	8.616	16,5%	14,1%	12,8%	6,2x	7,4x	8,2x
Uponor Oyj	Finland	31 december	966	1.118	3,9%	1.313	1.416	1.418	11,7%	11,5%	11,4%	7,3x	6,9x	6,9x
Kemira Oyj	Finland	31 december	1.791	2.706	6,6%	2.674	3.048	3.039	8,4%	7,8%	7,8%	12,0x	11,4x	11,4x
Georg Fischer AG	Zwitserland	31 december	3.886	3.965	4,2%	3.722	3.868	4.041	7,5%	8,5%	9,4%	14,3x	12,1x	10,5x
Geberit AG	Zwitserland	31 december	16.337	16.610	3,9%	3.461	3.636	3.734	26,1%	24,2%	24,8%	18,4x	18,9x	17,9x
Genuit Group PLC	Verenigd Koninkrijk	31 december	947	1.113	6,1%	594	642	669	16,0%	16,2%	16,7%	11,7x	10,7x	9,9x
Wienerberger AG	Oostenrijk	31 december	2.311	3.563	8,6%	3.971	4.638	4.686	10,9%	10,7%	10,5%	8,3x	7,2x	7,2x
BASF SE	Duitsland	31 december	38.346	55.871	2,3%	78.598	83.880	82.234	9,9%	8,1%	8,0%	7,2x	8,2x	8,5x
Arkema SA	Frankrijk	31 december	6.368	8.385	4,4%	9.519	10.475	10.384	12,4%	11,5%	10,5%	7,1x	7,0x	7,7x
Industrial Solutions	Gemiddelde	8.404	11.373	4,3%	12.515	13.361	13.202	13,3%	12,5%	12,4%	10,3x	10,0x	9,8x	
	Mediaan	3.886	3.965	4,2%	3.722	3.868	4.041	11,7%	11,5%	10,5%	8,3x	8,2x	8,5x	
Niet-weerhouden														
Bio-valorization														
Darling Ingredients Inc	Verenigde Staten	01 januari	11.102	12.787	13,6%	4.741	5.772	6.120	11,3%	18,2%	22,3%	23,9x	12,2x	9,4x
Nitta Gelatin Inc	Japan	31 maart	11.263	19.019	10,1%	31.783	36.200	38.500	4,7%	4,7%	4,9%	12,7x	11,2x	10,0x
Bio-valorization	Gemiddelde	11.183	15.903	11,8%	18.262	20.986	22.310	8,0%	11,5%	13,6%	18,3x	11,7x	9,7x	
	Mediaan	11.183	15.903	11,8%	18.262	20.986	22.310	8,0%	11,5%	13,6%	18,3x	11,7x	9,7x	
T-power														
Electricité de France SA	Frankrijk	31 december	31.010	69.001	(0,5%)	84.461	80.231	83.643	6,2%	7,9%	9,4%	13,2x	10,8x	8,8x
Engie SA	Frankrijk	31 december	27.913	57.734	3,0%	57.866	61.744	61.431	11,3%	11,2%	10,9%	8,9x	8,3x	8,6x
Enel SpA	Italië	31 december	55.561	96.319	2,3%	84.104	90.366	88.001	7,6%	13,3%	14,6%	15,1x	8,0x	7,5x
Italgas SpA	Italië	31 december	4.327	9.558	7,2%	1.371	1.426	1.577	42,5%	40,6%	41,4%	16,4x	16,5x	14,7x
T-power	Gemiddelde	29.703	58.153	3,0%	56.950	58.442	58.663	16,9%	18,3%	19,1%	13,4x	10,9x	9,9x	
	Mediaan	29.461	63.367	2,7%	70.985	70.987	72.537	9,4%	12,3%	12,8%	14,2x	9,6x	8,7x	

Tessenderlo Group	Financiële projecties - Business Plan									
	2022B					2023B				
	<i>Agro</i>	<i>Industrial Solutions</i>	<i>Bio-valorization</i>	<i>T-power</i>	<i>OOD</i>	<i>Agro</i>	<i>Industrial Solutions</i>	<i>Bio-valorization</i>	<i>T-power</i>	<i>OOD</i>
EUR miljoen										
EBIT	155,6	58,7	78,5	21,8	-23,8	108,1	37,5	55,6	14,6	-23,3
x OW/EBIT multiple	4,6x	8,2x	11,7x	9,6x	6,9x	6,1x	8,5x	9,7x	8,7x	7,7x
Ondernemingswaarde per segment	710,7	481,4	916,1	208,7	-164,9	663,6	319,7	538,6	126,9	-178,2
- Netto schuld brug										-181,0
Eigenvermogenswaarde Tessenderlo Group			1.971,0					1.289,6		
/Uitstaande aandelen (#m)						43,2				
Geïmpliceerde Aandeprijs (EUR)			45,67					29,88		
Relatieve waardering % premie			-11,1%					35,8%		

Bovenstaande tabellen tonen de OW/EBITDA en OW/EBIT *multiples* van de Referentiegroepen op basis van de geraamde cijfers voor BJ2022E en BJ2023E. De *multiples* worden berekend op basis van de financiële gegevens in de lokale munteenheid om eventuele wisselkoerseffecten¹⁹ te vermijden.

De mediane OW/EBITDA en OW/EBIT *multiples* werden berekend voor de bedrijven binnen de *Agro*, *Bio-valorization*, *Industrial Solutions* en *T-Power* segmenten voor 2022 en 2023 en nadien toegepast op de geprojecteerde EBITDA en EBIT cijfers (o.b.v. het Business Plan) van de overeenkomstige segmenten van de Tessengerlo groep voor respectievelijk BJ2022E en BJ2023E. Voor de berekening van de geïmpliceerde aandelprijs o.b.v. de '*multiples*', is het deel van de EBITDA en EBIT cijfers dat niet aan een divisie toe te schrijven viel, werd vermenigvuldigd met het gewogen gemiddelde in termen van omzet BJ2021A van de respectievelijke EBITDA en EBIT *multiples* van alle bedrijven in de Referentiegroepen.

Weerhouden:

- In 2022 levert deze analyse mediane OW/EBITDA multiples van 3,7x voor het Agro segment en 5,2x voor het Industrial solutions segment op. Wanneer toegepast op de verwachte EBITDA cijfers van Tessengerlo Group NV voor Agro (EUR 188,5 miljoen) en Industrial solutions (EUR 86,1 miljoen), bekomt men een ondernemingswaarde voor het Agro segment en het Industrial solutions segment van respectievelijk EUR 703,0 miljoen en EUR 450,2 miljoen. De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de mediane OW/EBITDA multiples (van -1,0x tot +1,0x) resulteert in een vork voor de ondernemingswaarde van EUR 514,5 miljoen tot EUR 891,5 miljoen voor het Agro segment en van EUR 364,1 miljoen tot EUR 536,3 miljoen voor het Industrial solutions segment;
- In 2023 levert deze analyse mediane OW/EBITDA multiples van 5,0x voor het Agro segment en 5,5x voor het Industrial solutions segment op. Wanneer toegepast op de verwachte EBITDA cijfers van Tessengerlo Group NV voor Agro (EUR 141,8 miljoen) en Industrial solutions (EUR 67,1 miljoen), bekomt men een ondernemingswaarde voor het Agro segment en het Industrial solutions segment van respectievelijk EUR 705,4 miljoen en EUR 369,2 miljoen. De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de mediane OW/EBITDA multiples (van -1,0x tot +1,0x) resulteert in een vork voor de ondernemingswaarde van EUR 563,6 miljoen tot EUR 847,1 miljoen voor het Agro segment en van EUR 302,2 miljoen tot EUR 436,3 miljoen voor het Industrial Solutions segment;
- In 2022 levert deze analyse mediane OW/EBIT multiples van 4,6x voor het Agro segment en 8,2x voor het Industrial Solutions segment op. Wanneer toegepast op de verwachte EBIT cijfers van Tessengerlo Group NV voor Agro (EUR 155,6 miljoen) en Industrial solutions (EUR 58,7 miljoen), bekomt men een ondernemingswaarde voor het Agro segment en het Industrial Solutions segment van respectievelijk EUR 710,7 miljoen en EUR 481,4 miljoen. De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de mediane OW/EBIT multiples (van -1,0x tot +1,0x) resulteert in een vork voor de ondernemingswaarde van EUR 555,1 miljoen tot EUR 855,3 miljoen voor het Agro segment en van EUR 422,7 miljoen tot EUR 540,1 miljoen voor het Industrial Solutions segment;

¹⁹ De financiële gegevens in de tabel worden weergegeven in euro om de vergelijkbaarheid tussen de ondernemingen te verhogen. De *multiples* werden berekend in de lokale munteenheid om wisselkoerseffecten door een veranderende historische wisselkoers te vermijden.

- In 2023 levert deze analyse mediane OW/EBIT multiples van 6,1x voor het Agro segment en 8,5x voor het Industrial Solutions segment op. Wanneer toegepast op de verwachte EBIT cijfers van Tessengerlo Group NV voor Agro (EUR 108,1 miljoen) en Industrial Solutions (EUR 37,5 miljoen), bekomt men een ondernemingswaarde voor het Agro segment en het Industrial Solutions segment van respectievelijk EUR 663,6 miljoen en EUR 319,7 miljoen. De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de mediane OW/EBITDA multiples (van -1,0x tot +1,0x) resulteert in een vork voor de ondernemingswaarde van EUR 555,5 miljoen tot EUR 771,7 miljoen voor het Agro segment en van EUR 282,2 miljoen tot EUR 357,2 miljoen voor het Industrial Solutions segment;
- Zoals eerder aangegeven, moet bij de toepassing van deze waarderingsmethode rekening gehouden worden met het feit dat, hoewel de bedrijven in de opgelijste Referentiegroepen bedrijfsactiviteiten uitvoeren die vergelijkbaar zijn met deze van Tessengerlo Group NV, er ook verschillen zijn in o.a. winstgevendheid, groeipotentieel en eindmarkten. Bovendien kunnen de geselecteerde vergelijkbare bedrijven momenteel op een andere manier beïnvloed worden door de huidige marktomstandigheden. Hoewel deze waarderingsmethode haar beperkingen heeft in deze (gelet op de opmerkingen zoals hiervoor vermeld omtrent onderlinge vergelijkbaarheid) en de resultaten met de nodige voorzichtigheid moeten worden geïnterpreteerd, is Tessengerlo Group NV van oordeel dat deze waarderingsmethode een relevante methode voor het waarderen van de Agro en Industrial Solutions segmenten van de Tessengerlo groep is, gezien het een markt-gebaseerde methode is en deze methode ook gebruikt wordt door analisten en investeerders.

Niet weerhouden:

- In 2022 levert deze analyse mediane OW/EBITDA multiples, 6,8x voor het Bio-valorization segment, 5,0x voor het T-Power segment en 4,7x voor het OOD segment op. Wanneer toegepast op de verwachte EBITDA cijfers van Tessengerlo Group NV voor, Bio-valorization (EUR 112,9 miljoen), T-Power (EUR 59,7 miljoen) en OOD (EUR -21,7 miljoen), bekomt men een ondernemingswaarde voor het Bio-valorization segment, het T-Power segment en OOD van respectievelijk EUR 770,8 miljoen, EUR 300,7 miljoen en EUR -101,5 miljoen. De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de mediane OW/EBITDA multiples (van -1,0x tot +1,0x) resulteert in een vork voor de ondernemingswaarde van EUR 657,9 miljoen tot EUR 883,7 miljoen voor Bio-valorization segment, van EUR 241,0 miljoen tot EUR 360,4 miljoen voor T-Power en van EUR -79,8 miljoen tot EUR -123,2 miljoen voor OOD;
- In 2023 levert deze analyse mediane OW/EBITDA multiples van, 5,8x voor het Bio-valorization segment, 4,9x voor het T-Power segment en 5,3x voor het OOD segment op. Wanneer toegepast op de verwachte EBITDA cijfers van Tessengerlo Group NV voor, Bio-valorization (EUR 91,6 miljoen), T-Power (EUR 53,4 miljoen) en OOD (EUR -21,4 miljoen), bekomt men een ondernemingswaarde voor het Bio-valorization segment, het T-Power segment en OOD van respectievelijk EUR 529,4 miljoen, EUR 260,5 en EUR -113,1 miljoen. De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de mediane OW/EBITDA multiples (van -1,0x tot +1,0x) resulteert in een vork voor de ondernemingswaarde van EUR 437,8 miljoen tot EUR 621,0 miljoen voor Bio-valorization segment, van EUR 207,1 miljoen tot EUR 313,9 miljoen voor T-Power en van EUR -91,7 miljoen tot EUR -134,4 miljoen voor OOD;

- In 2022 levert deze analyse mediane OW/EBIT multiples van, 11,7x voor het Bio-valorization segment, 9,6x voor het T-Power segment en 6,9x voor het OOD segment op. Wanneer toegepast op de verwachte EBIT cijfers van Tessengerlo Group NV voor Bio-valorization (EUR 78,5 miljoen), T-Power (EUR 21,8 miljoen) en OOD (EUR -23,8 miljoen), bekomt men een ondernemingswaarde voor het Bio-valorization segment, het T-Power segment en OOD van respectievelijk EUR 916,1 miljoen, EUR 208,7 en EUR -164,9 miljoen. De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de mediane OW/EBIT multiples (van -1,0x tot +1,0x) resulteert in een vork voor de ondernemingswaarde van EUR 837,6 miljoen tot EUR 994,6 miljoen voor Bio-valorization segment, van EUR 186,9 miljoen tot EUR 230,5 miljoen voor T-Power en van EUR -141,1 miljoen tot EUR -188,7 miljoen voor OOD;
- In 2023 levert deze analyse mediane OW/EBIT multiples van 9,7x voor het Bio-valorization segment, 8,7x voor het T-Power segment en 7,7x voor het OOD segment. Wanneer toegepast op de verwachte EBIT cijfers van Tessengerlo Group NV voor, Bio-valorization (EUR 55,6 miljoen), T-Power (EU 14,6 miljoen) en OOD (EUR -23,3 miljoen), bekomt men een ondernemingswaarde voor het Bio-valorization segment, het T-Power segment en OOD van respectievelijk EUR 538,6 miljoen, EUR 126,9 en EUR -178,2 miljoen. De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de mediane OW/EBIT multiples (van -1,0x tot +1,0x) resulteert in een vork voor de ondernemingswaarde van EUR 483,0 miljoen tot EUR 594,2 miljoen voor Bio-valorization segment, van EUR 112,3 miljoen tot EUR 141,5 miljoen voor T-Power en van EUR -154,9 miljoen tot EUR -201,5 miljoen voor OOD.

Indien bovenstaande analyse weerhouden zou geweest zijn voor elk segment, kwam de analyse op basis van mediane 2022 OW/ EBITDA multiples en 2023 OW/ EBITDA multiples tot een ondernemingswaarde van respectievelijk EUR 2.123,2 miljoen en EUR 1.751,4 miljoen. Na aftrek van de netto schuldpositie (inclusief IFRS16 schulden) op 30 juni 2022 van EUR 181,0 miljoen (zie tabel “netto schuld brug”) levert dit een eigenvermogenswaarde op van EUR 1.942,2 miljoen op basis van 2022 OW/ EBITDA multiples en EUR 1.570,4 miljoen op basis van 2023 OW/ EBITDA multiples. Gebaseerd op een totaal aantal aandelen van 43.154.979, leidt dit tot een intrinsieke waarde van EUR 45,00 per aandeel op basis van 2022 OW/ EBITDA multiples en EUR 36,39 per aandeel op basis van 2023 OW/ EBITDA multiples. De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de mediane 2022 OW/ EBITDA multiples van (-1,0x en +1,0x) resulteert in een vork voor de intrinsieke waarde per aandeel van EUR 35,15 tot EUR 54,86. De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de mediane 2023 OW/ EBITDA multiples van (-1,0x en +1,0x) resulteert in een vork voor de intrinsieke waarde per aandeel van EUR 28,69 tot EUR 44,09.

Indien bovenstaande analyse weerhouden zou geweest zijn voor elk segment, kwam de analyse op basis van mediane 2022 OW/ EBIT multiples en 2023 OW/ EBIT multiples tot een ondernemingswaarde van respectievelijk EUR 2.152,0 miljoen en EUR 1470,6 miljoen. Na aftrek van de netto schuldpositie (inclusief IFRS16 schulden) op 30 juni 2022 van EUR 181,0 miljoen (zie tabel “netto schuld brug”) levert dit een eigenvermogenswaarde op van EUR 1.971,0 miljoen op basis van 2022 OW/ EBIT multiples en EUR 1.289,6 miljoen op basis van 2023 OW/ EBIT multiples. Gebaseerd op een totaal aantal aandelen van 43.154.979, leidt dit tot een intrinsieke waarde van EUR 45,67 per aandeel op basis van 2022 OW/ EBIT multiples en EUR 29,88 per aandeel op basis van 2023 OW/ EBIT multiples. De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de mediane 2022 OW/ EBIT multiples van (-1,0x en +1,0x) resulteert in een vork voor de intrinsieke waarde per aandeel van EUR 38,93 tot EUR 52,41. De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de mediane 2023 OW/ EBIT multiples van (-1,0x en +1,0x) resulteert in een vork voor de intrinsieke waarde per aandeel van EUR 25,42 tot EUR 34,34.

(B) PICANOL (EXCLUSIEF TESSENDERLO GROUP NV AANDELEN)

De meeste algemeen aanvaarde waarderingmethoden beginnen bij een schatting van de ondernemingswaarde van de vennootschap. Deze ondernemingswaarde houdt nog geen rekening met de liquide middelen en financiële schulden. Om dus tot de eigenvermogenswaarde van de vennootschap te komen, moet de netto schuldpositie (gedefinieerd als bruto rentedragende schuld min beschikbare geldmiddelen en kasequivalenten) worden afgetrokken van de ondernemingswaarde. Ook andere *cash-like* en *debt-like* items worden in rekening gebracht.

Onderstaande tabel geeft de berekening weer van de netto schuld brug van Picanol, exclusief de geconsolideerde cijfers van Tessenderlo Group NV, op basis van het halfjaarverslag 2022 van Picanol.

Berekening van de netto schuld brug voor Picanol (exclusief Tessenderlo Group NV):

Netto schuld brug ('000 euro)	
Netto financiële kasmiddelen / (schuld)	35.377
Geldmiddelen en kasequivalenten	39.425
Rentedragende financiële verplichtingen op meer dan één jaar	(866)
Rentedragende financiële verplichtingen op ten hoogste één jaar	(3.182)
Voorzieningen	(8.232)
Korte termijn voorzieningen	(3.984)
Pensioen & overige personeelsvoorzieningen	(4.248)
Netto belastingsschulden	2.102
Uitgestelde belastingverplichtingen	(6.032)
Uitgestelde belastingvorderingen	8.134
Correcties en herclassificaties	13.000
Banknota's in overige vorderingen	11.000
Correctie voor IFRS16 schuldvoorzieningen	2.000
Activa aangehouden voor verkoop	217
Aandelen Rieter Holding AG (15,2%)	89.751
Totaal ondernemingswaarde aanpassingen	132.215

Bron: halfjaarverslag 2022 Picanol Group

Voor de berekening van de netto schuld brug voor Picanol is de waarde van de aandelen Rieter Holding AG (15,2% van de uitstaande aandelen in Rieter Holding AG) bepaald als de volumegewogen gemiddelde aandelenkoers (VWAP) van Rieter Holding AG aandelen, uitgedrukt in Zwitserse frank (CHF), over de 3 maanden voorafgaand aan en inclusief 30 juni 2022. De bekomen waarde in Zwitserse frank wordt in euro omgerekend aan de hand van de wisselkoers op 30 juni 2022 van 1,00 EUR/CHF. Derhalve weerhoudt Tessenderlo Group NV een waarde van 89,8 miljoen euro voor 15,2% van de uitstaande aandelen in Rieter Holding AG.

De correcties en herclassificaties hebben betrekking op volgende zaken:

- banknota's met een korte duurtijd die vervat zitten in de gepubliceerde balans onder *handels- en overige vorderingen*, maar in het licht van de waarderingsoefening als kasequivalente

middelen aanschouwd worden;

- IFRS16 schuldvoorzieningen die opgenomen zijn in de gepubliceerde balans onder *financiële schulden*. Gezien in de DCF waarderingsmethode, de enige weerhouden waarderingsmethode voor Picanol (exclusief Tessenderlo Group NV), de IFRS16 kosten in de cashflow berekeningen meegenomen worden, dienen deze IFRS16 schuldvoorzieningen uit de netto financiële kasmiddelen / (schuld) gecorrigeerd te worden om dubbeltelling te vermijden.

In wat volgt, wordt de weerhouden waarderingsmethode voor Picanol en de conclusies die eruit voortvloeien toegelicht.

(i) Actualisering van de toekomstige vrije operationele cashflows

De DCF-waarderingsmethode heeft tot doel om de ondernemingswaarde van het bedrijf te bepalen door de toekomstige vrije kasstromen te verdisconteren. De kasstromen die worden verdisconteerd om de ondernemingswaarde te bepalen, zijn de vrije operationele kasstromen. De geschatte vrije operationele kasstromen van Picanol, exclusief de geconsolideerde cijfers van Tessenderlo Group NV, zijn gebaseerd op het Business Plan zoals opgesteld door het management van Picanol. De aangehouden aandelen in Rieter Holding AG worden gewaardeerd zoals hierboven omschreven en zijn derhalve vervat in de netto schuld brug. Hierdoor worden de operationele kasstromen van Rieter Holding AG niet mee vervat in de operationele kasstromen van Picanol. De vrije operationele kasstromen van Picanol worden geactualiseerd met als waarderingsdatum 30 juni 2022. De actualisatie gebeurt aan de hand van een gewogen gemiddelde kost van het kapitaal (*weighted average cost of capital, WACC*).

Het Business Plan van Picanol werd opgemaakt door het management van Picanol op basis van hun strategische visie op lange termijn en bevat onder andere de volgende veronderstellingen:

- Er is een expliciete 6-jaar horizon genomen voor de raming van de financiële cijfers, het investeringsbudget en het werkkapitaal (BJ2022E-BJ2027E), die expliciet op jaarbasis worden voorspeld. Om de waardering van Picanol op een 10-jaar horizon te kunnen baseren, heeft Tessenderlo Group NV een extrapolatie van het Business Plan gemaakt voor de jaren volgend op de expliciete ramingsperiode (BJ2028E-BJ2031E), en dit op basis van lange termijn verwachtingen;
- Het management van Picanol verwacht dat de BJ2022E omzet met 9,7% zal stijgen t.a.v. BJ2021A als gevolg van de gestegen grondstofprijzen, waardoor de prijs voor verkochte producten eveneens toegenomen is. In de veronderstelling dat het activiteitsniveau en de grondstofprijzen terug afnemen in de loop van BJ2023E, verwacht het management Picanol een omzetsdaling van 11,6% in BJ2023E, waarna voor de periode BJ2024E-BJ2027E een jaar-op-jaar groei van 5,3% wordt verwacht, voornamelijk ingegeven door de lancering van nieuwe machine types die Picanol's klanten zullen toelaten verhoogde productie-efficiëntie te realiseren. Voor de periode BJ2028E-BJ2031E is een jaar-op-jaar groei van 2,2% voorzien, in lijn met de lange termijn vooruitzichten die het management heeft voor de sector. De CAGR over de expliciete planningsperiode (BJ2023E-BJ2027E) bedraagt 1,7%. De groeivoeten verhouden zich ten opzichte van een CAGR van 0,6% in de periode BJ2017A-BJ2021A. KBC Securities is het enige beurshuis dat het aandeel Picanol opvolgt [op heden]. In de twaalf

maanden voorafgaand aan 8 juli 2022 zijn er, naast gebruikelijk 1-pagina verslagen die berichten over resultatenpublicaties van de onderneming in kwestie (Morning notes), geen rapporten verschenen met daarin de analistenvoorspellingen voor Picanol activiteiten, exclusief Tessenderlo Group NV resultaten;

- Het management verwacht dat de EBITDA marge zal dalen van 11,5% in BJ2021A tot 5,4% in BJ2022E, voornamelijk ten gevolge van het feit dat Picanol de gestegen grondstofprijzen minder snel kan doorrekenen in de prijzen van haar eindproducten dan dat deze gestegen grondstofprijzen gereflecteerd zijn in de operationele kosten. Ingegeven door de verwachting dat grondstofprijzen dalen naar historische niveaus, in combinatie met verwachte lanceringen van nieuwe machines die de gemiddelde winstgevendheid zouden dienen te bevorderen, verwacht het management van Picanol een graduele stijging van de EBITDA marge in BJ2023E naar 9,7% en naar 12,1% in BJ2024E. Daarna anticipeert het management een gestage stijging van de EBITDA marge tot een niveau van 13,4% in BJ2027E. De margeverbetering zal naar verwachting afkomstig zijn van de verbetering van de brutomarge (door een betere beheersing van de materiaalkosten en een daling van de vaste productiekosten) en door verdere maatregelen om de operationele efficiëntie te verhogen. Vanaf BJ2027E verwacht het management dat de EBITDA marge geleidelijk zal normaliseren naar een niveau van 12,8% in BJ2031E. Dit verhoudt zich ten opzichte van een gerapporteerde EBITDA marge van 9,3% in BJ2019A, 10,4% in BJ2020A en 11,5% in BJ2021A²⁰. De CAGR van de EBITDA over de expliciete planningsperiode (BJ2023E-BJ2027E) bedraagt 22,0% (t.a.v. een CAGR van 5,6% inclusief BJ2022E);
- Het management verwacht jaarlijkse investeringsbudgetten van EUR 25 miljoen, EUR 30 miljoen en EUR 25 miljoen in respectievelijk BJ2022E, BJ2023E en BJ2024E. Deze budgetten houden rekening met investeringen voor het nieuwe hoofdkantoor te Ieper, dat volgens gecommuniceerde planning in 2024 volledig opgeleverd zal worden. In BJ2025E verwacht het management een lager investeringsbudget van EUR 11 miljoen, in lijn met historische investeringsbudgetten voor onderhoud en vernieuwing van de bestaande materiële vaste activa. Het management verwacht dit niveau aan te houden over de periode van BJ2026E tot BJ2027E, waarna het investeringsbudget gradueel zal stijgen naar EUR 12 miljoen in BJ2031E. Dit verhoudt zich ten opzichte van investeringen van EUR 16 miljoen in BJ2019A, EUR 13 miljoen in BJ2020A en EUR 16 miljoen in BJ2021A. De toekomstgerichte veronderstellingen voor het werkkapitaal zijn opgebouwd vanuit de afzonderlijke verwachtingen voor handelsvorderingen, handelstegoeden en voorraden. De handelsvorderingen worden hoofdzakelijk aangestuurd door de evolutie van de omzet, waarbij een niveau van 13,7% van de omzet, of 50 dagen *uitstaande verkoopsdagen (days sales outstanding)*, geraamd wordt voor BJ2022E, alsook voor de periode BJ2023E-BJ2031E. Dit verhoudt zich tot 13,6% in BJ2021A en een gemiddeld percentage over de periode BJ2019A-BJ2021A van 15,5%. De evolutie in handelstegoeden wordt gedreven door de bruto kosten, en is verondersteld op 31,5% van de bruto kosten, of 115 dagen *uitstaande betalingen (days payable outstanding)*, alsook voor de periode BJ2024E-BJ2031E. Dit verhoudt zich tot 30,7% in BJ2021A en een gemiddeld percentage over de periode BJ2019A-BJ2021A van 31,7%. Tot slot, worden ook de

²⁰ Jaarverslagen Picanol 2019-2021

voorraden geraamd als percentage van de bruto kosten, waarbij een niveau van 17,5% van de bruto kosten voor BJ2023E, of 64 *dagen uitstaande voorraden (days inventory outstanding)*, alsook voor de periode BJ2023E-BJ2031E. Dit verhoudt zich tot 19,2% in BJ2021A en een gemiddeld percentage over de periode BJ2019A-BJ2021A van 18,6%.

- Aangezien de waardingsdatum 30 juni 2022 is, weerhoudt en verdisconteert Tessenderlo Group NV enkel de vrije operationele kasstroom uit H2 BJ2022E. Deze wordt berekend door de geschatte vrije operationele kasstroom voor het BJ2022E te verminderen met de actuele vrije operationele kasstroom van H1 BJ2022A. Op basis van deze berekening wordt een vrije operationele kasstroom van EUR 4,4 miljoen in H2 BJ2022E bekomen, zijnde 40,4% van de vrije operationele kasstroom over het volledige financiële jaar.
- De verdisconteringsvoet of WACC die wordt gebruikt om de toekomstige vrije kasstromen en de Terminale Waarde te verdisconteren, ligt aan de grondslag van de DCF waardering en werd bepaald op basis van de CAPM methode. Hieronder wordt toegelicht hoe de WACC (9,99%) is bepaald aan de hand van een beschrijving van de verschillende parameters die hiervoor werden gehanteerd:
 - een risicovrije rente²¹ van 1,36%, gebaseerd op de lange-termijn gemiddelde rente op Duitse staatsobligaties met een 10-jaar looptijd sinds 28 juni 2012;
 - een marktrisicopremie²² van 5,50%;
 - een bedrijfsspecifieke²³ premie van 1,86%, voor omvang en liquiditeit;
 - een landspecifiek premie van 0,6%²⁴, voor notering van het aandeel in België;
 - het gehanteerde genormaliseerde belastingtarief voor de bepaling van de WACC, alsook de berekening van de jaarlijkse vennootschapsbelasting²⁵ in het Business Plan bedraagt 21,9%;
 - Een *target* eigenvermogensratio van 100,0%, in lijn met de financieringsstructuur van de onderneming in BJ2021A en eveneens de beoogde ratio die het management van Picanol voorop stelt voor de toekomst. Hierdoor bestaat de gehanteerde WACC voor de waardering van Picanol uitsluitend uit de *kost van het eigen vermogen*, ook wel *cost of equity* genoemd;
 - Een *schuldenvrije* beta, ook wel *unlevered* beta genoemd, van 1,13²⁶

²¹ Bron: Bloomberg (periode van 28 juni 2012 tot 28 juni 2022).

²² Bron: KPMG – gebaseerd op de risicopremie voor mature markten.

²³ Bron: Duff & Phelps international Guide to Cost of Capital (2018)

²⁴ Bron: Damodaran (2022)

²⁵ Bron: Deze belastingvoet ligt in lijn met de gemiddelde belastingvoet over de voorbije boekjaren.

²⁶ Bron: Schuldenvrije beta in de *machinery* industrie volgens Damodaran (januari 2022)

- De Terminale Waarde wordt berekend door toepassing van de Gordon-Shapiro methodologie op de genormaliseerde vrije kasstroom in BJ2031E, gebaseerd op de volgende veronderstellingen:
 - o een bestendige groeivoet van 1,26%, wat overeenkomt met de gemiddelde CAGR van het reële BBP van de landen van de Eurozone over een periode van 2022 tot 2032 . Tessengerlo Group NV verwacht echter niet dat de machinebouw sector significant sneller zal groeien dan het BBP van de Eurozone;
 - o de hogervermelde veronderstellingen betreffende de marges, investeringsuitgaven en werkkapitaal en belastingen;
 - o de gecorrigeerde vrije operationele kasstroom in BJ2031E van EUR 76,2 miljoen.

De Terminale Waarde als percentage van de ondernemingswaarde bedraagt 55,6%.

Op basis van deze veronderstellingen leidt de DCF-waardering tot een ondernemingswaarde van Picanol (excl. 15,2% in het Zwitserse beursgenoteerde Rieter Holding AG – voor inbreng van de 3,8% in Rieter Holding AG door Oostiep Group BV - en exclusief Tessengerlo Group NV aandelen) van EUR 698,3 miljoen. Na het optellen van de netto kaspositie (incl. 15,2% Rieter Holding AG aandelen– na inbreng van de 3,8% in Rieter Holding AG door Oostiep Group BV) op 30 juni 2022 van EUR 132,2 miljoen (zie tabel “netto schuld brug”) levert dit een eigenvermogenswaarde van EUR 830,6 miljoen op. Gebaseerd op een totaal aantal aandelen (na creatie van 231.766 nieuwe Picanol Aandelen voor de inbreng in natura van 3,8% Rieter Holding AG aandelen door Oostiep Group BV) van 17.931.766, leidt dit tot een intrinsieke waarde van EUR 46,32 per Picanol Aandeel (incl. 15,2% Rieter Holding AG aandelen en exclusief Tessengerlo Group NV aandelen). Inclusief de 21.860.003 Tessengerlo Group NV aandelen die Picanol aanhoudt, en aan de intrinsieke waarde per Tessengerlo Group NV aandeel zoals bepaald in het Ruilbod (EUR 40,59), leidt dit tot een intrinsieke waarde per Picanol Aandeel van EUR 95,80.

Onderstaande tabel toont de gevoeligheid van de eigenvermogenswaarde, en aldus de waarde per Picanol Aandeel (incl. 15,2% Rieter Holding AG aandelen en exclusief Tessengerlo Group NV aandelen), door de WACC met 0,50% en de terminale groeivoet met 0,25% te laten variëren.

Gevoeligheidsanalyse eigenvermogenswaarde Picanol (incl. 15,2% Rieter Holding AG aandelen en exclusief Tessengerlo Group NV aandelen) (WACC; bestendige groeivoet)

		Δ bestendige groeivoet (%)				
		-0,50%	-0,25%	0%	0,25%	0,50%
ΔWACC	-1,00%	902,1	916,1	930,9	946,8	963,7
	-0,50%	853,1	865,0	877,7	891,1	905,4
	0,00%	809,5	819,7	830,6	842,0	854,2
	0,50%	770,4	779,3	788,6	798,4	808,9
	1,00%	735,2	742,9	751,0	759,5	768,5

Gevoeligheidsanalyse waarde per Picanol Aandeel (incl. 15,2% Rieter Holding AG aandelen en exclusief Tessenderlo Group NV aandelen) (WACC; bestendige groeivoet)

		Δ bestendige groeivoet (%)				
		-0,50%	-0,25%	0%	0,25%	0,50%
Δ WACC	-1,00%	50,33	51,12	51,95	52,84	53,79
	-0,50%	47,58	48,25	48,96	49,71	50,52
	0,00%	45,14	45,71	46,32	46,96	47,64
	0,50%	42,94	43,44	43,96	44,52	45,10
	1,00%	40,97	41,40	41,86	42,33	42,84

De gevoeligheidsanalyse op basis van een variatie in WACC tussen -1% en +1% t.a.v. de gebruikte WACC en een bestendige groeivoet die 0,50% lager is of 0,50% hoger is, levert een eigenvermogenswaarde voor Picanol (incl. 15,2% Rieter Holding AG aandelen en exclusief Tessenderlo Group NV aandelen) op die reikt van EUR 735,2 miljoen tot EUR 963,7 miljoen. Dit stemt overeen met een waarderingsvork voor het Picanol Aandeel (incl. 15,2% Rieter Holding AG aandelen en exclusief Tessenderlo Group NV aandelen) van 40,97 EUR tot 53,79 EUR.

Onderstaande tabel toont de gevoeligheid van de waarde per Picanol Aandeel (incl. 15,2% Rieter Holding AG aandelen en exclusief Tessenderlo Group NV aandelen) door de EBITDA marge met 1,00% en de groeivoet van de omzet met 0,50% te laten variëren doorheen de planningsperiode:

Gevoeligheidsanalyse eigenvermogenswaarde Picanol (incl. 15,2% Rieter Holding AG aandelen en exclusief Tessenderlo Group NV aandelen) (REBITDA%; Omzetgroei%)

		Δ REBITDA %				
		-1,00%	-0,50%	0%	0,50%	1,00%
Δ Omzetgroei	-0,50%	743,7	775,8	808,0	840,2	872,4
	-0,25%	754,0	786,6	819,2	851,8	884,4
	0,00%	764,4	797,5	830,6	863,6	896,7
	0,25%	775,1	808,6	842,1	875,6	909,1
	0,50%	785,9	819,8	853,8	887,7	921,7

Gevoeligheidsanalyse waarde per Picanol Aandeel (incl. 15,2% Rieter Holding AG aandelen en exclusief Tessenderlo Group NV aandelen) (REBITDA%; Omzetgroei%)

		Δ REBITDA %				
		-1,00%	-0,50%	0%	0,50%	1,00%
Δ Omzetgroei	-0,50%	41,44	43,25	45,05	46,86	48,67
	-0,25%	42,02	43,85	45,68	47,51	49,34
	0,00%	42,61	44,46	46,32	48,17	50,03
	0,25%	43,20	45,08	46,96	48,84	50,72
	0,50%	43,81	45,71	47,62	49,53	51,43

De gevoeligheidsanalyse op basis van een delta in de REBITDA marge (van -1,00% tot +1,00%) en een delta in de groeivoet (van -0,50% tot + 0,5%) levert een eigenvermogenswaarde op van EUR 743,7

miljoen tot EUR 921,7 miljoen, en een daarbij horende prijsvork per aandeel van 41,44 EUR tot 51,43 EUR.

(II) *Niet weerhouden waarderingmethoden en analyses die context geven bij de ruilverhouding*

(A) *Multiples vastgesteld bij geselecteerde vergelijkbare transacties*

(i) Tessengerlo Group NV

De intrinsieke waarde van Tessengerlo Group NV kan ook worden geëvalueerd door *multiples* van vergelijkbare transacties (fusies en overnames) als referentie te gebruiken.

Deze relatieve waarderingmethode gaat ervan uit dat de waardering*multiples* zoals gebruikt bij vergelijkbare transacties doorgaans relatief gelijklopend zijn. Daarnaast omvatten transactiemultiples vaak ook een strategische premie, omdat het doorgaans de bedoeling van de overnemer is om via de transactie controle te verkrijgen over het overnamedoelwit.

De toepasbaarheid en betrouwbaarheid van deze methode wordt beïnvloed door het feit dat:

- iedere transactie gepaard gaat met bedrijfsspecifieke omstandigheden en algemene marktomstandigheden die een impact hebben op de waardering van het doelwit;
- de financiële gegevens van het overnamedoelwit doorgaans beperkt beschikbaar zijn en, indien beschikbaar, zijn de *multiples* meestal gebaseerd op de historische financiële gegevens;
- de overnameprijs ook kan worden beïnvloed door bepaalde transactiedynamieken (bijvoorbeeld strategische rationale, synergiën, structuur van de transactie, verklaringen en waarborgen, etc.);
- lage of negatieve financiële resultaten (inkomsten, EBITDA, EBIT, nettowinst) van het doelwit het aantal relevante *multiples* kan beperken.

Om deze redenen dienen deze *multiples* met de nodige voorzichtigheid geïnterpreteerd te worden. Toch kunnen transactiemultiples een nuttige indicatie opleveren, omdat zij gebaseerd zijn op werkelijke transacties die hebben plaatsgevonden.

Tessengerlo Group NV heeft enkele beschikbare relevante transacties over de laatste 10 jaren (in de periode tussen 2012 en 2022) in beschouwing genomen die plaatsvonden in elk van de markten waarin de Tessengerlo groep actief is met haar verschillende segmenten, zijnde *Agro*, *Bio-valorization*, *Industrial Solutions* en *T-Power*. De selectie bevat transacties in Europa en de Verenigde Staten.

Multiples van vergelijkbare transacties:

Aankondigingsdatum	Doelvennootschap	Biederbedrijf	Transactiewaarde (EUR miljoen)	OW/omzet	OW/EBITDA	OW/EBIT
Niet-weerhouden						
Agro						
20/12/2021	Fertilizantes Heringer	EuroChem Group	300	1,1x	13,4x	15,8x
08/07/2021	Sustainable Agro Solutions	Stirling Square Capital Partners	150	n.b.	10,0x	n.b.
06/12/2018	Uralkali PJSC	Sberbank OAO	329	3,2x	6,7x	8,1x
19/11/2018	Chrysal International BV	OAT Agrio Co., Ltd.	87	1,8x	9,0x	21,9x
26/04/2018	Bayer AG	BASF SE	1.700	2,3x	n.b.	n.b.
12/12/2017	Macrofertil Australia Pty Ltd	Landmark Operations Ltd.	57	0,6x	n.b.	n.b.
07/11/2016	Rovensa Group	Bridgepoint Group Plc	456	2,0x	13,0x	n.b.
10/08/2016	Tata Chemicals Ltd	Yara Fertilisers India Private Limited	359	1,1x	11,4x	n.b.
08/07/2016	Uralkali PJSC	Dmitry Lobyak	1.492	4,3x	6,9x	7,8x
01/04/2016	COMPO GmbH & Co.KG	Kingenta Ecological Engineering Group Co., Ltd.	116	0,5x	8,2x	n.b.
05/08/2015	Holland Novochem B.V.	Hubei Forbon Technology Co., Ltd.	17	1,2x	6,3x	6,3x
01/07/2015	GrowHow UK Limited	CF Industries Holdings, Inc.	519	1,7x	7,8x	11,7x
05/08/2014	Galvani Industria, Comercio e Servicos S/A	Yara International ASA	238	1,3x	9,8x	n.b.
02/12/2013	Uralkali PJSC	Uralchem OJSC	2.180	4,4x	7,6x	9,4x
26/11/2013	OFD Holding Inc	Yara International ASA	278	0,5x	10,8x	n.b.
18/11/2013	Uralkali PJSC	The ONEXIM Group	2.623	4,8x	8,2x	10,3x
18/01/2013	Orascom Construction Industries SAE	OCI N.V.	1.660	2,1x	9,9x	14,8x
06/02/2012	PJ-SC Ukragro NPK	OSTCHEM Holding AG	26	0,3x	6,8x	7,5x
Gemiddelde	Agro		699	1,9x	9,1x	11,4x
Mediaan			314	1,7x	8,6x	9,8x
Industrial Solutions						
10/02/2021	ADEY Innovation Ltd	Genuit Group Plc	240	4,7x	13,3x	n.b.
13/07/2020	Neles Corporation	Alfa Laval Corporate AB	1.727	2,6x	14,6x	18,6x
18/02/2019	Water Treatment Products Limited	Sdipitech AB	18	1,7x	n.b.	6,4x
25/10/2018	Manthorpe Building Products Limited	Polypipe Group Plc	50	1,8x	7,1x	9,5x
31/08/2018	Infra Pipe Solutions Ltd.	Wynnchurch Capital, LLC	41	0,5x	n.b.	n.b.
28/08/2018	Suez Water Conditioning Services Limited	Marlowe plc	5	0,4x	n.b.	n.b.
28/06/2018	Italmatch Chemicals S.p.A.	Bain Capital, LP.	700	1,8x	11,1x	n.b.
29/03/2018	Polypipe France SAS	Elydan	17	0,2x	n.b.	11,0x
05/08/2014	VESTOLIT GmbH	Orbia	219	0,5x	5,5x	n.b.
26/06/2014	Italmatch Chemicals S.p.A.	Ardian	220	1,0x	7,2x	15,2x
20/02/2013	Ashirvad Pipes Pvt. Ltd.	Aliaxis Group S.A. / N.V.	126	2,1x	n.b.	n.b.
15/02/2012	Pipelife International GmbH	Wienerberger AG	188	0,4x	5,3x	8,9x
08/02/2012	Wavin NV	Orbia Advance Corp SAB de CV	750	0,8x	10,3x	28,4x
Gemiddelde	Industrial Solutions		331	1,4x	9,3x	14,0x
Mediaan			188	1,0x	8,8x	11,0x
Niet-weerhouden						
Bio-valorization						
10/11/2020	SunOpta, Inc.	Amsterdam Commodities N.V.	330	0,8x	n.b.	n.b.
19/12/2019	Nitta Casings, Inc.	Viscofan S.A.	13	0,4x	n.b.	n.b.
10/07/2015	PV Industries B.V.	Devro Plc	13	2,0x	9,6x	n.b.
07/10/2013	VION Ingredients Nederland (Holding) B.V.	Darling Ingredients Inc.	1.600	1,4x	10,9x	n.b.
Gemiddelde	Bio-valorization		396	1,1x	10,2x	n.b.
Mediaan			25	1,1x	10,2x	n.b.
T-power						
15/03/2021	Enel Americas SA	Enel S.p.A.	1.234	1,6x	6,0x	9,2x
05/03/2020	EVN AG	Wiener Stadtwerke GmbH	801	1,6x	5,5x	9,1x
14/12/2019	ACWA Power CF Karad PV Park EAD	Enery Development GmbH	100	6,5x	8,2x	13,3x
26/04/2018	T-Power N.V.	Tessengerlo Chemie NV	313	5,0x	6,6x	n.b.
19/05/2017	PGE Gornictwo i Energetyka Konwencjonalna	PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	1.015	1,2x	7,0x	11,7x
28/09/2016	Marcinelle Energie S.A.	Total Direct Energie SA	38	0,5x	8,1x	24,3x
13/09/2016	Endesa Americas S.A.	Enel Chile S.A.	1.316	2,1x	4,1x	4,9x
29/03/2016	Energia Group NI Holdings limited	ISQ Global Infrastructure Fund I	1.000	0,5x	5,9x	7,0x
19/12/2015	Enel Chile S.A.	Enel S.p.A. (Shareholders)	4.918	1,6x	6,3x	8,5x
18/12/2015	Slovenske Elektrarne, A.S.	Energeticky a prumyslovy holding, a.s.	375	1,2x	5,1x	9,1x
02/10/2015	3CB SAS	Total Direct Energie SA	45	2,6x	n.b.	4,0x
10/12/2013	Seyern Power Limited	A Consortium led by Macquarie Infrastructure and Real Assets	418	4,1x	5,2x	8,8x
21/11/2013	Marchwood Power Limited	MEAG MUNICH ERGO Asset Management GmbH	373	5,9x	n.b.	10,0x
Gemiddelde	T-power		919	2,6x	6,2x	10,0x
Mediaan			418	1,6x	6,0x	9,1x

Aangezien de transactiemultiples worden toegepast op historische cijfers heeft Tessenderlo Group NV de transactiemultiples toegepast op de BJ2021A cijfers van de overeenkomstige divisies van Tessenderlo Group NV. Het deel van de EBITDA cijfers dat niet aan een divisie toe te schrijven viel, werd vermenigvuldigd met het gewogen gemiddelde in termen van omzet BJ2021A van de respectievelijke OW/ EBITDA multiples van alle transacties in de referentiegroep. Er werden alleen OW/EBITDA multiples toegepast, omdat de toepasbaarheid van de OW/Omzet en OW/EBIT multiples beperkt wordt door de winstmargeverschillen tussen de verschillende doelwitten per bedrijfssegment.

Berekening aandelprijs op basis van geselecteerde transacties:

Tessenderlo Group	Financiële projecties - Business Plan				
	2021A				
EUR miljoen	Agro	Industrial Solutions	Bio-valorization	T-power	OOD
EBITDA	157,7	82,6	82,0	53,0	-20,9
x OW/EBITDA multiple	8,6x	8,8x	10,2x	6,0x	9,1x
Ondernemingswaarde per segment	1.361,0	723,6	839,6	318,4	-189,8
Non-controlling discount			20,0%		
Ondernemingswaarde na non-controlling discount			2.442,3		
- Netto schuld brug			-181,0		
Eigenvermogenswaarde Tessenderlo Group			2.261,3		
/Uitstaande aandelen (#m)			43,2		
Geïmpliceerde Aandelprijs (EUR)			52,40		
Relatieve waardering % premie			-22,5%		

Deze analyse levert mediane OW/EBITDA multiples van 8,6x voor het Agro segment, 8,8x voor het Industrial Solutions segment, 10,2x voor het Bio-valorization segment, 6,0x voor het T-Power segment en 9,1x voor het OOD segment op. Wanneer toegepast op de EBITDA cijfers van Tessenderlo Group NV voor Agro (EUR 157,7 miljoen), Bio-valorization (EUR 82,0 miljoen), Industrial Solutions (EUR 82,6 miljoen), T-Power (EUR 53,0 miljoen) en OOD (EUR -20,9 miljoen), bekomt men een ondernemingswaarde van EUR 3.052,8 miljoen voor aftrek van de non-controlling discount. Er wordt een non-controlling discount van 20% toegepast om te corrigeren voor de controlepremie in transacties waarbij een meerderheid wordt verworven. Na aftrek van de non-controlling discount van 20% bekomt men een ondernemingswaarde van EUR 2.442,3 miljoen. Na aftrek van de netto schuld positie (incl. IFRS16 schulden) op 30 juni 2022 van EUR 181,0 miljoen (zie tabel "netto schuld brug") levert dit een eigenvermogenswaarde van EUR 2.261,3 miljoen op. Gebaseerd op een totaal aantal aandelen van 43.154.979 leidt dit tot een intrinsieke waarde van 52,40 EUR per Tessenderlo Group NV aandeel, of een premie van 22,5% t.o.v. de weerhouden intrinsieke waarde voor de ruilverhouding (EUR 40,59 per Tessenderlo Group NV aandeel).

De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de OW/EBITDA multiples (van -1,0x tot +1,x) resulteert in een vork voor de intrinsieke waarde per Tessenderlo Group NV aandeel van 45,83 EUR tot 58,97 EUR.

(ii) Picanol

Om dezelfde redenen als hierboven in de analyse van multiples van vergelijkbare transacties voor Tessenderlo Group NV, dienen deze multiples met de nodige voorzichtigheid geïnterpreteerd worden. Toch kunnen transactiemultiples een nuttige indicatie opleveren, omdat zij gebaseerd zijn op werkelijke transacties die hebben plaatsgevonden.

Tessengerlo Group NV heeft enkele beschikbare relevante transacties in beschouwing genomen die plaatsvonden in de textielmachines en weefgetouwen markten over de laatste 5 jaren (in de periode tussen 2017 en 2022). De selectie bevat transacties in Europa. De doelwitten in de vergelijkbare transacties zijn voornamelijk actief in de technische textielindustrie. Voor het bepalen van de ondernemingswaarde wordt er een non-controlling discount in beschouwing genomen om te corrigeren voor de controlepremie in vergelijkbare transacties waarbij een meerderheid wordt verworven.

Deze analyse levert mediane OW/EBITDA multiples van 10,1x op. Wanneer toegepast op de EBITDA cijfers van Picanol (excl. Tessenderlo Group NV) (EUR 76,1 miljoen), bekomt men een ondernemingswaarde van EUR 770,4 miljoen voor aftrek van de non-controlling discount. Na aftrek van de non-controlling discount van 20% bekomt men een ondernemingswaarde van EUR 616,4 miljoen. Na aftrek van de netto schuld positie (Incl. IFRS16 schulden) op 30 juni 2022 van EUR 130,2 miljoen (zie tabel "netto schuld brug") levert dit een eigenvermogenswaarde (incl. 15,2% Rieter Holding AG aandelen – na inbreng van de 3,8% in Rieter Holding AG door Oostiep Group BV) van EUR 746,6 miljoen op. Gebaseerd op een totaal aantal aandelen van 17.931.766, exclusief de eigen aandelen van het bedrijf, leidt dit tot een intrinsieke waarde van 41,63 EUR per Picanol Aandeel (incl. 15,2% Rieter Holding AG aandelen – na inbreng van de 3,8% in Rieter Holding AG door Oostiep Group BV, excl. Tessenderlo Group NV aandelen), of een korting van 11,3% t.o.v. de weerhouden intrinsieke waarde voor de ruilverhouding (EUR 46,32 per Picanol Aandeel).

De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de OW/EBITDA multiples (van -1,0x tot +1,x) resulteert in een vork voor de intrinsieke waarde per Picanol Aandeel van 37,39 EUR tot 45,88 EUR.

Multiples van vergelijkbare transacties :

Aankondigingsdatum	Doelvennootschap	Biederbedrijf	Transactiewaarde (EUR miljoen)	OW/Omzet	OW/EBITDA	OW/EBIT
Niet-weerhouden						
13/08/2021	Saurer Technologies GmbH, Accotex & Tecmo	Rieter Holding AG	n.a.	2,1x	n.a.	n.a.
04/01/2021	Savio Macchine Tessili S.p.A.	Vandewiele NV	n.a.	1,0x	12,4x	n.a.
03/07/2017	SSM Textile Machinery AG	Rieter Holding AG	124	1,2x	7,9x	8,4x
Gemiddelde			124	1,4x	10,1x	8,4x
Mediaan			124	1,2x	10,1x	8,4x

Picanol Group	Financiële projecties - Business Plan
	2021A
EUR miljoen	
EBITDA	76,1
x OW/EBITDA multiple	10,1x
Ondernemingswaarde	770,4
Non-controlling discount	20,0%
Ondernemingswaarde na non-controlling discount	616,4
+ Netto financiële kasmiddelen (schuld)	130,2
Eigenvermogenswaarde Picanol Group (excl. Tessenderlo Group)	746,6
/Uitstaande aandelen (#m)	17,9
Geïmpliceerde Aandeprijs (EUR)	41,63
Relatieve waardering % premie	11,3%

(B) Multiples van vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen als Picanol (exclusief Tessenderlo Group NV activiteiten)

De analyse en toepassing van *multiples* van de Referentiegroep is een methode voor relatieve waardering die als alternatief kan gebruikt worden voor de verantwoording van de Ruilverhouding.

Multiples van vergelijkbare beursgenoteerde bedrijven worden bepaald op basis van de historische financiële gegevens, consensus financiële projecties²⁷ zoals voorbereid door aandelenanalisten en de aandelenkoersen van de vergelijkbare beursgenoteerde bedrijven. De *multiples* worden berekend op basis van de financiële gegevens in de lokale munteenheid om eventuele wisselkoerseffecten te vermijden.

Voor de waardering van de Picanol activiteiten (exclusief de Tessenderlo groep activiteiten) heeft Tessenderlo Group NV rekening gehouden met de *multiples* van geselecteerde bedrijven actief in de industrie van *machinebouw voor de textielindustrie*, en bij gevolg dus vergelijkbare bedrijfsactiviteiten uitvoeren als Picanol (exclusief de Tessenderlo groep). Tessenderlo Group NV weerhoudt de waarderingmethode van *multiples* van vergelijkbare beursgenoteerde bedrijven niet omwille van volgende overwegingen:

- de Referentiegroep bestaat uit slechts twee bedrijven waarvan de bedrijfsresultaten en bijhorende *multiples* niet gekenmerkt zijn door significante afwijkingen (zgn. *outliers*), zijnde Oerlikon en Rieter Holding. Bovendien zijn deze bedrijven actief in andere geografieën en vertonen deze een verschillend financieel profiel in termen van omzetgroei en winstgevendheid dan Picanol;
- Voor de bedrijven in de Referentiegroep wordt een EBITDA toename verwacht in 2022E, terwijl voor Picanol NV een significante daling in EBITDA verwacht wordt voor hetzelfde jaar. Gezien het verschil in de verwachte evolutie van bedrijfsresultaten tussen Picanol en de Referentiegroep, is Tessenderlo Group NV van mening dat de *multiples* van de Referentiegroep niet toepasbaar zijn voor Picanol.
- De liquiditeit in de aandelen van de Referentiegroep is beduidend hoger in vergelijking met de liquiditeit in de aandelen van Picanol.

Hieronder volgt een korte beschrijving²⁸ van de geselecteerde bedrijven in de Referentiegroep:

- OC Oerlikon Corporation AG is een leverancier van productiesystemen, componenten en diensten voor hoogtechnologische producten op het gebied van oppervlakteoplossingen en kunstvezels. De onderneming opereert via twee segmenten: Surface Solutions en Manmade Fibers. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Zwitserland.
- Lakshmi Machine Works Limited is een fabrikant van textielmachines. De onderneming houdt zich bezig met de productie en verkoop van textielspinmachines, computergestuurde

²⁷ De consensus financiële projecties zijn gebaseerd op brondata uit Refintiv. Deze consensus projecties zouden verschillen kunnen vertonen afhankelijk van de gebruikte databank.

²⁸ Beschrijvingen zijn gebaseerd op publiek informatie beschikbaar op de website en in de jaarverslagen

werktuigmachines, zware gietstukken en onderdelen en componenten voor de ruimtevaartindustrie. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in India.

- Rieter Holding AG is een in Zwitserland gevestigde holding maatschappij en een toeleverancier aan de textielindustrie. De onderneming omvat twee bedrijfssegmenten: Spun Yarn Systems (61% van omzet) en Premium Textile Components (33% van omzet). Sinds 13 mei 2011 is de voormalige Rieter Automotive Systems Divisie afzonderlijk genoteerd als Autoneum aan de SIX Swiss Exchange. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Zwitserland.
- Shima sheiki mfg ltd. is een onderneming die zich voornamelijk toespitst op de vervaardiging en verkoop van vlakbreiapparatuur (67% van omzet), ontwerpsystemen (9,3% van omzet), handschoenen en apparatuur voor het breien van sokken (7,9% van omzet). Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Japan.
- Juki corporation is een onderneming die voornamelijk actief is in de vervaardiging en verkoop van naaimachines en industriële uitrusting. De onderneming heeft twee bedrijfssegmenten, één Naaimachines en -systemen die actief is in de fabricage en verkoop van industriële naaimachines (37% van omzet), en één die actief is in huishoudelijke naaimachines en aanverwante onderdelen (63% van omzet). De onderneming houdt zich ook bezig met activiteiten op het gebied van vastgoedbeheer. Het hoofdkantoor van het bedrijf is gevestigd in Japan.

Voor BJ2022B levert deze analyse mediane OW/EBITDA *multiples* van 5,9x op. Wanneer toegepast op de EBITDA cijfers van Picanol (excl. Tessengerlo Group NV) (EUR 40,0 miljoen), bekomt men een ondernemingswaarde van EUR 235,9 miljoen voor optellen van de netto financiële kasmiddelen. Na optellen van de netto financiële kasmiddelen positie (Incl. IFRS16 schulden) op 30 juni 2022 van EUR 130,2 miljoen (zie tabel “netto schuld brug”) levert dit een eigenvermogenswaarde (incl. 15,2% Rieter Holding AG aandelen – na inbreng van de 3,8% in Rieter Holding AG door Oostiep Group BV) van EUR 366,2 miljoen op. Gebaseerd op een totaal aantal aandelen van 17.931.766, exclusief de eigen aandelen van het bedrijf, leidt dit tot een intrinsieke waarde van 20,42 EUR per Picanol Aandeel (incl. 15,2% Rieter Holding AG aandelen – na inbreng van de 3,8% in Rieter Holding AG door Oostiep Group BV, excl. Tessengerlo Group NV aandelen).

De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de OW/EBITDA *multiples* (van -1,0x tot +1,x) resulteert in een vork voor de intrinsieke waarde per Picanol Aandeel van 18,19 EUR tot 22,65 EUR.

Voor BJ2023B levert deze analyse mediane OW/EBITDA *multiples* van 5,4x op. Wanneer toegepast op de EBITDA cijfers van Picanol (excl. Tessengerlo Group NV) (EUR 63,2 miljoen), bekomt men een ondernemingswaarde van EUR 340,2 miljoen voor optellen van de netto financiële kasmiddelen. Na optellen van de netto financiële kasmiddelen positie (Incl. IFRS16 schulden) op 30 juni 2022 van EUR 130,2 miljoen (zie tabel “netto schuld brug”) levert dit een eigenvermogenswaarde (incl. 15,2% Rieter Holding AG aandelen – na inbreng van de 3,8% in Rieter Holding AG door Oostiep Group BV) van EUR 470,4 miljoen op. Gebaseerd op een totaal aantal aandelen van 17.931.766, exclusief de eigen aandelen van het bedrijf, leidt dit tot een intrinsieke waarde van 26,23 EUR per Picanol Aandeel (incl. 15,2% Rieter Holding AG aandelen – na inbreng van de 3,8% in Rieter Holding AG door Oostiep Group BV, excl. Tessengerlo Group NV aandelen).

De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de OW/EBITDA *multiples* (van $-1,0x$ tot $+1,x$) resulteert in een vork voor de intrinsieke waarde per Picanol Aandeel van 22,71 EUR tot 29,76 EUR.

Voor BJ2022B levert deze analyse mediane OW/EBIT *multiples* van $10,0x$ op. Wanneer toegepast op de EBIT cijfers van Picanol (excl. Tessenderlo Group NV) (EUR 22,2 miljoen), bekomt men een ondernemingswaarde van EUR 222,6 miljoen voor optellen van de netto financiële kasmiddelen. Na optellen van de netto financiële kasmiddelen positie (Incl. IFRS16 schulden) op 30 juni 2022 van EUR 130,2 miljoen (zie tabel “netto schuld brug”) levert dit een eigenvermogenswaarde (incl. 15,2% Rieter Holding AG aandelen – na inbreng van de 3,8% in Rieter Holding AG door Oostiep Group BV) van EUR 352,8 miljoen op. Gebaseerd op een totaal aantal aandelen van 17.931.766 leidt dit tot een intrinsieke waarde van 19,67 EUR per Picanol Aandeel.

De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de OW/EBIT *multiples* (van $-1,0x$ tot $+1,x$) resulteert in een vork voor de intrinsieke waarde per Picanol Aandeel van 18,43 EUR tot 20,91 EUR.

Voor BJ2023B levert deze analyse mediane OW/EBIT *multiples* van $8,8x$ op. Wanneer toegepast op de EBIT cijfers van Picanol (excl. Tessenderlo Group NV) (EUR 49,4 miljoen), bekomt men een ondernemingswaarde van EUR 435,4 miljoen voor optellen van de netto financiële kasmiddelen. Na optellen van de netto financiële kasmiddelen positie (Incl. IFRS16 schulden) op 30 juni 2022 van EUR 130,2 miljoen (zie tabel “netto schuld brug”) levert dit een eigenvermogenswaarde (incl. 15,2% Rieter Holding AG aandelen – na inbreng van de 3,8% in Rieter Holding AG door Oostiep Group BV) van EUR 565,6 miljoen op. Gebaseerd op een totaal aantal aandelen van 17.931.766 leidt dit tot een intrinsieke waarde van 31,54 EUR per Picanol Aandeel.

De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de OW/EBIT *multiples* (van $-1,0x$ tot $+1,x$) resulteert in een vork voor de intrinsieke waarde per Picanol Aandeel van 28,79 EUR tot 34,30 EUR.

Verhandelingsmultiples OW/EBITDA van de Referentiegroep en berekening geïmpliceerde prijs van een Picanol Aandeel²⁹:

Vennootschap	Land	Jaareinde	Marktkapitalisatie (lokale munteenheid in miljoen)	Ondernemings waarde (lokale munteenheid in miljoen)	CAGR omzet	Omzet (lokale munteenheid in miljoen)			EBITDA marge (%)			OW/EBITDA		
						21 - '23	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022
Niet-weerhouden														
Machinebouw voor de textielindustrie														
Oerlikon	Zwitserland	31 december	2.257	2.896	5,6%	2.649	2.843	2.952	16,7%	16,8%	17,1%	6,5x	6,0x	5,7x
Lakshmi	India	31 maart	95.990	87.985	20,8%	28.101	35.269	41.025	7,2%	10,0%	12,1%	43,3x	24,9x	17,7x
Rieter	Zwitserland	31 december	512	797	21,4%	969	1.446	1.429	7,7%	9,7%	11,2%	10,8x	5,7x	5,0x
Shima Seiki	Japan	31 maart	72.960	53.207	11,9%	29.371	32.500	36.750	(11,8%)	(6,8%)	1,6%	n.a.	n.a.	106,6x
Juki	Japan	31 december	20.763	94.574	n.a.	101.292	n.a.	n.a.	6,7%	n.a.	n.a.	16,4x	n.a.	n.a.
		Gemiddelde	38.496	47.892	14,9%	32.476	18.014	20.539	5,3%	7,4%	10,5%	19,2x	12,2x	33,8x
		Mediaan	20.763	53.207	16,3%	28.101	17.671	19.851	7,2%	9,9%	11,6%	13,6x	6,0x	11,7x
Zonder outliers		Gemiddelde	7.844	32.755	13,5%	34.970	2.145	2.190	10,4%	13,2%	14,1%	11,2x	5,9x	5,4x
		Mediaan	2.257	2.896	13,5%	2.649	2.145	2.190	7,7%	13,2%	14,1%	10,8x	5,9x	5,4x

Picanol Group	Financiële projecties - Business Plan	
	2022B	2023B
EUR miljoen		
EBITDA	40,0	63,2
x OW/EBITDA multiple	5,9x	5,4x
Ondernemingswaarde	235,9	340,2
+ Netto financiële kasmiddelen (schuld)		130,2
Eigenvermogenswaarde Picanol Group (excl. Tessenderlo Group)	366,2	470,4
/Uitstaande aandelen (#m)		17,9
Geïmpliceerde Aandeepprijs (EUR)	20,42	26,23
Relatieve waardering % premie	126,8%	76,6%

²⁹ Omwille van de sterk verschillende waarden bekomen voor Lakshmi, worden de multiples van deze onderneming aanschouwd als buitengewoon (outliers), en bij gevolg niet weerhouden in de berekening van de gemiddelde en mediane multiples van de Referentiegroep

Verhandelingsmultiples OW/EBIT van de Referentiegroepen en berekening geïmpliceerde prijs van een Picanol Aandeel³⁰:

Venootschap	Land	Jaareinde	Marktkapitalisatie (lokale munteenheid in miljoen)	Ondernemings waarde (lokale munteenheid in miljoen)	CAGR omzet	Omzet (lokale munteenheid in miljoen)			EBIT marge (%)			OW/EBIT		
						21 - '23	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022
Niet-weerhouden														
Machinebouw voor de textielindustrie														
Oerlikon	Zwitserland	31 december	2.257	2.896	5,6%	2.649	2.843	2.952	8,6%	9,4%	9,9%	12,7x	10,7x	9,8x
Lakshmi	India	31 maart	95.990	87.985	20,8%	28.101	35.269	41.025	6,1%	8,3%	10,5%	51,4x	30,2x	20,4x
Rieter	Zwitserland	31 december	512	797	21,4%	969	1.446	1.429	3,9%	6,0%	7,2%	22,0x	9,3x	7,8x
Shima Seiki	Japan	31 maart	72.960	53.207	11,9%	29.371	32.500	36.750	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Juki	Japan	31 december	20.763	94.574	n.a.	101.292	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
		Gemiddelde	38.496	47.892	14,9%	32.476	18.014	20.539	6,2%	7,9%	9,2%	28,7x	16,7x	12,7x
		Mediaan	20.763	53.207	16,3%	28.101	17.671	19.851	6,1%	8,3%	9,9%	22,0x	10,7x	9,8x
Zonder outliers		Gemiddelde	24.123	37.868	13,0%	33.570	12.263	13.710	6,2%	7,7%	8,6%	17,3x	10,0x	8,8x
		Mediaan	11.510	28.052	11,9%	16.010	2.843	2.952	6,2%	7,7%	8,6%	17,3x	10,0x	8,8x

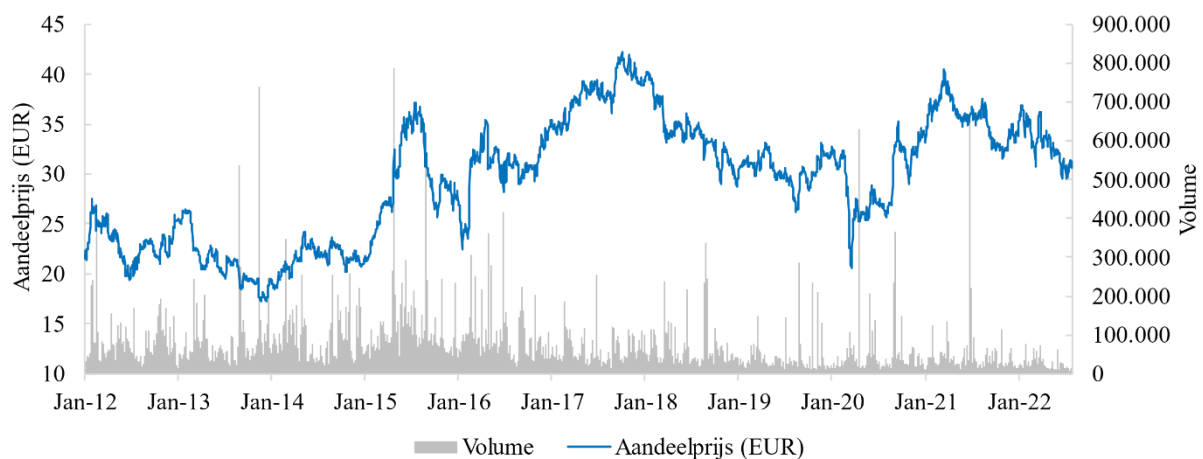
Picanol Group	Financiële projecties - Business Plan	
	2022B	2023B
EUR miljoen		
EBIT	22,2	49,4
x OW/EBIT multiple	10,0x	8,8x
Ondernemingswaarde	222,6	435,4
+ Netto financiële kasmiddelen (schuld)		130,2
Eigenvermogenswaarde Picanol Group (excl. Tessenderlo Group)	352,8	565,6
/Uitstaande aandelen (#m)		17,9
Geïmpliceerde Aandeepprijs (EUR)	19,67	31,54
Relatieve waardering % premie	135,4%	46,9%

³⁰ Omwille van de sterk verschillende waarden bekomen voor Lakshmi, worden de multiples van deze onderneming aanschouwd als buitengewoon (*outliers*), en bij gevolg niet weerhouden in de berekening van de gemiddelde en mediane multiples van de Referentiegroep

(C) Historische prijsevolutie van de koersen van de Tessenderlo Group NV aandelen en Picanol Aandelen

Onderstaande grafieken geven de koersevolutie (uitgedrukt in EUR/aandeel) en het dagelijks verhandeld volume in het aandeel weer van de Tessenderlo Group NV aandelen en de Picanol Aandelen sinds 1 januari 2012, alsook van de belangrijkste gebeurtenissen over dezelfde periode.

Historische prijsevolutie van het Tessenderlo Group NV aandeel sinds 1 januari 2012:



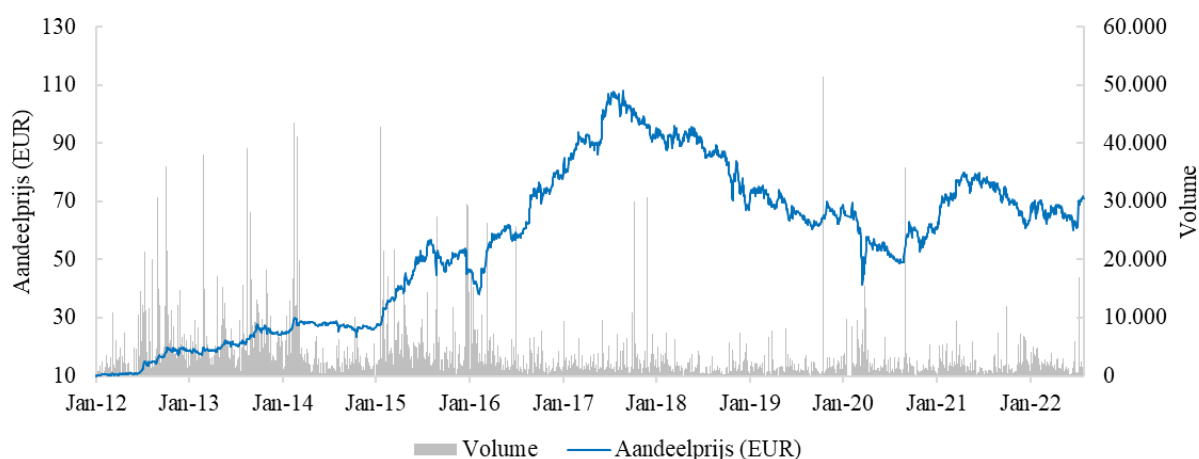
De belangrijkste evoluties van de koers van het Tessenderlo Group NV Aandeel sinds 1 januari 2012 worden hieronder toegelicht.

- 14 november 2013: Tessenderlo Group NV (toen Tessenderlo Chemie) waarschuwt voor de verwachte winst over 2013 ten gevolge van sterke competitie in de dierlijk afval business unit.
- 16 december 2015: Tessenderlo Group NV (toen Tessenderlo Chemie) kondigt de intentie aan om Picanol en haar dochterondernemingen ("**Picanol Group**") over te nemen door middel van uitgifte van 25.765.286 nieuwe aandelen Tessenderlo Group NV aan EUR 31,5, om de voorgenomen transactie te vergoeden aan Picanol, op basis van een waardering van de Picanol activiteiten aan 811,6 miljoen euro.
- 26 april 2018: Tessenderlo Group NV, één van de oprichters van T-Power NV, maakt bekend dat het de resterende 80% van de aandelen van T-Power NV verwerft. Tessenderlo Group NV zal op deze manier 100% van de aandelen in deze vennootschap aanhouden. T-Power was tot deze overeenkomst een joint venture tussen vier aandeelhouders: Siemens Project Ventures GmbH (20%), TG Europower bv (Tokyo Gas, 26,66%), Power Kestrel Limited (Itochu Corporation, 33,33%) en Tessenderlo Group NV (20%).
- 14 juni 2019: Tessenderlo Group NV maakt bekend dat het de vennootschap NAES Belgium bvba integraal overneemt van de Amerikaanse groep NAES Corporation, een dochterbedrijf van Itochu Corporation. NAES Belgium zorgt sinds 2012 voor de operationele werking van de T-Power 425 MW CCGT-centrale (Combined Cycle Gas Turbine) op de terreinen van

Tessengerlo Group NV in de Belgische gemeente Tessenderlo.

- 10 juli 2019: Invoering van een loyauteitsstemrecht in overeenstemming met artikel 7:53 WvV.
- 19 december 2019: Tessenderlo Group NV maakte bekend dat het een akkoord bereikt heeft met de Duitse REHAU Group om de productievestiging van REHAU Tube in La Chapelle-Saint-Ursin (Cher) over te nemen. De fabriek is gespecialiseerd in de productie van riolerings-, grond- en afval-, stormwater management en telecombuizen en fittingen.
- 21 juni 2021: Publicatie van transparantiemelding dat Verbrugge NV meer dan 60% van de stemrechten in Tessenderlo Group NV bezit.
- 26 augustus 2021: Tessenderlo Group NV publiceert halfjaarcijfers met daarin een groei in omzet en Adjusted EBITDA van respectievelijk 9,2% en 1,5%.
- 15 oktober 2021: Tessenderlo Group NV heeft kennisgenomen van de beslissing van de Vlaamse minister van Justitie en Handhaving, Omgeving, Energie en Toerisme om geen vergunning toe te kennen voor de bouw van een tweede gascentrale van 900 MW in Tessenderlo (België).
- 22 november 2021: Opwaartse herziening van de voorspelde resultaten voor BJ2021. Adjusted EBITDA van BJ2021 wordt verwacht van 10% hoger te zijn dan de adjusted EBITDA BJ2020 (EUR 314,6 miljoen)
- 21 december 2021: Tessenderlo Group NV kondigt aan dat zijn dochteronderneming Tessenderlo Kerley, Inc. (TKI), een nieuwe fabriek gaat bouwen in Defiance, Ohio (VS) om de Eastern Great Lakes regio te bedienen. Daarnaast kondigde Tessenderlo Group NV eveneens aan een akkoord bereikt te hebben over de overname van de activa van B.V. Fleuren Tankopslag, een tankopslag- en overslagbedrijf voor vloeibare producten in de haven van Cuijk (Nederland).
- 22 juni 2022: Tessenderlo Group NV verhoogt zijn voorspelde EBITDA voor het BJ2022 met 10%, daar waar er eerst voorzien was een gelijkaardig resultaat als in BJ2021 te realiseren over het BJ2022.
- 25 augustus 2022: Publicatie van het halfjaar verslag met een opwaartse herziening van de Adjusted EBITDA voor BJ2022. De adjusted EBITDA voor BJ2022 wordt verwacht 15% tot 20% hoger te liggen in vergelijking met BJ2021 (EUR 354,2 miljoen).

Historische prijsevolutie van het Picanol Aandeel sinds 1 januari 2012:



De belangrijkste evoluties van de koers van het Picanol Aandeel sinds 1 januari 2012 worden hieronder toegelicht.

- 26 juli 2013: Picanol kondigt aan een belang te nemen in Tessenderlo Chemie NV.
- 6 november 2013: Picanol verwerft een belang van 27,6% in Tessenderlo Chemie NV van Société Nationale des Poudres et Explosives.
- 11 maart 2015: Te midden van omzetsdaling daalt de nettowinst over het hele jaar van EUR 73,1 miljoen in 2013 naar EUR 52,4 miljoen in 2014.
- 16 december 2015: Tessenderlo Group NV (toen Tessenderlo Chemie) kondigt de intentie aan om Picanol Group over te nemen door middel van uitgifte van 25.765.286 nieuwe aandelen Tessenderlo Group NV aan EUR 31,5, om de voorgenomen transactie te vergoeden aan Picanol, op basis van een waardering van de Picanol-activiteiten aan EUR 811,6 miljoen.
- 7 maart 2016: Tessenderlo Group NV en Picanol schorten de fusieplannen op.
- 24 augustus 2016: Picanol-winst breekt record na sterke H1-resultaten (EUR 60,4 miljoen).
- 27 oktober 2016: Picanol verwerft een blok van 1 miljoen aandelen in Tessenderlo Chemie.
- 22 augustus 2018: Picanol verwacht lichte omzetsdaling voor boekjaar 2018 ten opzichte van 2017.
- 14 maart 2019: Goedkeuring van een investeringsplan ter waarde van EUR 25 miljoen voor de fabriek in Ieper.
- 26 augustus 2019: Consolidatie van de Tessenderlo groep in de cijfers van Picanol Group met ingang van 1 januari 2019.

- 1 september 2019: Picanol kondigt de intentie tot sluiting van de Franse dochter Burckle SAS aan.
- 16 maart 2021: Picanol verwerft een belang van 10% in de Zwitserse concurrent Rieter Holding AG.
- 22 november 2021: Picanol Group: opwaartse herziening prognoses 2021 door impact agro-segment Tessenderlo Group.
- 24 maart 2022: Publicatie van BJ2021 resultaten, met hogere inkomsten van het segment Machines & Technologies, maar dalende EBITDA marges als gevolg van grondstofprijzen.
- 22 juni 2022: Picanol Group: opwaartse herziening van de verwachtingen voor 2022 door impact Tessenderlo Group.
- 25 augustus 2022: Publicatie van het halfjaar verslag met een neerwaartse herziening van de Adjusted EBITDA voor het Machines & Technologies segment over BJ2022 als gevolg van de stijgende componentenprijzen. Tijdens de eerste jaarhelft van 2022 daalde de Adjusted EBITDA in het Machines & Technologies segment daalde met 64% in vergelijking met de eerste jaarhelft in BJ2021 door de negatieve impact van stijgende grondstofprijzen, transportkosten en kosten van naleveringen, die niet vertaald konden worden in hogere verkoopprijzen.

In het geval van zowel Picanol als Tessenderlo Group NV moet opgemerkt worden dat de Picanol Aandelen en Tessenderlo Group NV aandelen een lage liquiditeit hebben. Tijdens de twaalf maanden tot en met 7 juli 2022 werden gemiddeld 1.423 Picanol Aandelen en 20.422 Tessenderlo Group NV aandelen verhandeld op dagelijkse basis. Zowel voor de Picanol als voor Tessenderlo Group NV stemt dit overeen met 0,1% van de vrij beschikbare aandelen van de respectievelijke aandelen van beide ondernemingen (gebaseerd op 1.703.715 vrij beschikbare Picanol Aandelen en 17.399.877 vrij beschikbare Tessenderlo Group NV aandelen). Aandelen met een beperkte liquiditeit zijn gevoeliger voor de evolutie van koop- en verkooporders. Zelfs in relatief kleine volumes, kan de koersevolutie het gevolg zijn van acties van slechts een beperkt aantal marktdeelnemers en dus niet de consensus van een brede beleggersbasis weerspiegelen.

Onderstaande tabel toont de laagste en hoogste koersen, naast de gemiddelde en de volumegewogen gemiddelde aandelenkoers (volume weighted average price, "**VWAP**") van de Tessenderlo Group NV aandelen en de Picanol Aandelen tijdens de laatste twaalf maanden, de laatste zes maanden, de laatste drie maanden en de laatste maand voor de aankondigingsdatum op 8 juli 2022 waarop de intentie om het Ruilbod uit te brengen werd aangekondigd (de "**Intentie Aankondiging**").

Volume gewogen gemiddelde prijs (VWAP) van de Tessenderlo Group NV aandelen:

Periode	Volume	Aandeelprijs (EUR)			Premie tot 40,59 EUR per Aandeel		
		Laagste	Hoogste	VWAP	Laagste	Hoogste	VWAP
Laatste maand	14.684	29,00	32,00	30,18	40,0%	26,8%	34,5%
Laatste 3 maanden	13.590	29,00	34,45	31,46	40,0%	17,8%	29,0%
Laatste 6 maanden	19.211	29,00	37,45	32,90	40,0%	8,4%	23,4%
Laatste 12 maanden	20.422	29,00	37,45	33,30	40,0%	8,4%	21,9%
7/07/2022	11.349		29,75			36,4%	

Bron: Refinitiv

Volume gewogen gemiddelde prijs (VWAP) van de Picanol Aandelen:

Periode	Volume	Aandeelprijs Picanol Group (EUR)			Premie ten opzichte van 95,80 EUR per Aandeel			Premie ten opzichte van 2,36 Tessenderlo Group Aandelen		
		Laagste	Hoogste	VWAP	Laagste	Hoogste	VWAP	Laagste	Hoogste	VWAP
Laatste maand	1.021	59,00	65,00	62,62	62,4%	47,4%	53,0%	19,0%	8,0%	12,1%
Laatste 3 maanden	946	59,00	69,80	65,23	62,4%	37,2%	46,9%	19,0%	0,6%	7,6%
Laatste 6 maanden	1.367	59,00	71,40	66,49	62,4%	34,2%	44,1%	19,0%	-1,7%	5,6%
Laatste 12 maanden	1.423	59,00	78,80	67,70	62,4%	21,6%	41,5%	19,0%	-10,9%	3,7%
7/07/2022	182		61,80			55,0%			13,6%	

Bron: Refinitiv

Zoals gepresenteerd in bovenstaande tabel, vertegenwoordigt de ruilverhouding van 2,36 Tessenderlo Group NV aandelen per aangehouden Picanol Aandeel een premie van 13,6% t.o.v. de aandelprijzen van Picanol en Tessenderlo Group NV op 7 juli 2022, de laatste handelsdag voor de Intentie Aankondiging. De intrinsieke waarde per Picanol Aandeel van 95,80 EUR, zoals gehanteerd in de bepaling van de ruilverhouding, vertegenwoordigt;

- een premie van 12,1% t.o.v. VWAP voor de maand t.e.m. 7 juli 2022;
- een premie van 7,6% t.o.v. VWAP voor de 3 maanden t.e.m. 7 juli 2022;
- een premie van 5,6% t.o.v. VWAP voor de 6 maanden t.e.m. 7 juli 2022;
- een premie van 3,7% t.o.v. VWAP voor de 12 maanden t.e.m. 7 juli 2022;

Tessenderlo Group NV concludeert dat omwille van de lage liquiditeit van respectievelijk 0,1% in het Tessenderlo Group NV aandeel en 0,1% in het Picanol Aandeel, de koersvorming geen accuraat beeld geeft van de onderliggende waarde van elk van de aandelen. Bovendien suggereert onderzoek van ISS in opdracht van de Europese Commissie³¹ dat fondsenbeheerders een bijkomende verdiscontering van 10 tot 30% toepassen op de intrinsieke waardering van aandelen van bedrijven waar dubbel stemrecht ingevoerd is. Gezien dit bij zowel Tessenderlo Group NV als Picanol aanwezig is, in combinatie met de

³¹ European Commission External Study by ISS, Sherman & Sterling and ECGI, Report on the Proportionality Principle in the European Union, 2006

aanwezigheid van een(zelfde) referentie-aandeelhouder, is dit waarschijnlijk een bijkomende verklaring voor het significante verschil tussen de intrinsieke aandelenwaarden van Tessenderlo Group NV aandelen en Picanol Aandelen op basis van de weerhouden waarderingmethoden en de respectievelijke aandelenkoersen. Gezien de koersvorming geen accuraat beeld vormt van de onderliggende waarde van elk van de aandelen, is deze methode niet weerhouden.

(D) Recente koersdoelen van de Tessenderlo Group NV aandelen en Picanol Aandelen zoals gepubliceerd door financiële analisten

In de zes maanden voorafgaand aan de datum van de Intentie Aankondiging, volgden vijf financiële analisten (Bank Degroof Petercam, ING Bank, KBC Securities, Kempen & Co en Kepler Cheuvreux) Tessenderlo Group NV op en publiceerden zij een nota of een rapport, inclusief een richtkoers voor de aandelen. Hun meest recente publicaties vóór de datum van de Intentie Aankondiging dateren van respectievelijk 22 juni 2022, 24 maart 2022, 22 juni 2022, 22 juni 2022 en 29 juni 2022.

Zoals weergegeven in de tabel hieronder bedraagt de gemiddelde richtkoers €41,0 per Tessenderlo Group NV aandeel per 7 juli 2022, de dag voorafgaand aan de datum van de Intentie Aankondiging. De relatieve waardering van €40,59 per Tessenderlo Group NV aandeel, zoals gehanteerd voor de bepaling van de ruilverhouding, vertegenwoordigt een korting van 1,0% ten opzichte van deze gemiddelde richtkoers, een korting van 15,4% ten opzichte van de maximum richtkoers en een premie van 26,8% ten opzichte van de minimum richtkoers.

Overzicht richtprijzen voor het Tessenderlo aandeel volgens analisten

Beurshuis	Laatste update voor 08/07/2022	Aanbeveling	Richtkoers (EUR)
Bank Degroof Petercam	24/03/2022	Houden	38,00
ING Bank	24/03/2022	Kopen	44,00
KBC Securities	22/06/2022	Opbouwen	43,00
Kempen & Co	22/06/2022	Kopen	48,00
Kepler Cheuvreux	29/06/2022	Houden	32,00
Gemiddelde			41,00
Biedprijs premie/(korting) op gemiddelde richtkoers			-1,0%
Biedprijs premie/(korting) op maximum richtkoers			-15,4%
Biedprijs premie/(korting) op minimum richtkoers			26,8%

Bron: Bloomberg (08/07/2022), Onderzoeksrapporten

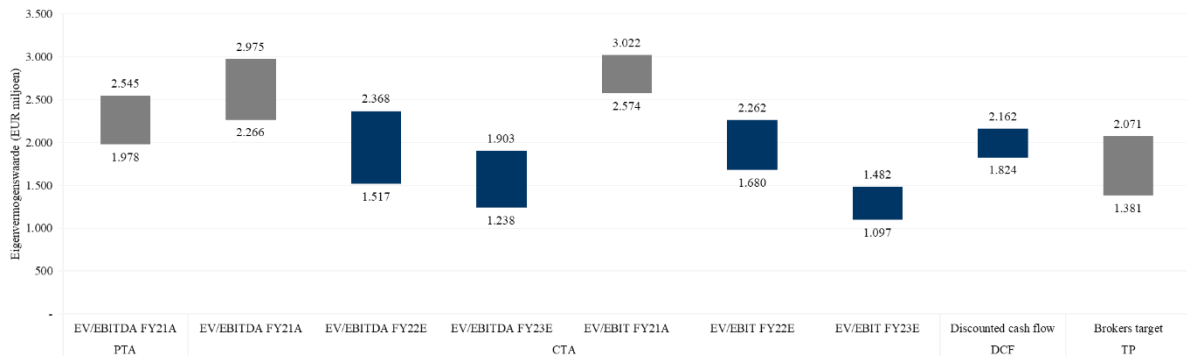
In de zes maanden voorafgaand aan de datum van de Intentie Aankondiging, volgde slechts één financiële analist (KBC Securities) Picanol op en publiceerde hij een nota of een rapport, inclusief een richtkoers voor de aandelen. Zijn meest recente rapport vóór de datum van de Intentie Aankondiging dateert van 27 juni 2022 en gaf een "Opbouwen" aanbeveling en een richtkoers van €83,0. De relatieve waardering van €95,80 per Picanol Aandeel, zoals gehanteerd voor de bepaling van de ruilverhouding, vertegenwoordigt een premie van 15,4% ten opzichte van de richtkoers van KBC Securities.

(III) Conclusie

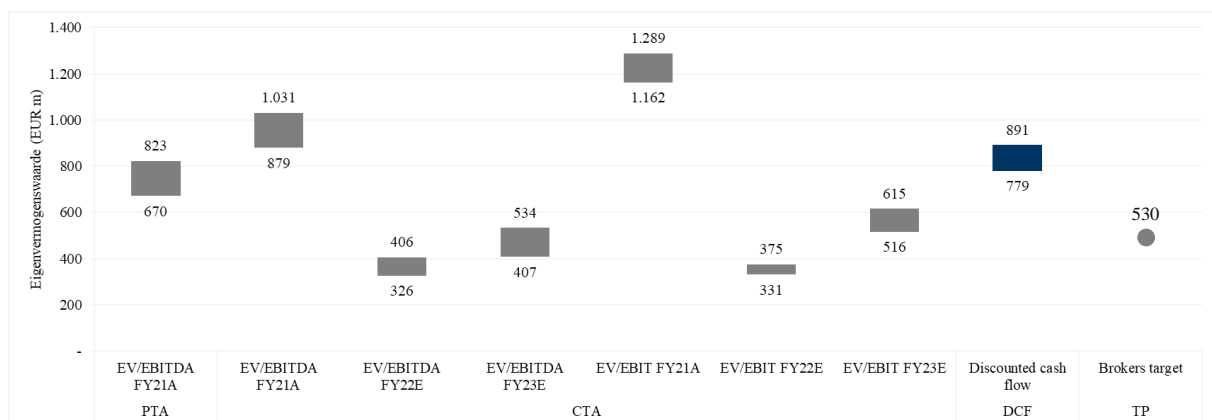
Voor de duidelijkheid bieden onderstaande voetbalvelddiagrammen van respectievelijk Tessenderlo Group NV en Picanol (inclusief 15,2% Rieter Holding AG aandelen en exclusief Tessenderlo Group NV aandelen) een samenvatting van de gepresenteerde waarderinganalyses en referentiepunten voor elk van beide genoemde ondernemingen. Beide diagrammen geven weer hoe de intrinsieke waarden

van zowel Tessenderlo Group NV als Picanol bepaald zijn. De blauwe balken geven de waarderingssvorken weer op basis van de weerhouden waarderingmethoden, terwijl de grijze grafieken de waarden weergeven van niet-weerhouden methoden.

Voetbalvelddiagram Tessenderlo Group NV³²:



Voetbalvelddiagram Picanol (inclusief 15,2% Rieter Holding AG aandelen en exclusief Tessenderlo Group NV aandelen)³³:



Voor de bepaling van de ruilverhouding zijn de intrinsieke waarde per aandeel van respectievelijk Tessenderlo Group NV en Picanol bepaald. De intrinsieke waarde per Picanol Aandeel van 46,32 EUR (inclusief 15,2% Rieter Holding AG - excl. Tessenderlo Group NV aandelen) is bepaald op basis van de waardering uit de DCF analyse. Onderstaande tabel geeft een overzicht van de bepaling van de intrinsieke waarde per Tessenderlo Group NV aandeel aan de hand van de weerhouden waarderingmethoden. Indien meerdere waarderingmethoden weerhouden zijn voor een segment, is de weerhouden waardering de gemiddelde waardering van de beschouwde waarderingen. Dit levert een waarde per Tessenderlo Group NV aandeel op van 40,59 EUR.

³² CTA is de afkorting voor Comparable Trading Analysis wat de analyse van de verhandelingsmultiples is; PTA staat voor Preceding Transactions Analysis wat de analyse van de multiples van de vergelijkbare transacties is.

³³ CTA is de afkorting voor Comparable Trading Analysis wat de analyse van de verhandelingsmultiples is; PTA staat voor Preceding Transactions Analysis wat de analyse van de multiples van de vergelijkbare transacties is.

Bepaling van de intrinsieke waarde per Tessenderlo Group NV aandeel:

Tessenderlo Group (EUR miljoen)				
Segment	Weerhouden waarderingsmethoden	Bepaling van de weerhouden waarden in de waarderingsvork	Beschouwde waarderungen	Weerhouden waardering
Agro	CTA analyse	<ul style="list-style-type: none"> • OW/EBITDA 22E + 0,5x • OW/EBIT 22E + 0,5x • OW/EBITDA 23E + 0,5x • OW/EBIT 23E + 0,5x 	891 } <i>Gemiddelde</i> 847 } 844 866 } 772 }	1.033
	DCF	Middenste punt uit de sensitiviteitsanalyse	1222	
Bio-valorization	DCF	Middenste punt uit de sensitiviteitsanalyse	424	424
Industrial Solutions	CTA analyse	<ul style="list-style-type: none"> • OW/EBITDA 22E • OW/EBIT 22E • OW/EBITDA 23E • OW/EBIT 23E 	450 } <i>Gemiddelde</i> 369 } 405 481 } 320 }	441
	DCF	Middenste punt uit de sensitiviteitsanalyse	478	
T-Power	DCF	Middenste punt uit de sensitiviteitsanalyse	223	223
OOD	DCF	Middenste punt uit de sensitiviteitsanalyse	-243	-243
Ondernemingswaarde Tessenderlo Group				1.878
- Netto schuld brug				-127
Eigenvermogenswaarde Tessenderlo Group				1.752
/Uitstaande aandelen (#m)				43,2
Intrinsieke Aandeelprijs (EUR)				40,59

De intrinsieke waarde per Picanol Aandeel van 95,80 EUR is bepaald op basis van de waarde per Picanol Aandeel (exclusief Tessenderlo Group NV aandelen) van 46,32 EUR en de intrinsieke waarde per Tessenderlo Group NV aandeel van 40,59 EUR. Onderstaande tabel geeft de gevoeligheidsanalyse weer voor de intrinsieke waarde per Picanol Aandeel voor veranderingen in de waarden per Tessenderlo Group NV aandeel en Picanol Aandeel (inclusief 15,2% Rieter Holding AG en exclusief Tessenderlo Group NV aandelen).

Gevoeligheidsanalyse van de intrinsieke waarde per Picanol Aandeel (inclusief 15,2% Rieter Holding AG en inclusief Tessenderlo Group NV aandelen) voor verandering in de intrinsieke waarde per Tessenderlo Group NV aandeel:

		Aandeelhouderswaarde Picanol (excl. Tessenderlo) incl. 15.2% Rieter Holding AG											
		706	731	756	781	806	831	856	881	906	931	956	
Intrinsieke waarde per Picanol Group Aandeel		Intrinsieke waarde per Picanol Aandeel (excl. Tessenderlo) incl. 15.2% Rieter stake											
		39,35	40,74	42,13	43,53	44,92	46,32	47,71	49,11	50,50	51,89	53,29	
Aandeelhouderswaarde Tessenderlo Group	1.502	34,79	81,58	82,99	84,40	85,82	87,23	88,64	90,05	91,47	92,88	94,29	95,70
	1.552	35,95	83,01	84,42	85,83	87,25	88,66	90,07	91,48	92,90	94,31	95,72	97,13
	1.602	37,11	84,44	85,85	87,27	88,68	90,09	91,50	92,91	94,33	95,74	97,15	98,56
	1.652	38,27	85,87	87,28	88,70	90,11	91,52	92,93	94,35	95,76	97,17	98,58	100,00
	1.702	39,43	87,30	88,71	90,13	91,54	92,95	94,36	95,78	97,19	98,60	100,01	101,43
	1.752	40,59	88,73	90,15	91,56	92,97	94,38	95,80	97,21	98,62	100,03	101,44	102,86
	1.802	41,75	90,16	91,58	92,99	94,40	95,81	97,23	98,64	100,05	101,46	102,88	104,29
	1.852	42,90	91,59	93,01	94,42	95,83	97,24	98,66	100,07	101,48	102,89	104,31	105,72
	1.902	44,06	93,03	94,44	95,85	97,26	98,68	100,09	101,50	102,91	104,33	105,74	107,15
	1.952	45,22	94,46	95,87	97,28	98,69	100,11	101,52	102,93	104,34	105,76	107,17	108,58
	2.002	46,38	95,89	97,30	98,71	100,13	101,54	102,95	104,36	105,77	107,19	108,60	110,01

Op basis van de intrinsieke waarden per Picanol Aandeel en per Tessenderlo Group NV aandeel van respectievelijk 95,80 EUR en 40,59 EUR is een Ruilverhouding van 2,36 Tessenderlo Group NV aandelen per aangeboden Picanol Aandeel bepaald. Onderstaande tabel geeft een gevoeligheidsanalyse weer van de ruilverhouding voor wijzigingen in de intrinsieke waarden per Picanol Aandeel en Tessenderlo Group NV aandeel.

Gevoeligheidsanalyse van de ruilverhouding voor veranderingen in de intrinsieke waarden van Picanol Aandelen en Tessenderlo Group NV aandelen:

		Ruilverhouding		Aandeelhouderswaarde Picanol (excl. Tessenderlo) incl. 15.2% Rieter Holding AG										
				706	731	756	781	806	831	856	881	906	931	956
				Intrinsieke waarde per Picanol Aandeel (excl. Tessenderlo) incl. 15.2% Rieter stake										
				39,35	40,74	42,13	43,53	44,92	46,32	47,71	49,11	50,50	51,89	53,29
Aandeelhouderswaarde Tessenderlo Group	Intrinsieke waarde per Tessenderlo Group Aandeel	1.502	34,79	2,34	2,39	2,43	2,47	2,51	2,55	2,59	2,63	2,67	2,71	2,75
		1.552	35,95	2,31	2,35	2,39	2,43	2,47	2,51	2,54	2,58	2,62	2,66	2,70
		1.602	37,11	2,28	2,31	2,35	2,39	2,43	2,47	2,50	2,54	2,58	2,62	2,66
		1.652	38,27	2,24	2,28	2,32	2,35	2,39	2,43	2,47	2,50	2,54	2,58	2,61
		1.702	39,43	2,21	2,25	2,29	2,32	2,36	2,39	2,43	2,46	2,50	2,54	2,57
		1.752	40,59	2,19	2,22	2,26	2,29	2,33	2,36	2,40	2,43	2,46	2,50	2,53
		1.802	41,75	2,16	2,19	2,23	2,26	2,30	2,33	2,36	2,40	2,43	2,46	2,50
		1.852	42,90	2,13	2,17	2,20	2,23	2,27	2,30	2,33	2,37	2,40	2,43	2,46
		1.902	44,06	2,11	2,14	2,18	2,21	2,24	2,27	2,30	2,34	2,37	2,40	2,43
		1.952	45,22	2,09	2,12	2,15	2,18	2,21	2,24	2,28	2,31	2,34	2,37	2,40
		2.002	46,38	2,07	2,10	2,13	2,16	2,19	2,22	2,25	2,28	2,31	2,34	2,37

Toelichting bij de verandering in Ruilverhouding

Op 25 Augustus 2022 publiceerden Picanol en Tessenderlo Group NV de halfjaarverslagen voor de eerste 6 maanden van 2022, alsook een herziening van de verwachtingen over het volledige boekjaar 2022. Tessenderlo Group NV heeft de intrinsieke waarden van Picanol en Tessenderlo Group NV herzien in het licht van de gepubliceerde halfjaarverslagen en een analyse van de lange termijn verwachtingen op basis van de meest recente marktontwikkelingen. Ten opzichte van de intrinsieke waarden van EUR 830,8 miljoen en EUR 1.655,9 miljoen voor respectievelijk Picanol en Tessenderlo Group NV, zoals gecommuniceerd in de persberichten van 8 juli 2022, leidt de herziening tot een afname in de intrinsieke waarde van EUR 0,2 miljoen voor Picanol (exclusief aandelen aangehouden in Tessenderlo Group NV) en een toename met EUR 95,6 miljoen voor Tessenderlo Group NV. Dit resulteert in een intrinsieke waarde van EUR 830,6 miljoen en EUR 1.751,5 miljoen voor respectievelijk Picanol en Tessenderlo Group NV. Van deze wijziging in intrinsieke waarde is respectievelijk een daling met EUR 10,5 miljoen en een stijging met EUR 21,6 miljoen toe te schrijven aan de aangepaste netto schuld brug voor Picanol en Tessenderlo Group NV. Overige aanpassingen, o.a. rekening houdend met de meest recente verwachtingen, hebben geleid tot een stijging in de intrinsieke waarde met respectievelijk EUR 10,3 miljoen voor Picanol (exclusief aandelen aangehouden in Tessenderlo Group NV) en EUR 73,9 miljoen voor Tessenderlo Group NV.

De intrinsieke waarden komen overeen met een waarde per Tessenderlo Group NV aandeel van EUR 40,59 en een waarde per Picanol aandeel (inclusief Tessenderlo Group NV aandelen) van EUR 95,80. In functie daarvan is het de intentie dat iedere Picanol Aandeelhouder de mogelijkheid geboden wordt voor 1 aandeel Picanol 2,36 aandelen Tessenderlo Group NV te verwerven.