

## **BELANGRIJKE MEDEDELING**

DIT DOCUMENT EN DE INFORMATIE DIE HET BEVAT, WORDEN U VERSTREKT ALS AANDEELHOUDER VAN TESSENDERLO GROUP NV OVEREENKOMSTIG DE VEREISTEN VAN DE BELGISCHE WETGEVING EN ALLEEN IN UW HOEDANIGHEID VAN AANDEELHOUDER VAN DEZE VENNOOTSCHAP MET HET OOG OP DE UITOEFENING VAN UW STEMRECHTEN IN TESSENDERLO GROUP NV EN IN GEEN ENKELE ANDERE HOEDANIGHEID, EN KUNNEN NIET WORDEN GEBRUIKT OF AANGEWEND VOOR ENIG ANDER DOEL OF VOOR ENIGE ANDERE BESLISSING, MET INBEGRIJ 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 VAN AMERIKA, AUSTRALIË, CANADA, JAPAN, ZWITSERLAND 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, AUSTRALIË, CANADA, JAPAN, ZWITSERLAND, HET VERENIGD KONINKRIJK OF ENIG ANDER RECHTSGEBIED WAAR DIT EEN OVERTREDING VAN DE WETTEN VAN DAT 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 EFFECTEN REGULERENDE INSTANTIE 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 WETGEVING.

## **IMPORTANT NOTICE**

THIS DOCUMENT AND THE INFORMATION CONTAINED HEREIN IS BEING PROVIDED TO YOU AS SHAREHOLDER OF THE TESSENDERLO GROUP NV IN ACCORDANCE WITH THE REQUIREMENTS OF BELGIAN LAW AND ONLY IN YOUR CAPACITY AS SHAREHOLDER OF THAT COMPANY FOR PURPOSES OF YOUR EXERCISE OF VOTING RIGHTS IN THE TESSENDERLO GROUP NV 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, SWITZERLAND 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, SWITZERLAND, 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.

Dit document betreft een aangevulde versie van Bijlage 2 bij het 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 kapitaalverhoging door inbreng in natura van aandelen in de vennootschap in het kader van het ruilbod (zoals gepubliceerd op de website van Tessengerlo Group naar aanleiding van de buitengewone algemene vergadering van 18 oktober 2022).

\*\*\*

## BIJLAGE 2

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

### Verantwoording van de Ruilverhouding

Op 25 Augustus 2022 publiceerden Picanol en Tessengerlo Group NV de halfjaarverslagen voor de eerste 6 maanden van 2022, alsook een herziening van de verwachtingen over het volledige boekjaar 2022. Tessengerlo Group NV heeft de intrinsieke waarden van Tessengerlo Group NV en Picanol herzien in het licht van de gepubliceerde halfjaarverslagen en een analyse van de lange termijn verwachtingen op basis van de meest recente marktontwikkelingen. Zoals gecommuniceerd in de persberichten van 8 juli 2022 werden Tessengerlo Group NV en Picanol initieel gewaardeerd aan een intrinsieke waarde van respectievelijk EUR 1.655,9 miljoen en EUR 830,8 miljoen. In navolging van de herziening van de Ruilverhouding, wordt Tessengerlo Group NV 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 Tessengerlo Group NV aandelen) wordt relatief op EUR 830,6 miljoen gewaardeerd. In de mate Picanol 50,65 % bezit van Tessengerlo Group NV aandelen dient het *pro rata* deel van de waardering van Tessengerlo 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 Tessengerlo Group NV te verwerven<sup>1</sup>, daar waar dit in het persbericht van 8 juli 2022 2,43 Tessengerlo Group NV aandelen voor 1 aandeel Picanol bedroeg.

Onderstaande waarderingsmethoden werden weerhouden om de intrinsieke waarde van Tessengerlo Group NV te bepalen:

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

Onderstaande waarderingsmethode 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 Tessengerlo Group NV aandelen) te bepalen:

---

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

- actualisering van de toekomstige vrije operationele cashflows.

Onderstaande waarderingsmethoden 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;

#### *Weerhouden waarderingsmethoden*

Voor zover de waarderingsmethoden 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 waarderingsmethoden toegepast op de lange termijn business plannen van respectievelijk Tessenderlo Group NV (BJ2022E-BJ2026E) en Picanol (exclusief Tessenderlo Group NV aandelen) (BJ2022E-BJ2027E) zoals opgesteld door de managementleden van elk van de genoemde ondernemingen en goedgekeurd door de raad van bestuur. De kasstroominschattingen en basisveronderstellingen in de business plannen van Tessenderlo 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 waarderingsmethoden van Tessenderlo Group NV en Picanol en de conclusies die eruit voortvloeien toegelicht.

#### Tessenderlo 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 intrinsieke waarde 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 Tessenderlo Group NV op basis van haar halfjaarverslag van 30 juni 2022.

|   |                  |
|---|------------------|
| Netto schuld brug ('000 euro)   |                  |
| <b>Netto financiële schuld (-)/ kasmiddelen (+)</b>                                   | <b>1.055</b>     |
| Geldmiddelen en kasequivalenten   | 337.430          |
| Kortetermijninvesteringen   | -                |
| Langetermijninvesteringen   | 1.164            |
| Rentedragende financiële verplichtingen (exclusief IFRS16 leaseverplichtingen)        | (337.539)        |
| <b>Voorzieningen</b>  | <b>(141.774)</b> |
| Milieuvoorzieningen   | (108.773)        |
| Netto pensioen(voorzieningen)/ activa   | (12.781)         |
| Overige provisies   | (20.220)         |
| <b>Netto belastingsschulden</b>   | <b>(2.428)</b>   |
| Verdisconteerde uitgestelde belastingverplichtingen                                   | (76.658)         |
| Verdisconteerde uitgestelde belastingvorderingen                                      | 74.231           |
| <b>Overige investeringen en garanties</b>   | <b>35.374</b>    |
| <b>Netto financiële derivaten</b>   | <b>(17.742)</b>  |
| <b>Minderheidsdeelnemingen</b>  | <b>(1.455)</b>   |
| <b>Totaal ondernemingswaarde aanpassingen (exclusief IFRS 16 leaseverplichtingen)</b> | <b>(126.969)</b> |
| IFRS16 leaseverplichtingen  | (54.047)         |
| <b>Totaal ondernemingswaarde aanpassingen (inclusief IFRS 16 leaseverplichtingen)</b> | <b>(181.015)</b> |
| 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 rentedragende financiële verplichtingen (exclusief IFRS16 leaseverplichtingen) bevat voor EUR 5,6 miljoen aan uitgestelde rente verplichtingen.

De bedrijfsactiviteiten van de Tessengerlo Group 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 waarderen segment beschouwd wordt. In wat volgt, worden de verschillende waarderingmethoden, de analyses en referentiepunten die context bieden bij de relatieve waardering van Tessengerlo Group NV en de conclusies die eruit voortvloeien toegelicht.

#### 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 Tessenderlo 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 Tessenderlo 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 verwachte daling van de grondstofprijzen zullen terugvallen naar historische niveaus, verwacht het management van Tessenderlo 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 CAGR<sup>2</sup> van 3,1% in de periode BJ2017A-BJ2019A en 9,3% in de periode BJ2020A-BJ2021A. De gemiddelde analistenverwachting<sup>3</sup> van de omzet CAGR over de 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 Tessenderlo Group NV kan mogelijk 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 Tessenderlo Group in actief is en waar het management van Tessenderlo Group NV een meer diepgaand zicht op heeft. Onderliggend aan de omzetverwachtingen voor Tessenderlo Group NV zijn volgende ramingen gemaakt per segment:
  - o *Agro*: Het management van Tessenderlo Group NV verwacht dat de BJ2022E omzet met 29,6% zal stijgen t.a.v. BJ2021A als gevolg van gunstigere verkoopprijzen en positieve wisselkoerseffecten. Ingegeven door een verwachting dat de verkoopprijzen zullen terugvallen naar de niveaus in de periode van 2016-2019, verwacht het management van Tessenderlo 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 6,0% inclusief BJ2022E). De groeivoeten verhouden zich ten opzichte van een CAGR van 1,8% in de periode BJ2017A-BJ2019A en 11,5% in de periode BJ2020A-BJ2021A. De voorspelde groei in *Agro* is lager vanwege de verwachte

<sup>2</sup> Bron: Gepubliceerd jaarrapport Tessenderlo Group NV (netto omzet BJ2016: EUR 1.590,1 miljoen; netto omzet BJ2021A: EUR 2.081,5 miljoen).

<sup>3</sup> Bron: Bloomberg – op basis van analistenverwachtingen gepubliceerd voor 7 juli 2022 (Bank Degroof Petercam, ING Bank, KBC Securities, Kempen & Co, Kepler Cheuvreux).

daling van de prijzen van de belangrijkste grondstoffen (in het bijzonder MOP, zwavel en ammoniak) die mede de prijs bepalen van de eindproducten die Tessenderlo in dit segment verkoopt. Deze terugval in grondstofprijzen zal naar verwachting gedeeltelijk gecompenseerd worden door hogere productiecapaciteit dankzij recente investeringen.

- *Bio-valorization*: Het management van Tessenderlo Group NV verwacht dat de BJ2022E omzet met 28,6% 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 Tessenderlo 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 1,9% inclusief BJ2022E). De groeivoeten verhouden zich ten opzichte van een CAGR van 3,2% in de periode BJ2017A-BJ2019A en 8,8% in de periode BJ2020A-BJ2021A. De voorspelde groei in Bio-valorization is lager vanwege minder gunstige vooruitzichten voor de markten waarin Tessenderlo Group actief is in dit segment. Omwille van verhoogde competitie en een veranderende marktomgeving voorziet management bijvoorbeeld weinig tot geen groei in de activiteiten m.b.t. de ophaling van dierlijke zijstromen. Dit is ingegeven door een daling van de volumes (een gevolg van de daling van de vleesconsumptie) alsook door prijserosie.
- *Industrial Solutions*: Het management van Tessenderlo 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 zullen terugvallen naar de niveaus in de periode van 2016-2019, verwacht het management van Tessenderlo 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 3,3% in de periode BJ2017A-BJ2019A en 8,4% in de periode BJ2020A-BJ2021A. De voorspelde groei in Industrial Solutions is lager vanwege minder gunstige vooruitzichten voor de verkoopprijzen van de belangrijkste producten die Tessenderlo Group in dit segment verkoopt. Voor de activiteiten in DYKA Groep is dit bijvoorbeeld gedreven door een verwachte daling in PVC prijzen, alsook door een verwachte afkoeling van de bouwmaterialenmarkt. Deze terugval in verkoopprijzen zal naar verwachting gedeeltelijk gecompenseerd worden door hogere productiecapaciteit dankzij recente investeringen.
- *T-Power*: Het management van Tessenderlo 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 omzetzak van 7,8% in BJ2023E. In de daaropvolgende periode van BJ2024E-BJ2025E verwacht het management van Tessenderlo 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 betreffende 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, Tessenderlo 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% t.a.v. 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 BJ2021A<sup>4</sup>, 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 Tessenderlo Group NV een terugval van de REBITDA marge in BJ2023E naar 14,4%. In BJ2024E verwacht het management van Tessenderlo 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 analistenverwachting<sup>5</sup> van de REBITDA marge over de periode 2022-2024 bedraagt 16,9% (t.a.v. een verwachte gemiddelde REBITDA marge van 15,4% over dezelfde periode in het business plan). Tessenderlo Group NV is van mening dat de analistenverwachting niet de laatste verwachtingen in acht nemen gezien deze gepubliceerd werden voor de publicatie van de halfjaarcijfers van Tessenderlo Group NV. Hierdoor hecht Tessenderlo Group NV minder belang aan een vergelijking tussen de marges in het business plan en de marges volgens de analistenverwachtingen. Onderliggend aan de REBITDA-verwachtingen voor Tessenderlo Group NV zijn volgende ramingen gemaakt per segment:
  - *Agro*: Het management van Tessenderlo Group NV verwacht dat de REBITDA marge in BJ2022E zal dalen naar 19,4% vs 21,0% in BJ2021A. De REBITDA marges van de afgelopen jaren kunnen eerder als uitzonderlijk beschouwd worden gezien de gunstige marktomstandigheden, met name de gunstige verkoopprijzen. Het management verwacht een terugval in verkoopprijzen naar de prijsniveaus over de periode 2016-2019, gedreven door een verwachte prijsdaling van de belangrijkste grondstoffen die

---

<sup>4</sup> Cijfer gebaseerd op het jaarverslag BJ2021A;

<sup>5</sup> Bron: Bloomberg – op basis van analistenverwachtingen gepubliceerd voor 7 juli 2022 (Bank Degroof Petercam, ING Bank, KBC Securities, Kempen & Co, Kepler Cheuvreux).



de prijs van de Tessenderlo's eindproducten in dit segment bepaalt (in het bijzonder MOP, zwavel en ammoniak). Door de verwachte minder gunstige marktomstandigheden, verwacht het management van Tessenderlo 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 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 REBITDA marge van 21,4% in BJ2019A, 22,8% in BJ2020A en 21,0% in BJ2021A.

- *Bio-valorization*: Het management van Tessenderlo Group NV verwacht dat de REBITDA marge in BJ2022E zal stijgen naar 13,6% tav 12,7% in BJ2021A ten gevolge van de gunstige marktomstandigheden in de verschillende eindmarkten. Binnen het *Bio-valorization* segment heeft Tessenderlo Group investeringen gedaan die de efficiëntie en winstgevendheid van de bestaande fabrieken verhoogt, zodoende de huidige competitieve positie te verdedigen. Gezien bepaalde eindmarkten in de *Bio-valorization* activiteiten licht dalend zijn (bijvoorbeeld ophaling van dierlijke zijstromen), beoogt Tessenderlo Group NV jaar-na-jaar efficiëntie-verbeteringen door te voeren om de marges te verdedigen. 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 REBITDA marge van 11,0% in BJ2019A, 15,0% in BJ2020A en 12,7% in BJ2021A.
- *Industrial 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. Ook voor het *Industrial Solutions* segment is het management van mening dat de REBITDA marges van de afgelopen jaren eerder als uitzonderlijk beschouwd kunnen worden gezien de gunstige marktomstandigheden in de bouwmaterialenmarkt, onder andere dankzij hoge verkoopprijzen en hoge marktvraag. Het management verwacht minder gunstige marktomstandigheden en in de toekomst naar aanleiding van de verwachting dat verkoopprijzen zullen terugvallen naar het prijsniveau over de periode 2016-2019. Voor de activiteiten in DYKA is dit bijvoorbeeld gedreven door een verwachte daling in PVC prijzen, alsook door een verwachte afkoeling van de bouwmaterialenmarkt. 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 Tessengerlo 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 Tessengerlo 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 Tessengerlo Group NV dat de REBITDA marge gestaag zal afnemen naar 73,8%. Voor BJ2026E verwacht het management van Tessengerlo 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 Tessengerlo 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 REBITDA 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 Tessengerlo 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. Het investeringsbudget in de periode BJ2027E-BJ2031E bevat geen groei investeringen en bevat enkel investeringen in bestaande infrastructuur. 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 werkkapitaal<sup>6</sup> 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 kasstroom<sup>7</sup> 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 Group een WACC 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 rente<sup>8</sup> van 1,36%, gebaseerd op de rente van Duitse staatsobligaties met een 10-jaar looptijd op 30 juni 2022;
  - Een marktrisicopremie<sup>9</sup> van 5,50%;
  - Een bedrijfsspecifieke<sup>10</sup> premie van 1,8%, voor omvang en liquiditeit;
  - Een landspecifiek premie van 0,6%<sup>11</sup>, voor notering van het aandeel in België. Naast het gegeven dat Tessengerlo Group NV in België noteert, is Tessengerlo Group NV van mening dat Tessengerlo Group NV als Belgische onderneming dient gewaardeerd te worden, daar het merendeel van de omzet en kosten in euro gemaakt worden. De

---

<sup>6</sup> Bron: Gepubliceerd jaarrapport Tessengerlo Group; Voorraden + Handelsvorderingen – Handelsschulden en overige schulden

<sup>7</sup> Berekend als operationeel resultaat (REBIT) 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.

<sup>8</sup> Bron: Bloomberg.

<sup>9</sup> Bron: KPMG – gebaseerd op de risicopremie voor mature markten.

<sup>10</sup> Bron: Duff & Phelps international Guide to Cost of Capital (2018). De bedrijfsspecifieke premie van 1,8% is bepaald op basis van de intrinsieke waarde van Tessengerlo Group NV op basis van de DCF analyse vóór incorporatie van een bedrijfsspecifieke premie. Vervolgens is op basis van de intrinsieke waarde uit deze analyse, aan de hand van een iteratief proces, de bedrijfsspecifieke premie bepaald.

<sup>11</sup> Bron: Damodaran (2022)

activiteiten in US dollar hebben hoofdzakelijk zowel omzet als kosten in US dollar, waardoor het hoofdzakelijk een wisselkoers-vertalingsrisico betreft, en in beperktere mate een hedging risico. Tessenderlo Group NV heeft dezelfde landspecifieke premie toegepast voor de waardering van zowel Tessenderlo Group NV als Picanol, en heeft daarbij dus geen verschillende landspecifieke premie (voor Picanol en Tessenderlo Group NV) toegekend om rekening te houden met (mogelijks verschillende) risico's voor de landen waarin men actief is;

- Het gehanteerde genormaliseerde belastingtarief voor de bepaling van de WACC, alsook de berekening van de jaarlijkse vennootschapsbelasting<sup>12</sup> in het business plan bedraagt 20,2%;
- Een *target* eigenvermogensratio van 90,0%, in lijn met de financieringsstructuur dat het management van Tessenderlo 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*<sup>13</sup> 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 het gemiddelde van de *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 het gemiddelde van de *unlevered* beta van de *diversified chemicals* industrie en van de *construction supplies* industrie volgens Damodaran (Januari 2022). Dit levert een *levered 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%<sup>14</sup>. Rekening houdend met een jaarlijkse vennootschapsbelasting van 20,2%, levert dit een kost van het vreemd vermogen na belastingen op van 3,32%.

---

<sup>12</sup> Bron: Deze belastingsvoet ligt in lijn met de belastingvoet over de voorbije jaren.

<sup>13</sup> *Levered* beta: *unlevered* beta  $\times (1 + (1 - \text{genormaliseerd belastingtarief}) \times \text{gearing})$ , waarbij zowel het genormaliseerde belastingtarief als de *gearing* voor elk segment van Tessenderlo Group gelijk is aan respectievelijk 20,2% en 10,0%.

<sup>14</sup> 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.

- Op basis van de CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) methode voor het bepalen van de kost van het eigenvermogen, leiden bovenstaande elementen tot de volgende weerhouden kost van het eigenvermogen en WACC per segment:
  - *Agro*: een kost van het eigenvermogen van 9,47% en een WACC van 8,91%;
  - *Bio-valorization*: een kost van het eigenvermogen van 9,18% en een WACC van 8,64%;
  - *Industrial Solutions*: een kost van het eigenvermogen van 9,23% en een WACC van 8,70%;
  - *T-Power*: een kost van het eigenvermogen van 7,01% en een WACC van 6,68% over de periode BJ2022E-BJ2026E. In juli 2026 loopt de tolling-overeenkomst met RWE af. Gezien de grote onzekerheid betreffend de verlenging van dit contract, gaat het management ervan uit dat de 5-jaar optionele verlenging niet zal gelicht worden door RWE Group. Hierdoor ontstaat er een verhoogd operationeel risico voor de periode na BJ2026E. Naar aanleiding hiervan is een operationeel risico premie opgenomen van 2,00% over de periode BJ2027E-BJ2031E. Dit leidt tot een kost van het eigenvermogen van 9,01% en een WACC van 8,50% over de periode BJ2027E-2031E;
  - *OOD*: een WACC van 8,62% bepaald als de gewogen gemiddelde WACC van de segmenten naar de operationele vrije kasstroom op het einde van expliciete horizon voor het ramen van de financiële cijfers.
  
- De Terminale Waarde per segment wordt berekend door toepassing van de Gordon-Shapiro methodologie op de genormaliseerde vrije kasstroom in BJ2031E<sup>15</sup>, 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 2032<sup>16</sup>. Tessengerlo 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 gecorrigeerde vrije operationele kasstroom in BJ2031E van EUR 113,9 miljoen;

<sup>15</sup> De vrije operationele kasstroom in BJ2031E werd aangepast zodat het investeringsbudget gelijk is aan de afschrijvingen en waardeverminderingen voor de berekening van de Terminale Waarde.

<sup>16</sup> Bron: OECD (2022), Real GDP long-term forecast (indicator).

- 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 Tessengerlo Group NV verwacht dat de Bio-valorization een vertraging zal ervaren tav de groei in het BBP van de Eurozone. Voor een belangrijk deel van de activiteiten, o.a. in Akiolis, voorziet het management op de lange termijn een daling van de volumes (ten gevolge van een daling van de vleesconsumptie) en een prijserosie;
  - De hogervermelde veronderstellingen betreffende de marges, 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. Op 16 September 2022 heeft Tessengerlo Group een vergunning verkregen van de Vlaamse minister van Justitie en Handhaving, Omgeving, Energie en Toerisme voor de bouw van een nieuwe gascentrale in

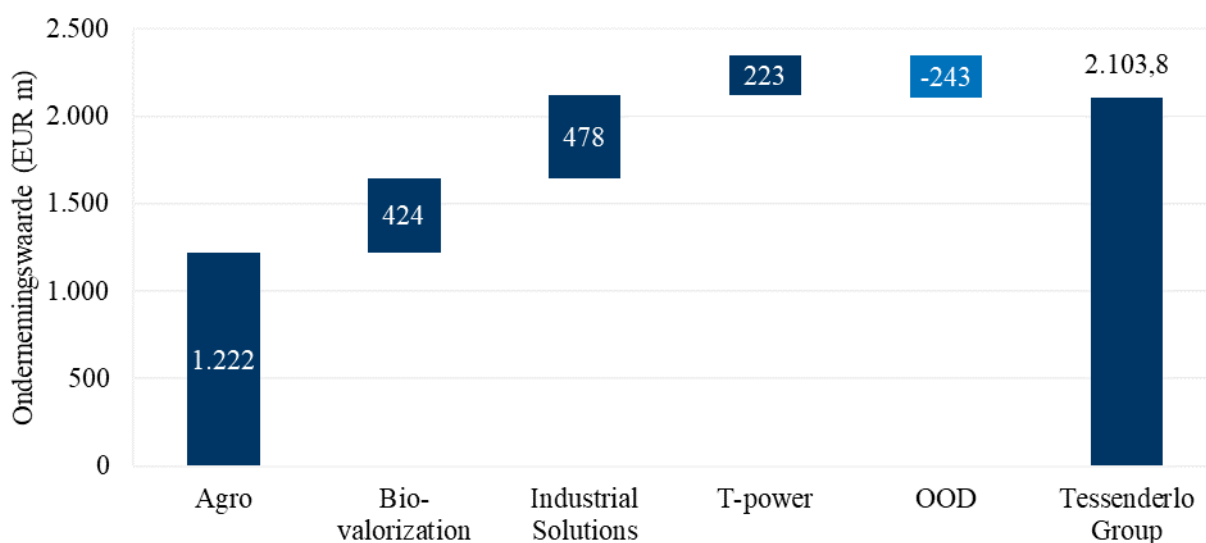
Tessengerlo (T-Power II) 900MW. Tessenderlo Group heeft deelgenomen aan de veiling van het capaciteitsremuneratiemechanisme (CRM) die plaats vond eind september 2022. Echter, zonder het toegekend krijgen van subsidies in de veiling, zal Tessenderlo Group normalerwijs niet overgaan tot de constructie van de nieuwe centrale, daar deze dan niet op een economisch rendabele wijze kan uitgebaat worden. In aanvulling van de toekenning van de CRM subsidie, heeft Tessenderlo Group NV een financieringsakkoord nodig voor de constructie van deze gascentrale en potentieel een akkoord omtrent een tolling overeenkomst met een externe partner. De combinatie van bovenstaande factoren noopt Tessenderlo Group NV er toe geen terminale waarde toe te kennen voor het T-Power segment.

○ *OOD:*

- Een bestendige groeivoet van 1,00%. Dit aangezien Tessenderlo 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 Tessenderlo Group NV van EUR 2.103,8 miljoen. Daar Tessenderlo Group NV voor de DCF methode een *sum-of-the-parts* methodiek toegepast heeft, is de ondernemingswaarde van Tessenderlo Group NV bepaald als de som van de ondernemingswaarden van alle segmenten. Onderstaande grafiek toont de ondernemingswaarden voor alle segmenten van de Tessenderlo Group, waarvan de som de totale ondernemingswaarde van Tessenderlo 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 intrinsieke waarde van EUR 1.976,8 miljoen op. Gebaseerd op een totaal aantal aandelen van 43.154.979, inclusief de eigen<sup>17</sup> 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 intrinsieke waarde (WACC; bestendige groeivoet):**

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

<sup>17</sup> Tessengerlo Group NV bezit 31,503 eigen aandelen.



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

|               |        | $\Delta$ bestendige groeivoet (%) |        |       |       |       |
|---------------|--------|-----------------------------------|--------|-------|-------|-------|
|               |        | -0,50%                            | -0,25% | 0%    | 0,25% | 0,50% |
| $\Delta$ 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 intrinsieke waarde 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 REBITDA marge met 0,50% en de groeivoet van de omzet met 0,25% te laten variëren doorheen de planningsperiode:

**Gevoeligheidsanalyse intrinsieke waarde (REBITDA%; Omzetgroei%):**

|                     |        | $\Delta$ REBITDA % |         |         |         |         |
|---------------------|--------|--------------------|---------|---------|---------|---------|
|                     |        | -1,00%             | -0,50%  | 0%      | 0,50%   | 1,00%   |
| $\Delta$ 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%):**

|                     |        | $\Delta$ REBITDA % |        |       |       |       |
|---------------------|--------|--------------------|--------|-------|-------|-------|
|                     |        | -1,00%             | -0,50% | 0%    | 0,50% | 1,00% |
| $\Delta$ 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 intrinsieke waarde 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.

## 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 projecties<sup>18</sup> 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 Tessenderlo Group haar *Agro* en *Industrial Solutions* segmenten, heeft Tessenderlo 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 Tessenderlo Group haar *Agro* en *Industrial Solutions* segmenten. Tessenderlo Group NV weerhoudt de waarderingmethode van *multiples* van vergelijkbare beursgenoteerde bedrijven niet voor de *Bio-valorization* en *T-Power* segmenten van de Tessenderlo Group.

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 Tessenderlo Group;

Tessenderlo Group NV is van mening dat de toepasbaarheid van *multiples* van de Referentiegroep voor het waarderen van het *T-Power* segment van de Tessenderlo Group beperkt is, daar, zoals hierboven omschreven, de financiële resultaten van het *T-Power* segment van Tessenderlo Group na afloop van de bestaande overeenkomsten voor energie-afname hoogst onzeker zijn. De Referentiegroep voor het *T-Power* segment van Tessenderlo Group 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

---

<sup>18</sup> De consensus financiële projecties zijn gebaseerd op brondata uit Refintiv. Deze consensus projecties zouden verschillen kunnen vertonen afhankelijk van de gebruikte databank.

kunnen vergelijkbare bedrijven momenteel op een andere manier beïnvloed worden door marktomstandigheden, zoals bewegingen in grondstofprijzen of geopolitieke impact op de activiteiten;

de liquiditeit in de aandelen van de Referentiegroep is beduidend hoger in vergelijking met de liquiditeit in de aandelen van Tessengerlo Group NV.

Hieronder volgt een korte beschrijving<sup>19</sup> van de geselecteerde bedrijven in de Referentiegroepen. Deze bedrijven werden opgedeeld in vier categorieën volgens de bedrijfssegmenten van de Tessengerlo Group, 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-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

---

<sup>19</sup> Beschrijvingen zijn gebaseerd op publiek informatie beschikbaar op de website en in de jaarverslagen

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 sanitair oplossingen 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 productievervestigingen. 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 productievervestigingen 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/ REBITDA en OW/ REBIT 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 2021, 2022 en 2023 en past de multiples toe op de REBITDA en REBIT cijfers per divisie uit het business plan van Messengerlo Group NV, respectievelijk voor de jaren 2021, 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<sup>20</sup>.

---

<sup>20</sup> Bron: Refinitiv Eikon per 22 juni 2022. weergegeven financiële cijfers in de analyse zoals gerapporteerd, post-IFRS16

## Verhandelingsmultiples OW/ REBITDA van de Referentiegroepen en berekening intrinsieke waarden<sup>21</sup>:

| Venootschap                           | Land                | Jaareinde    | Marktkapitalisatie<br>(Euro in miljoen) | Ondernemings                |               | Omzet (Euro in miljoen) |        |        | REBITDA marge (%) |       |       | OW/ REBITDA |       |       |
|---------------------------------------|---------------------|--------------|---|-----------------------------|---------------|-------------------------|--------|--------|-------------------|-------|-------|-------------|-------|-------|
|                                       |                     |              |   | waarde<br>(Euro in miljoen) | CAGR<br>omzet | 21 - '23                | 2021   | 2022   | 2023              | 2021  | 2022  | 2023        | 2021  | 2022  |
| <b>Weerhouden</b>                     |                     |              |   |                             |               |                         |        |        |                   |       |       |             |       |       |
| <b>Agro</b>                           |                     |              |   |                             |               |                         |        |        |                   |       |       |             |       |       |
| Compass Minerals International Inc    | Verenigde Staten    | 30 september | 1.188                                   | 2.022                       | 29,3%         | 707                     | 1.140  | 1.183  | 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  | 641                                     | 717                         | 16,0%         | 471                     | 588    | 634    | 9,5%              | 12,0% | 12,5% | 14,2x       | 10,1x | 9,0x  |
| Nutrien Ltd                           | Canada              | 31 december  | 41.730                                  | 56.223                      | 21,4%         | 22.712                  | 37.284 | 33.455 | 26,5%             | 38,0% | 34,3% | 8,3x        | 3,9x  | 4,8x  |
| CF Industries Holdings Inc            | Verenigde Staten    | 31 december  | 17.989                                  | 21.407                      | 25,5%         | 5.528                   | 11.104 | 8.706  | 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  | 10.125                                  | 13.392                      | 14,1%         | 14.050                  | 21.634 | 18.303 | 17,4%             | 18,6% | 16,9% | 5,2x        | 3,5x  | 4,6x  |
| Mosaic Co                             | Verenigde Staten    | 31 december  | 17.747                                  | 21.291                      | 26,7%         | 10.448                  | 20.557 | 16.785 | 29,0%             | 35,9% | 33,3% | 6,2x        | 2,8x  | 3,8x  |
| Sesoda Corp                           | Taiwan              | 31 december  | 380                                     | 475                         | n.b.          | 145                     | 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  | 23.900                                  | 23.035                      | n.b.          | 2.420                   | n.b.   | n.b.   | 41,6%             | n.b.  | n.b.  | 20,4x       | n.b.  | n.b.  |
| OCI NV                                | Nederland           | 31 december  | 6.948                                   | 10.058                      | 12,1%         | 5.343                   | 8.515  | 6.713  | 40,0%             | 42,7% | 36,2% | 4,2x        | 2,7x  | 4,1x  |
| ICL Group Ltd                         | Israël              | 31 december  | 12.146                                  | 14.647                      | 25,2%         | 5.881                   | 9.897  | 9.214  | 23,6%             | 37,0% | 30,7% | 9,4x        | 4,0x  | 5,1x  |
| Agro                                  |                     | Gemiddelde   | 16.472                                  | 21.994                      | 19,9%         | 9.583                   | 16.361 | 14.882 | 27,7%             | 32,5% | 29,6% | 9,5x        | 5,2x  | 5,5x  |
|                                       |                     | Mediaan      | 11.136                                  | 14.020                      | 22,1%         | 5.435                   | 10.500 | 8.960  | 26,7%             | 36,5% | 32,0% | 8,4x        | 3,7x  | 5,0x  |
| <b>Industrial Solutions</b>           |                     |              |   |                             |               |                         |        |        |                   |       |       |             |       |       |
| Orbia Advance Corporation SAB de CV   | Mexico              | 31 december  | 4.451                                   | 8.583                       | 4,4%          | 7.426                   | 8.119  | 8.091  | 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  | 3.827                                   | 3.905                       | 7,7%          | 3.443                   | 3.820  | 3.992  | 11,1%             | 12,0% | 12,7% | 9,6x        | 8,5x  | 7,7x  |
| Geberit AG                            | Zwitserland         | 31 december  | 16.091                                  | 16.360                      | 7,3%          | 3.201                   | 3.591  | 3.689  | 30,9%             | 28,7% | 29,3% | 15,5x       | 15,9x | 15,2x |
| Genuit Group PLC                      | Verenigd Koninkrijk | 31 december  | 1.102                                   | 1.295                       | 6,9%          | 691                     | 758    | 790    | 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   | 8.362                                   | 11.310                      | 5,8%          | 12.315                  | 13.305 | 13.147 | 18,5%             | 17,6% | 17,6% | 7,3x        | 7,1x  | 6,9x  |
|                                       |                     | Mediaan      | 3.827                                   | 3.905                       | 6,6%          | 3.443                   | 3.820  | 3.992  | 17,5%             | 17,0% | 16,4% | 5,5x        | 5,2x  | 5,5x  |
| <b>Niet-weerhouden</b>                |                     |              |   |                             |               |                         |        |        |                   |       |       |             |       |       |
| <b>Bio-valorization</b>               |                     |              |   |                             |               |                         |        |        |                   |       |       |             |       |       |
| Darling Ingredients Inc               | Verenigde Staten    | 01 januari   | 10.553                                  | 12.153                      | 19,7%         | 4.009                   | 5.421  | 5.748  | 17,9%             | 27,2% | 31,2% | 15,0x       | 8,1x  | 6,7x  |
| Nitta Gelatin Inc                     | Japan               | 31 maart     | 79                                      | 133                         | 7,6%          | 245                     | 266    | 283    | 9,4%              | 9,5%  | 10,1% | 6,4x        | 5,5x  | 4,9x  |
| Bio-valorization                      |                     | Gemiddelde   | 5.316                                   | 6.143                       | 13,7%         | 2.127                   | 2.844  | 3.015  | 13,7%             | 18,4% | 20,7% | 10,7x       | 6,8x  | 5,8x  |
|                                       |                     | Mediaan      | 5.316                                   | 6.143                       | 13,7%         | 2.127                   | 2.844  | 3.015  | 13,7%             | 18,4% | 20,7% | 10,7x       | 6,8x  | 5,8x  |
| <b>T-power</b>                        |                     |              |   |                             |               |                         |        |        |                   |       |       |             |       |       |
| 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  |

<sup>21</sup> Bron: Refinitiv Eikon. Weergegeven financiële cijfers in de analyse zoals gerapporteerd, post-IFRS16



| Tessenderlo Group  | Financiële projecties - Business Plan |                      |                  |         |        |         |                      |                  |         |         |         |                      |                  |         |         |
|--|---------------------------------------|----------------------|------------------|---------|--------|---------|----------------------|------------------|---------|---------|---------|----------------------|------------------|---------|---------|
|  | 2021A                                 |                      |                  |         |        | 2022B   |                      |                  |         |         | 2023B   |                      |                  |         |         |
| EUR miljoen  | Agro                                  | Industrial Solutions | Bio-valorization | T-power | OOD    | Agro    | Industrial Solutions | Bio-valorization | T-power | OOD     | Agro    | Industrial Solutions | Bio-valorization | T-power | OOD     |
| REBITDA  | 157,7                                 | 82,6                 | 82,0             | 53,0    | -20,9  | 188,5   | 86,1                 | 112,9            | 59,7    | -21,7   | 141,8   | 67,1                 | 91,6             | 53,4    | -21,4   |
| x OW/ REBITDA multiple                                   | 8,4x                                  | 5,5x                 | 10,7x            | 5,2x    | 6,6x   | 3,7x    | 5,2x                 | 6,8x             | 5,0x    | 4,7x    | 5,0x    | 5,5x                 | 5,8x             | 4,9x    | 5,3x    |
| Ondernemingswaarde per segment                           | 1.328,1                               | 454,5                | 878,3            | 277,7   | -137,0 | 703,0   | 450,2                | 770,8            | 300,7   | -101,5  | 705,4   | 369,2                | 529,4            | 260,5   | -113,1  |
| - Netto schuld brug (Incl. leaseverplichtingen)          |                                       |                      |                  |         |        |         |                      |                  |         | -181,0  |         |                      |                  |         |         |
| Eigenvermogenswaarde Tessenderlo Group                   |                                       |                      | 2.620,6          |         |        |         |                      |                  |         | 1.942,2 |         |                      |                  |         | 1.570,4 |
| /Uitstaande aandelen (#m)                                |                                       |                      |                  |         |        |         |                      |                  |         | 43,2    |         |                      |                  |         |         |
| Geïmpliceerde Aandeelprijs (EUR)                         |                                       |                      | 60,73            |         |        |         |                      |                  |         | 45,00   |         |                      |                  |         | 36,39   |
| Relatieve waardering % premie ten opzichte van EUR 40,59 |                                       |                      | -33,2%           |         |        |         |                      |                  |         | -9,8%   |         |                      |                  |         | 11,5%   |
| De geïmpliceerde multiples van de DCF waardering         |                                       |                      | 2021A            |         |        |         |                      | 2022B            |         |         |         |                      | 2023B            |         |         |
| EUR miljoen  | Agro                                  | Industrial Solutions | Bio-valorization | T-power | OOD    | Agro    | Industrial Solutions | Bio-valorization | T-power | OOD     | Agro    | Industrial Solutions | Bio-valorization | T-power | OOD     |
| Ondernemingswaarde per segment                           | 1.222,2                               | 477,7                | 424,0            | 223,3   | -243,4 | 1.222,2 | 477,7                | 424,0            | 223,3   | -243,4  | 1.222,2 | 477,7                | 424,0            | 223,3   | -243,4  |
| Geïmpliceerde x OW/ REBITDA multiple                     | 7,8x                                  | 5,8x                 | 5,2x             | 4,2x    | 11,6x  | 6,5x    | 5,5x                 | 3,8x             | 3,7x    | 11,2x   | 8,6x    | 7,1x                 | 4,6x             | 4,2x    | 11,4x   |
| - Netto schuld brug (Excl. leaseverplichtingen)          |                                       |                      |                  |         |        |         |                      |                  |         | -127,0  |         |                      |                  |         |         |
| Eigenvermogenswaarde Tessenderlo Group                   |                                       |                      |                  |         |        |         |                      |                  |         | 1.976,8 |         |                      |                  |         |         |
| /Uitstaande aandelen (#m)                                |                                       |                      |                  |         |        |         |                      |                  |         | 43,2    |         |                      |                  |         |         |
| Geïmpliceerde Aandeelprijs (EUR)                         |                                       |                      |                  |         |        |         |                      |                  |         | 45,81   |         |                      |                  |         |         |
| Relatieve waardering % premie ten opzichte van EUR 40,59 |                                       |                      |                  |         |        |         |                      |                  |         | -11,4%  |         |                      |                  |         |         |

## Verhandelingsmultiples OW/ REBIT van de Referentiegroepen en berekening intrinsieke waarden<sup>22</sup>:

| Venootschap                           | Land                | Jaareinde    | Marktkapitalisatie<br>(Euro in miljoen) | Ondernemings<br>waarde<br>(Euro in<br>miljoen) |          |        | Omzet (Euro in miljoen) |        |       | REBIT marge (%) |       |       | OW/ REBIT |       |  |
|---------------------------------------|---------------------|--------------|---|--|----------|--------|-------------------------|--------|-------|-----------------|-------|-------|-----------|-------|--|
|                                       |                     |              |   | CAGR<br>omzet                                  | 21 - '23 | 2021   | 2022                    | 2023   | 2021  | 2022            | 2023  | 2021  | 2022      | 2023  |  |
|                                       |                     |              |   |  |          |        |                         |        |       |                 |       |       |           |       |  |
| <b>Weerhouden</b>                     |                     |              |   |  |          |        |                         |        |       |                 |       |       |           |       |  |
| <b>Agro</b>                           |                     |              |   |  |          |        |                         |        |       |                 |       |       |           |       |  |
| Compass Minerals International Inc    | Verenigde Staten    | 30 september | 1.188                                   | 2.022  | 29,3%    | 707    | 1.140                   | 1.183  | 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  | 641                                     | 717  | 16,0%    | 471    | 588                     | 634    | 5,5%  | 7,8%            | 8,5%  | 24,5x | 15,4x     | 13,1x |  |
| Nutrien Ltd                           | Canada              | 31 december  | 41.730                                  | 56.223   | 21,4%    | 22.712 | 37.284                  | 33.455 | 19,3% | 32,4%           | 28,2% | 11,4x | 4,6x      | 5,9x  |  |
| CF Industries Holdings Inc            | Verenigde Staten    | 31 december  | 17.989                                  | 21.407   | 25,5%    | 5.528  | 11.104                  | 8.706  | 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  | 10.125                                  | 13.392   | 14,1%    | 14.050 | 21.634                  | 18.303 | 11,5% | 14,1%           | 10,4% | 7,9x  | 4,6x      | 7,4x  |  |
| Mosaic Co                             | Verenigde Staten    | 31 december  | 17.747                                  | 21.291   | 26,7%    | 10.448 | 20.557                  | 16.785 | 22,4% | 31,9%           | 27,6% | 8,1x  | 3,2x      | 4,5x  |  |
| Sesoda Corp                           | Taiwan              | 31 december  | 380                                     | 475  | n.b.     | 145    | 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  | 23.900                                  | 23.035   | n.b.     | 2.420  | n.b.                    | n.b.   | 32,4% | n.b.            | n.b.  | 26,1x | n.b.      | n.b.  |  |
| OCI NV                                | Nederland           | 31 december  | 6.948                                   | 10.058   | 12,1%    | 5.343  | 8.515                   | 6.713  | 25,9% | 37,1%           | 27,0% | 6,5x  | 3,1x      | 5,5x  |  |
| ICL Group Ltd                         | Israël              | 31 december  | 12.146                                  | 14.647   | 25,2%    | 5.881  | 9.897                   | 9.214  | 17,2% | 32,3%           | 25,6% | 12,9x | 4,5x      | 6,1x  |  |
| Agro                                  | Gemiddelde          |              | 16.472                                  | 21.994   | 19,9%    | 9.583  | 16.361                  | 14.882 | 23,2% | 26,9%           | 23,4% | 14,3x | 8,1x      | 7,6x  |  |
|                                       | Mediaan             |              | 11.136                                  | 14.020   | 22,1%    | 5.435  | 10.500                  | 8.960  | 18,2% | 32,1%           | 26,3% | 13,0x | 4,6x      | 6,1x  |  |
| <b>Industrial Solutions</b>           |                     |              |   |  |          |        |                         |        |       |                 |       |       |           |       |  |
| Orbia Advance Corporation SAB de CV   | Mexico              | 31 december  | 4.451                                   | 8.583  | 4,4%     | 7.426  | 8.119                   | 8.091  | 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  | 7,7%     | 3.443  | 3.820                   | 3.992  | 7,5%  | 8,5%            | 9,4%  | 14,3x | 12,1x     | 10,5x |  |
| Geberit AG                            | Zwitserland         | 31 december  | 16.337                                  | 16.610   | 7,3%     | 3.201  | 3.591                   | 3.689  | 26,1% | 24,2%           | 24,8% | 18,4x | 18,9x     | 17,9x |  |
| Genuit Group PLC                      | Verenigd Koninkrijk | 31 december  | 947                                     | 1.113  | 6,9%     | 691    | 758                     | 790    | 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          |              | 8.378                                   | 11.324   | 5,8%     | 12.315 | 13.305                  | 13.147 | 13,3% | 12,5%           | 12,4% | 10,3x | 10,0x     | 9,8x  |  |
|                                       | Mediaan             |              | 3.886                                   | 3.965  | 6,6%     | 3.443  | 3.820                   | 3.992  | 11,7% | 11,5%           | 10,5% | 8,3x  | 8,2x      | 8,5x  |  |
| <b>Niet-weerhouden</b>                |                     |              |   |  |          |        |                         |        |       |                 |       |       |           |       |  |
| <b>Bio-valorization</b>               |                     |              |   |  |          |        |                         |        |       |                 |       |       |           |       |  |
| Darling Ingredients Inc               | Verenigde Staten    | 01 januari   | 10.553                                  | 12.153   | 19,7%    | 4.009  | 5.421                   | 5.748  | 11,3% | 18,2%           | 22,3% | 23,9x | 12,2x     | 9,4x  |  |
| Nitta Gelatin Inc                     | Japan               | 31 maart     | 79                                      | 133  | 7,6%     | 245    | 266                     | 283    | 4,7%  | 4,7%            | 4,9%  | 12,7x | 11,2x     | 10,0x |  |
| Bio-valorization                      | Gemiddelde          |              | 5.316                                   | 6.143  | 13,7%    | 2.127  | 2.844                   | 3.015  | 8,0%  | 11,5%           | 13,6% | 18,3x | 11,7x     | 9,7x  |  |
|                                       | Mediaan             |              | 5.316                                   | 6.143  | 13,7%    | 2.127  | 2.844                   | 3.015  | 8,0%  | 11,5%           | 13,6% | 18,3x | 11,7x     | 9,7x  |  |
| <b>T-power</b>                        |                     |              |   |  |          |        |                         |        |       |                 |       |       |           |       |  |
| 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  |  |

<sup>22</sup> Bron: Refinitiv Eikon. Weergegeven financiële cijfers in de analyse zoals gerapporteerd, post-IFRS16

| Tessenderlo Group  | Financiële projecties - Business Plan |                      |                  |         |        |         |                      |                  |         |        |         |                      |                  |         |        |
|--|---------------------------------------|----------------------|------------------|---------|--------|---------|----------------------|------------------|---------|--------|---------|----------------------|------------------|---------|--------|
|  | 2021A                                 |                      |                  |         |        | 2022B   |                      |                  |         |        | 2023B   |                      |                  |         |        |
|  | Agro                                  | Industrial Solutions | Bio-valorization | T-power | OOD    | Agro    | Industrial Solutions | Bio-valorization | T-power | OOD    | Agro    | Industrial Solutions | Bio-valorization | T-power | OOD    |
| EUR miljoen  |                                       |                      |                  |         |        |         |                      |                  |         |        |         |                      |                  |         |        |
| REBIT  | 126,9                                 | 56,1                 | 48,3             | 15,4    | -23,0  | 155,6   | 58,7                 | 78,5             | 21,8    | -23,8  | 108,1   | 37,5                 | 55,6             | 14,6    | -23,3  |
| x OW/ REBIT multiple                                     | 13,0x                                 | 8,3x                 | 18,3x            | 14,2x   | 10,2x  | 4,6x    | 8,2x                 | 11,7x            | 9,6x    | 6,9x   | 6,1x    | 8,5x                 | 9,7x             | 8,7x    | 7,7x   |
| Ondernemingswaarde per segment                           | 1.645,4                               | 463,5                | 885,7            | 218,2   | -234,0 | 710,7   | 481,4                | 916,1            | 208,7   | -164,9 | 663,6   | 319,7                | 538,6            | 126,9   | -178,2 |
| - Netto schuld brug (Incl. leaseverplichtingen)          |                                       |                      |                  |         |        |         |                      | -181,0           |         |        |         |                      |                  |         |        |
| Eigenvermogenswaarde Tessenderlo Group                   |                                       |                      | 2.797,9          |         |        |         |                      | 1.971,0          |         |        |         |                      | 1.289,6          |         |        |
| /Uitstaande aandelen (#m)                                |                                       |                      |                  |         |        |         |                      | 43,2             |         |        |         |                      |                  |         |        |
| Geïmpliceerde Aandeelprijs (EUR)                         |                                       |                      | 64,83            |         |        |         |                      | 45,67            |         |        |         |                      | 29,88            |         |        |
| Relatieve waardering % premie ten opzichte van EUR 40,59 |                                       |                      | -37,4%           |         |        |         |                      | -11,1%           |         |        |         |                      | 35,8%            |         |        |
| De geïmpliceerde multiples van de DCF waardering         |                                       |                      | 2021A            |         |        |         |                      | 2022B            |         |        |         |                      | 2023B            |         |        |
| EUR miljoen  | Agro                                  | Industrial Solutions | Bio-valorization | T-power | OOD    | Agro    | Industrial Solutions | Bio-valorization | T-power | OOD    | Agro    | Industrial Solutions | Bio-valorization | T-power | OOD    |
| Ondernemingswaarde per segment                           | 1.222,2                               | 477,7                | 424,0            | 223,3   | -243,4 | 1.222,2 | 477,7                | 424,0            | 223,3   | -243,4 | 1.222,2 | 477,7                | 424,0            | 223,3   | -243,4 |
| Geïmpliceerde x OW/ REBIT multiple                       | 9,6x                                  | 8,5x                 | 8,8x             | 14,5x   | 10,6x  | 7,9x    | 8,1x                 | 5,4x             | 10,2x   | 10,2x  | 11,3x   | 12,7x                | 7,6x             | 15,3x   | 10,5x  |
| - Netto schuld brug (Excl. leaseverplichtingen)          |                                       |                      |                  |         |        |         |                      | -127,0           |         |        |         |                      |                  |         |        |
| Eigenvermogenswaarde Tessenderlo Group                   |                                       |                      |                  |         |        |         |                      | 1.976,8          |         |        |         |                      |                  |         |        |
| /Uitstaande aandelen (#m)                                |                                       |                      |                  |         |        |         |                      | 43,2             |         |        |         |                      |                  |         |        |
| Geïmpliceerde Aandeelprijs (EUR)                         |                                       |                      |                  |         |        |         |                      | 45,81            |         |        |         |                      |                  |         |        |
| Relatieve waardering % premie ten opzichte van EUR 40,59 |                                       |                      |                  |         |        |         |                      | -11,4%           |         |        |         |                      |                  |         |        |

Bovenstaande tabellen tonen de OW/ REBITDA en OW/ REBIT *multiples* van de Referentiegroepen op basis van de historische BJ2021A cijfers en de geraamde cijfers voor BJ2022E en BJ2023E. De *multiples* worden berekend op basis van de financiële gegevens in de lokale munteenheid om eventuele wisselkoerseffecten<sup>23</sup> te vermijden.

De mediane OW/ REBITDA en OW/ REBIT *multiples* werden berekend voor de bedrijven binnen de *Agro, Bio-valorization, Industrial Solutions* en *T-Power* segmenten voor 2021, 2022 en 2023 en nadien toegepast op de historische REBITDA en REBIT cijfers voor BJ2021A en de geprojecteerde REBITDA en REBIT cijfers (o.b.v. het business plan) van de overeenkomstige segmenten van de Tessengerlo Group voor respectievelijk BJ2022E en BJ2023E. Voor de berekening van de intrinsieke waarde en de geïmpliceerde aandeleprijs o.b.v. de '*multiples*', is het deel van de REBITDA en REBIT cijfers dat niet aan een divisie toe te schrijven viel en bijgevolg onder het OOD segment omvat, 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/ REBITDA multiples van 3,7x voor het Agro segment en 5,2x voor het Industrial Solutions segment op. Wanneer toegepast op de verwachte REBITDA 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/ REBITDA 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/ REBITDA multiples van 5,0x voor het Agro segment en 5,5x voor het Industrial Solutions segment op. Wanneer toegepast op de verwachte REBITDA 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/ REBITDA 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/ REBIT multiples van 4,6x voor het Agro segment en 8,2x voor het Industrial Solutions segment op. Wanneer toegepast op de verwachte REBIT 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/ REBIT multiples (van -1,0x tot +1,0x)

---

<sup>23</sup> 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. De weergegeven multiples van de referentiegroep zijn berekend in lokale munteenheid. Door wisselkoerseffecten kan een lichte afwijking ontstaan ten opzichte van de berekening van de multiples van de referentiegroep in euro.

resulteert in een vork voor de ondernemingswaarde van EUR 555,1 miljoen tot EUR 866,3 miljoen voor het Agro segment en van EUR 422,7 miljoen tot EUR 540,1 miljoen voor het Industrial Solutions segment;

- In 2023 levert deze analyse mediane OW/ REBIT multiples van 6,1x voor het Agro segment en 8,5x voor het Industrial Solutions segment op. Wanneer toegepast op de verwachte REBIT 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/ REBIT 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 Group is, gezien het een markt-gebaseerde methode is en deze methode ook gebruikt wordt door analisten en investeerders.

***Niet weerhouden:***

- In 2021 levert deze analyse mediane OW/ REBITDA multiples, 8,4x voor het Agro segment, 5,5x voor het Industrial Solutions segment, 10,7x voor het Bio-valorization segment, 5,2x voor het T-Power segment en 6,6x voor het OOD segment op. Wanneer toegepast op de gerealiseerde REBITDA cijfers van Tessengerlo Group NV voor Agro (EUR 157,7 miljoen), Industrial Solutions (EUR 82,6 miljoen), Bio-valorization (EUR 82,0 miljoen), T-Power (EUR 53,0 miljoen) en OOD (EUR -20,9 miljoen), bekomt men een ondernemingswaarde voor Agro, Industrial Solutions, Bio-valorization, T-Power en OOD van respectievelijk EUR 1.328,1 miljoen, EUR 454,5 miljoen, EUR 878,3 miljoen, EUR 277,7 miljoen en EUR -137,0 miljoen. De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de mediane OW/ REBITDA multiples (van -1,0x tot +1,0x) resulteert in een vork voor de ondernemingswaarde van EUR 1.170,4 miljoen tot EUR 1.485,8 miljoen voor het Agro segment, van EUR 371,9 miljoen tot EUR 537,1 miljoen voor het Industrial Solutions segment, van EUR 796,3 miljoen tot EUR 960,3 miljoen voor Bio-valorization segment, van EUR 224,7 miljoen tot EUR 330,7 miljoen voor T-Power en van EUR -116,1 miljoen tot EUR -157,9 miljoen voor OOD;
- In 2022 levert deze analyse mediane OW/ REBITDA 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 REBITDA 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/ REBITDA 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 2021 levert deze analyse mediane OW/ REBIT multiples, 13,0x voor het Agro segment, 8,3x voor het Industrial Solutions segment, 18,3x voor het Bio-valorization segment, 14,2x voor het T-Power segment en 10,2x voor het OOD segment op. Wanneer toegepast op de gerealiseerde REBIT cijfers van Tessenderlo Group NV voor, Agro (EUR 126,9 miljoen), Industrial Solutions (EUR 56,1 miljoen), Bio-valorization (EUR 48,3 miljoen), T-Power (EUR 15,4 miljoen) en OOD (EUR -23,0 miljoen), bekomt men een ondernemingswaarde voor Agro, Industrial Solutions, Bio-valorization, T-Power en OOD van respectievelijk EUR 1.645,4 miljoen, EUR 463,5 miljoen, EUR 885,7 miljoen, EUR 218,2 miljoen en EUR -234,0 miljoen. De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de mediane OW/ REBIT multiples (van -1,0x tot +1,0x) resulteert in een vork voor de ondernemingswaarde van EUR 1.518,5 miljoen tot EUR 1.772,3 miljoen voor het Agro segment, van EUR 407,4 miljoen tot EUR 519,6 miljoen voor het Industrial Solutions segment, van EUR 837,4 miljoen tot EUR 934,0 miljoen voor Bio-valorization segment, van EUR 202,8 miljoen tot EUR 233,6 miljoen voor T-Power en van EUR -211,0 miljoen tot EUR -257,0 miljoen voor OOD;
- In 2023 levert deze analyse mediane OW/ REBITDA 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 REBITDA cijfers van Tessenderlo 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/ REBITDA 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/ REBIT 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 REBIT cijfers van Tessenderlo 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/ REBIT 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/ REBIT 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 REBIT cijfers van Tessenderlo 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/ REBIT 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 de 2021 multiples, kwam de analyse op basis van mediane 2021 OW/ REBITDA multiples en 2021 OW/ REBIT multiples tot een ondernemingswaarde van respectievelijk EUR 2.801,6 miljoen en EUR 2.978,9 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 intrinsieke waarde op van EUR 2.620,6 miljoen op basis van 2021 OW/ REBITDA multiples en EUR 2.797,9 miljoen op basis van 2021 OW/ REBIT multiples. Gebaseerd op een totaal aantal aandelen van 43.154.979, leidt dit tot een intrinsieke waarde van EUR 60,73 per aandeel op basis van 2021 OW/ REBITDA multiples en EUR 64,83 per aandeel op basis van 2021 OW/ REBIT multiples. De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de mediane 2021 OW/ REBITDA multiples van (-1,0x en +1,0x) resulteert in een vork voor de intrinsieke waarde van EUR 2.266,2 miljoen tot EUR 2.975,0 miljoen of een intrinsieke waarde per aandeel van EUR 52,51 tot EUR 68,94. De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de mediane 2021 OW/ REBIT multiples van (-1,0x en +1,0x) resulteert in een vork voor de intrinsieke waarde van EUR 2.574,2 miljoen tot EUR 3.021,6 miljoen of een intrinsieke waarde per aandeel van EUR 59,65 tot EUR 70,02.

Indien bovenstaande analyse weerhouden zou geweest zijn voor elk segment, kwam de analyse op basis van mediane 2022 OW/ REBITDA multiples en 2023 OW/ REBITDA 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 intrinsieke waarde op van EUR 1.942,2 miljoen op basis van 2022 OW/ REBITDA multiples en EUR 1.570,4 miljoen op basis van 2023 OW/ REBITDA 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/ REBITDA multiples en EUR 36,39 per aandeel op basis van 2023 OW/ REBITDA multiples. De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de mediane 2022 OW/ REBITDA multiples van (-1,0x en +1,0x) resulteert in een vork voor de intrinsieke waarde van EUR 1.516,7 miljoen tot EUR 2.367,7 miljoen of een intrinsieke waarde per aandeel van EUR 35,15 tot EUR 54,86. De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de mediane 2023 OW/ REBITDA multiples van (-1,0x en +1,0x) resulteert in een vork voor de intrinsieke waarde van EUR 1.238,0 miljoen tot EUR 1.902,8 miljoen of een 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/ REBIT multiples en 2023 OW/ REBIT 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 intrinsieke waarde op van EUR 1.971,0 miljoen op basis van 2022 OW/ REBIT multiples en EUR 1.289,6 miljoen op basis van 2023 OW/ REBIT 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/ REBIT multiples en EUR 29,88 per aandeel op basis van 2023 OW/

REBIT *multiples*. De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de mediane 2022 OW/ REBIT *multiples* van (-1,0x en +1,0x) resulteert in een vork voor de intrinsieke waarde van EUR 1.680,2 miljoen tot EUR 2.261,8 miljoen of een intrinsieke waarde per aandeel van EUR 38,93 tot EUR 52,41. De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de mediane 2023 OW/ REBIT *multiples* van (-1,0x en +1,0x) resulteert in een vork voor de intrinsieke waarde van EUR 1.097,1 miljoen tot EUR 1.482,2 miljoen of een intrinsieke waarde per aandeel van EUR 25,42 tot EUR 34,34.



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 intrinsieke waarde 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):**

|   |                |
|---|----------------|
| <b>Netto schuld brug ('000 euro)</b>  |                |
| <b>Netto financiële kasmiddelen / (schuld)</b>  | <b>35.377</b>  |
| Geldmiddelen en kasequivalenten   | 39.425         |
| Rentedragende financiële verplichtingen op meer dan één jaar                          | (866)          |
| Rentedragende financiële verplichtingen op ten hoogste één jaar                       | (3.182)        |
| <b>Voorzieningen</b>  | <b>(8.232)</b> |
| Korte termijn voorzieningen   | (3.984)        |
| Pensioen & overige personeelsvoorzieningen  | (4.248)        |
| <b>Netto belastingsschulden</b>   | <b>2.102</b>   |
| Uitgestelde belastingverplichtingen   | (6.032)        |
| Uitgestelde belastingvorderingen  | 8.134          |
| <b>Correcties en herclassificaties</b>  | <b>11.000</b>  |
| Banknota's in overige vorderingen   | 11.000         |
| <b>Activa aangehouden voor verkoop</b>  | <b>217</b>     |
| <b>Aandelen Rieter Holding AG (15,2%)</b>   | <b>89.751</b>  |
| <b>Totaal ondernemingswaarde aanpassingen (inclusief IFRS 16 leaseverplichtingen)</b> | <b>130.215</b> |
| Correctie voor IFRS16 schuldvoorzieningen   | 2.000          |
| <b>Totaal ondernemingswaarde aanpassingen (exclusief IFRS 16 leaseverplichtingen)</b> | <b>132.215</b> |

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 waarderingmethode, de enige weerhouden waarderingmethode 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 dubbel telling te vermijden.

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

#### Actualisering van de toekomstige vrije operationele cashflows

De DCF-waarderingmethode 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 waarderingdatum 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 omzetzak 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. Naast de groei in Weaving, verwacht Tessenderlo Group NV tevens een aanhoudende groei in Picanol's Industries activiteiten, in belangrijke mate omwille van aanhoudende vraag naar de high-tech producten van PsiControl en de reshoring trend van Azië naar Europa, en in mindere mate door een stijging in omzet van Proferro en Melotte. 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% (t.a.v. een CAGR van 3,0% inclusief

BJ2022E). Dit verhoudt zich tot een CAGR over de periode BJ2023E-BJ2027E van 0,4% (t.a.v. een CAGR van 4,1% inclusief BJ2022E) voor Tessenderlo Group. Tessenderlo Group NV is van mening dat Tessenderlo Group trager zal groeien over de expliciete planningsperiode in vergelijking met de Picanol activiteiten. Dit aangezien Tessenderlo Group NV in het merendeel van de activiteiten sterker afhankelijk is van veranderingen in onderliggende grondstofprijzen dan Picanol, dat zijn prijszetting kan handhaven dankzij het technologie-voordeel ten opzichte van andere producenten in de markt. Zoals eerder toegelicht, verwacht het management van Tessenderlo Group NV minder gunstige marktomstandigheden in de vorm van dalende verkoopprijzen in de segmenten waarin het actief is. 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 gebruikelijke 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. De analistenverwachtingen voor de Picanol activiteiten exclusief de Tessenderlo Group NV resultaten zijn bekomen door de Tessenderlo Group verwachtingen af te trekken van de geconsolideerde Picanol Group NV verwachtingen. Dit leidt tot een analistenverwachting van de omzet met een CAGR over de periode BJ2022E-BJ2023E die 5,0% bedraagt (t.a.v. een verwachte CAGR van -1,5% over dezelfde periode in het business plan). De groeivoeten verhouden zich ten opzichte van een CAGR van -9,2% in de periode BJ2017A-BJ2019A en 17,5% in de periode BJ2020A-BJ2021A. De omzet in de periode BJ2017A-BJ2021A werd negatief geïmpacteerd door het handelsconflict tussen de VS en China, wat zorgde voor een grote onzekerheid bij Picanol's klanten (2019), alsook door de Covid-19 crisis in 2020;

- Het management verwacht dat de REBITDA marge zal dalen van 11,4% 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 REBITDA marge in BJ2023E naar 9,7% en naar 12,1% in BJ2024E. Daarna anticipeert het management een gestage stijging van de REBITDA 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 REBITDA marge geleidelijk zal normaliseren naar een niveau van 12,8% in BJ2031E. Dit verhoudt zich ten opzichte van een gerapporteerde REBITDA marge van 9,1% in BJ2019A, 10,3% in BJ2020A en 11,4% in BJ2021A<sup>24</sup>. De CAGR van de REBITDA over de expliciete planningsperiode (BJ2023E-BJ2027E) bedraagt 22,0% (t.a.v. een CAGR van 5,6% inclusief BJ2022E). Dit verhoudt zich tot een REBITDA CAGR van Tessenderlo Group over de periode BJ2023E-BJ2027E van -4,0% (t.a.v. een CAGR van -0,4% 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

---

<sup>24</sup> Jaarverslagen Picanol 2019-2021

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 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 lagere investeringsbudgetten over de periode BJ2025E-BJ2031E zijn te verklaren door de lagere investeringen in de overhead activiteiten. Dit mits de overhead investeringen voor deze periode betrekking hebben op onderhoudsuitgaven aan het nieuwbouw kantoor. Daar deze een nieuwbouw betreft, zijn er geen uitvoerige uitgaven voorzien in het business plan. 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 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 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 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 rente<sup>25</sup> van 1,36%, gebaseerd op de rente van Duitse staatsobligaties met een 10-jaar looptijd op 30 juni 2022;
  - een marktrisicopremie<sup>26</sup> van 5,50%;

---

<sup>25</sup> Bron: Bloomberg.

<sup>26</sup> Bron: KPMG – gebaseerd op de risicopremie voor mature markten.

- een bedrijfsspecifieke<sup>27</sup> premie van 1,86%, voor omvang en liquiditeit;
  - een landspecifiek premie van 0,6%<sup>28</sup>, voor notering van het aandeel in België. Naast het gegeven dat Picanol in België noteert, is Tessenderlo Group NV van mening dat Picanol als Belgische onderneming dient gewaardeerd te worden, daar het merendeel van de kosten in euro gemaakt worden, de productie voor het grootste deel in België plaatsvindt en de meeste van zijn werknemers in België tewerk gesteld zijn. Tessenderlo Group NV wijst er voor de volledigheid op dat Picanol een significant deel van de omzet realiseert in Azië en het tevens ook productievestigingen heeft in Roemenië en China. Tessenderlo Group NV heeft dezelfde landspecifieke premie toegepast voor de waardering van zowel Tessenderlo Group NV als Picanol, en heeft daarbij dus geen verschillende landspecifieke premie (voor Picanol en Tessenderlo Group NV) toegekend om rekening te houden met (mogelijks verschillende) risico's voor de landen waarin men actief is;
  - het gehanteerde genormaliseerde belastingtarief voor de bepaling van de WACC, alsook de berekening van de jaarlijkse vennootschapsbelasting<sup>29</sup> 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 1,13<sup>30</sup>
- Op basis van de CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) methode voor het bepalen van de kost van het eigenvermogen, leiden bovenstaande elementen tot een kost van het eigenvermogen van 9,99% en een WACC van 9,99%. Zoals hierboven toegelicht bestaat de gehanteerde WACC voor de waardering van Picanol uitsluitend uit de kost van het eigen vermogen.
  - De Terminale Waarde wordt berekend door toepassing van de Gordon-Shapiro methodologie op de genormaliseerde vrije kasstroom in BJ2031E, gebaseerd op de volgende veronderstellingen:
    - 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 . Tessenderlo Group NV verwacht echter niet dat de machinebouw sector significant

---

<sup>27</sup> Bron: Duff & Phelps international Guide to Cost of Capital (2018). De bedrijfsspecifieke premie van 1,86% is bepaald op basis van de intrinsieke waarde van Picanol op basis van de DCF analyse vóór incorporatie van een bedrijfsspecifieke premie. Vervolgens is op basis van de intrinsieke waarde uit deze analyse, aan de hand van een iteratief proces, de bedrijfsspecifieke premie bepaald.

<sup>28</sup> Bron: Damodaran (2022)

<sup>29</sup> Bron: Deze belastingvoet ligt in lijn met de gemiddelde belastingvoet over de voorbije boekjaren.

<sup>30</sup> Bron: Schuldenvrije beta in de *machinery* industrie volgens Damodaran (januari 2022)

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 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 Tessenderlo 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 intrinsieke waarde 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 Tessenderlo Group NV aandelen). Inclusief de 21.860.003 Tessenderlo Group NV aandelen die Picanol aanhoudt, en aan de intrinsieke waarde per Tessenderlo 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 intrinsieke waarde, en aldus de waarde per Picanol Aandeel (incl. 15,2% Rieter Holding AG aandelen en exclusief Tessenderlo Group NV aandelen), door de WACC met 0,50% en de terminale groeivoet met 0,25% te laten variëren.

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

|              |               | <b>Δ bestendige groeivoet (%)</b> |               |           |              |              |
|--------------|---------------|-----------------------------------|---------------|-----------|--------------|--------------|
|              |               | <b>-0,50%</b>                     | <b>-0,25%</b> | <b>0%</b> | <b>0,25%</b> | <b>0,50%</b> |
| <b>ΔWACC</b> | <b>-1,00%</b> | 902,1                             | 916,1         | 930,9     | 946,8        | 963,7        |
|              | <b>-0,50%</b> | 853,1                             | 865,0         | 877,7     | 891,1        | 905,4        |
|              | <b>0,00%</b>  | 809,5                             | 819,7         | 830,6     | 842,0        | 854,2        |
|              | <b>0,50%</b>  | 770,4                             | 779,3         | 788,6     | 798,4        | 808,9        |
|              | <b>1,00%</b>  | 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)**

|               |        | $\Delta$ bestendige groeivoet (%) |        |       |       |       |
|---------------|--------|-----------------------------------|--------|-------|-------|-------|
|               |        | -0,50%                            | -0,25% | 0%    | 0,25% | 0,50% |
| $\Delta$ 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 intrinsieke waarde 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 REBITDA marge met 1,00% en de groeivoet van de omzet met 0,50% te laten variëren doorheen de planningsperiode:

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

|                     |        | $\Delta$ REBITDA % |        |       |       |       |
|---------------------|--------|--------------------|--------|-------|-------|-------|
|                     |        | -1,00%             | -0,50% | 0%    | 0,50% | 1,00% |
| $\Delta$ 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%)**

|                     |        | $\Delta$ REBITDA % |        |       |       |       |
|---------------------|--------|--------------------|--------|-------|-------|-------|
|                     |        | -1,00%             | -0,50% | 0%    | 0,50% | 1,00% |
| $\Delta$ 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 intrinsieke waarde 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.

*Niet weerhouden waarderingsmethoden en analyses die context geven bij de Ruilverhouding*

*Multiples* vastgesteld bij geselecteerde vergelijkbare transacties

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 waarderingsmethode gaat ervan uit dat de waarderings*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 Group actief is met haar verschillende segmenten, zijnde *Agro*, *Bio-valorization*, *Industrial Solutions* en *T-Power*. Voor Tessengerlo Group NV is een periode van 10 jaar in beschouwing genomen, ten opzichte van een periode van 5 jaar in de analyse van Picanol. Dit omwille van het feit dat er voor Bio-valorization geen beschikbare multiples weerhouden zijn over de voorbije 5 jaar, en de oefening daardoor uitgebreid is tot 10 jaar. Omwille van consistentie is daarom beslist voor alle segmenten van Tessengerlo Group NV een periode van 10 jaar in beschouwing te nemen. De selectie bevat transacties in Europa en de Verenigde Staten.



**Multiples van vergelijkbare transacties<sup>31</sup>:**

| Aankondigingsdatum          | Doelvennootschap                           | Biederbedrijf  | Transactiewaarde<br>(EUR miljoen) | OW/ omzet | OW/ EBITDA | OW/ EBIT |
|-----------------------------|--|--|-----------------------------------|-----------|------------|----------|
| <b>Niet-weerhouden</b>      |  |  |                                   |           |            |          |
| <b>Agro</b>                 |  |  |                                   |           |            |          |
| 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                              | Uralkchem 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     |
| <b>Industrial Solutions</b> |  |  |                                   |           |            |          |
| 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                | Wienberger 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    |
| <b>Niet-weerhouden</b>      |  |  |                                   |           |            |          |
| <b>Bio-valorization</b>     |  |  |                                   |           |            |          |
| 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.     |
| <b>T-power</b>              |  |  |                                   |           |            |          |
| 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            | Energy Development GmbH                                      | 100                               | 6,5x      | 8,2x       | 13,3x    |
| 26/04/2018                  | T-Power N.V.                               | Tessenderlo 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                  | Severn 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     |

<sup>31</sup> Bron: Mergermarket

Aangezien de transactiemultiples worden toegepast op historische cijfers heeft Tessengerlo Group NV de transactiemultiples toegepast op de BJ2021A cijfers van de overeenkomstige divisies van Tessengerlo Group NV. Het deel van de REBITDA 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/ REBITDA multiples van alle transacties in de referentiegroep. Er werden alleen OW/ REBITDA multiples toegepast, omdat de toepasbaarheid van de OW/Omzet en OW/ REBIT multiples beperkt wordt door de winstmargeverschillen tussen de verschillende doelwitten per bedrijfssegment.

#### **Berekening aandelprijs op basis van geselecteerde transacties:**

| Tessengerlo Group  | Gerealiseerde cijfers |                      |                  |         |        |
|--|-----------------------|----------------------|------------------|---------|--------|
|  | 2021A                 |                      |                  |         |        |
| EUR miljoen  | Agro                  | Industrial Solutions | Bio-valorization | T-power | OOD    |
| REBITDA  | 157,7                 | 82,6                 | 82,0             | 53,0    | -20,9  |
| x OW/ REBITDA 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 (Incl. leaseverplichtingen)          |                       |                      | -181,0           |         |        |
| Eigenvermogenswaarde Tessengerlo Group                   |                       |                      | 2.261,3          |         |        |
| /Uitstaande aandelen (#m)                                |                       |                      | 43,2             |         |        |
| Geïmpliceerde Aandelprijs (EUR)                          |                       |                      | 52,40            |         |        |
| Relatieve waardering % premie ten opzichte van EUR 40,59 |                       |                      | -22,5%           |         |        |

Deze analyse levert mediane OW/ REBITDA 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 REBITDA cijfers van Tessengerlo 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 intrinsieke waarde 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 Tessengerlo Group NV aandeel, of een premie van 22,5% t.o.v. de weerhouden intrinsieke waarde voor de Ruilverhouding (EUR 40,59 per Tessengerlo Group NV aandeel).

De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de OW/ REBITDA multiples (van -1,0x tot +1,0x) resulteert in een vork voor de intrinsieke waarde van EUR 1.977,7 miljoen tot EUR 2.544,8 miljoen of een intrinsieke waarde per Tessengerlo Group NV aandeel van 45,83 EUR tot 58,97 EUR.

Picanol

Om dezelfde redenen als hierboven in de analyse van multiples van vergelijkbare transacties voor Tessengerlo 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 enkel transacties in Europa, daar Picanol, verschillend van Tessenderlo Group NV, slechts beperkt in de VS actief is. De doelwitten in de vergelijkbare transacties zijn voornamelijk actief in machines voor de 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 REBITDA 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 intrinsieke waarde (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 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 +1,0x) resulteert in een vork voor de intrinsieke waarde van EUR 670,5 miljoen tot EUR 823,7 miljoen of een intrinsieke waarde per Picanol Aandeel van 37,39 EUR tot 45,88 EUR.

Tessengerlo Group NV is van mening dat een analyse van de OW/EBIT multiples op basis van slechts één beschikbare transactiemultiple geen adequate resultaten oplevert. Omwille van deze reden is er geen OW/EBIT multiples van vergelijkbare transacties analyse toegepast voor Picanol.

**Multiples van vergelijkbare transacties<sup>3233</sup> :**

| Aankondigingsdatum     | Doelvennootschap                         | Biederbedrijf     | Transactiewaarde (EUR miljoen) | OW/ Omzet | OW/ EBITDA | OW/ EBIT |
|------------------------|--|-------------------|--------------------------------|-----------|------------|----------|
| <b>Niet-weerhouden</b> |  |                   |                                |           |            |          |
| 13/08/2021             | Saurer Technologies GmbH, Accotex & Tecm | Rieter Holding AG | 300                            | 2,1x      | n.a.       | n.a.     |
| 04/01/2021             | Savio Macchine Tessili S.p.A.            | Vandewiele NV     | 267                            | 1,0x      | 12,4x      | n.a.     |
| 03/07/2017             | SSM Textile Machinery AG                 | Rieter Holding AG | 100                            | 1,2x      | 7,9x       | 8,4x     |
| Gemiddelde             |  |                   | 222                            | 1,4x      | 10,1x      | 8,4x     |
| Mediaan                |  |                   | 267                            | 1,2x      | 10,1x      | 8,4x     |

| Picanol Group  | Gerealiseerde cijfers |
|--|-----------------------|
|  | 2021A                 |
| EUR miljoen  |                       |
| REBITDA  | 76,1                  |
| x OW/ REBITDA 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. Tessengerlo Group) | 746,6                 |
| /Uitstaande aandelen (#m)                                    | 17,9                  |
| Gëmpliceerde Aandeelprijs (EUR)                              | 41,63                 |
| Relatieve waardering % premie ten opzichte van EUR 46,3      | 11,3%                 |

<sup>32</sup> Bron: Mergermarket

<sup>33</sup> IFRS16

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 projecties<sup>34</sup> 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<sup>35</sup> te vermijden.

Voor de waardering van de Picanol activiteiten (exclusief de Tessenderlo Group 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 Group). 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 REBITDA 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 beschrijving<sup>36</sup> 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

---

<sup>34</sup> De consensus financiële projecties zijn gebaseerd op brondata uit Refintiv. Deze consensus projecties zouden verschillen kunnen vertonen afhankelijk van de gebruikte databank.

<sup>35</sup> 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. De weergegeven *multiples* van de referentiegroep zijn berekend in lokale munteenheid. Door wisselkoerseffecten kan er een lichte afwijking zijn ten opzichte van de berekening van de *multiples* van de referentiegroep in euro.

<sup>36</sup> Beschrijvingen zijn gebaseerd op publiek informatie beschikbaar op de website en in de jaarverslagen

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 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 BJ2021A levert deze analyse mediane OW/ REBITDA *multiples* van 10,8x op. Wanneer toegepast op de REBITDA cijfers van Picanol (excl. Tessenderlo Group NV) (EUR 76,1 miljoen), bekomt men een ondernemingswaarde van EUR 825,0 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 intrinsieke waarde (incl. 15,2% Rieter Holding AG aandelen – na inbreng van de 3,8% in Rieter Holding AG door Oostiep Group BV) van EUR 955,2 miljoen op. Gebaseerd op een totaal aantal aandelen van 17.931.766 leidt dit tot een intrinsieke waarde van 53,27 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).

De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de OW/ REBITDA *multiples* (van -1,0x tot +1,0x) resulteert in een vork voor de intrinsieke waarde van EUR 879,1 miljoen tot EUR 1.031,3 miljoen of een intrinsieke waarde per Picanol Aandeel van 49,02 EUR tot 57,51 EUR.

Voor BJ2022B levert deze analyse mediane OW/EBITDA *multiples* van 5,9x op. Wanneer toegepast op de REBITDA cijfers van Picanol (excl. Tessenderlo 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 intrinsieke waarde (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 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. Tessenderlo Group NV aandelen).

De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de OW/EBITDA *multiples* (van –1,0x tot +1,0x) resulteert in een vork voor de intrinsieke waarde van EUR 326,1 miljoen tot EUR 406,2 miljoen of een 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 REBITDA cijfers van Picanol (excl. Tessenderlo 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 intrinsieke waarde (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 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. Tessenderlo 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 van EUR 407,2 miljoen tot EUR 533,6 miljoen of een intrinsieke waarde per Picanol Aandeel van 22,71 EUR tot 29,76 EUR.

Voor BJ2021A levert deze analyse mediane OW/ REBIT *multiples* van 17,3x op. Wanneer toegepast op de REBIT cijfers van Picanol (excl. Tessenderlo Group NV) (EUR 63,3 miljoen), bekomt men een ondernemingswaarde van EUR 1.095,6 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 intrinsieke waarde (incl. 15,2% Rieter Holding AG aandelen – na inbreng van de 3,8% in Rieter Holding AG door Oostiep Group BV) van EUR 1.225,8 miljoen op. Gebaseerd op een totaal aantal aandelen van 17.931.766 leidt dit tot een intrinsieke waarde van 68,36 EUR per Picanol Aandeel.

De toepassing van een gevoeligheidsanalyse op de OW/ REBIT *multiples* (van –1,0x tot +1,0x) resulteert in een vork voor de intrinsieke waarde van EUR 1.162,5 miljoen tot EUR 1.289,1 miljoen of een intrinsieke waarde per Picanol Aandeel van 64,83 EUR tot 71,89 EUR.

Voor BJ2022B levert deze analyse mediane OW/ REBIT *multiples* van 10,0x op. Wanneer toegepast op de REBIT 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 intrinsieke waarde (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/ REBIT *multiples* (van –1,0x tot +1,0x) resulteert in een vork voor de intrinsieke waarde van EUR 330,6 miljoen tot EUR 375,0 miljoen of een intrinsieke waarde per Picanol Aandeel van 18,43 EUR tot 20,91 EUR.

Voor BJ2023B levert deze analyse mediane OW/ REBIT *multiples* van 8,8x op. Wanneer toegepast op de REBIT cijfers van Picanol (excl. Tessengerlo 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 intrinsieke waarde (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/ REBIT *multiples* (van -1,0x tot +1,0x) resulteert in een vork voor de intrinsieke waarde van EUR 516,2 miljoen tot EUR 615,0 miljoen of een 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 Aandeel<sup>373839</sup>:**

| Venootschap                                 | Land        | Jaareinde   | Marktkapitalisatie<br>(Euro in miljoen) | Ondernemings<br>waarde<br>(Euro in<br>miljoen) | CAGR<br>omzet | Omzet (Euro in miljoen) |       |       | REBITDA marge (%) |        |       | OW/ REBITDA |       |        |
|---|-------------|-------------|---|--|---------------|-------------------------|-------|-------|-------------------|--------|-------|-------------|-------|--------|
|   |             |             |   |  |               | 21 - '23                | 2021  | 2022  | 2023              | 2021   | 2022  | 2023        | 2021  | 2022   |
| <b>Niet-weerhouden</b>                      |             |             |   |  |               |                         |       |       |                   |        |       |             |       |        |
| <b>Machinebouw voor de textielindustrie</b> |             |             |   |  |               |                         |       |       |                   |        |       |             |       |        |
| Oerlikon                                    | Zwitserland | 31 december | 2.266                                   | 2.908  | 5,6%          | 2.450                   | 2.808 | 2.916 | 16,7%             | 16,8%  | 17,1% | 6,5x        | 6,0x  | 5,7x   |
| Lakshmi                                     | India       | 31 maart    | 1.169                                   | 1.072  | 20,8%         | 321                     | 428   | 498   | 7,2%              | 10,0%  | 12,1% | 43,3x       | 24,9x | 17,7x  |
| Rieter                                      | Zwitserland | 31 december | 514                                     | 800  | 21,4%         | 896                     | 1.429 | 1.412 | 7,7%              | 9,7%   | 11,2% | 10,8x       | 5,7x  | 5,0x   |
| Shima Seiki                                 | Japan       | 31 maart    | 515                                     | 376  | 11,9%         | 226                     | 239   | 270   | (11,8%)           | (6,8%) | 1,6%  | n.a.        | n.a.  | 106,6x |
| Juki  | Japan       | 31 december | 147                                     | 668  | n.a.          | 780                     | n.b.  | n.b.  | 6,7%              | n.a.   | n.a.  | 16,4x       | n.a.  | n.a.   |
|   |             | Gemiddelde  | 922                                     | 1.165  | 14,9%         | 935                     | 1.226 | 1.274 | 5,3%              | 7,4%   | 10,5% | 19,2x       | 12,2x | 33,8x  |
|   |             | Mediaan     | 515                                     | 800  | 16,3%         | 780                     | 929   | 955   | 7,2%              | 9,9%   | 11,6% | 13,6x       | 6,0x  | 11,7x  |
|   |             | Gemiddelde  | 976                                     | 1.459  | 13,5%         | 1.376                   | 2.119 | 2.164 | 10,4%             | 13,2%  | 14,1% | 11,2x       | 5,9x  | 5,4x   |
| Zonder outliers                             |             | Mediaan     | 514                                     | 800  | 13,5%         | 896                     | 2.119 | 2.164 | 7,7%              | 13,2%  | 14,1% | 10,8x       | 5,9x  | 5,4x   |

<sup>37</sup> Omwille van de sterk verschillende waarden bekomen voor Lakshmi en Shima Seiki, 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

<sup>38</sup> Bron: Refinitiv Eikon. Weergegeven financiële cijfers in de analyse zoals gerapporteerd, post-IFRS16

<sup>39</sup> 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. De weergegeven multiples van de referentiegroep zijn berekend in lokale munteenheid. Door wisselkoerseffecten kan er een lichte afwijking aanwezig zijn ten opzichte van de berekening van de multiples van de referentiegroep in Euro.

| Picanol Group   | Financiële projecties - Business Plan |        |       |
|---|---------------------------------------|--------|-------|
|   | 2021A                                 | 2022B  | 2023B |
| EUR miljoen   |                                       |        |       |
| REBITDA   | 76,1                                  | 40,0   | 63,2  |
| x OW/ REBITDA multiple  | 10,8x                                 | 5,9x   | 5,4x  |
| Ondernemingswaarde  | 825,0                                 | 235,9  | 340,2 |
| + Netto financiële kasmiddelen (schuld) (incl. leaseverplichtingen) |                                       | 130,2  |       |
| Eigenvermogenswaarde Picanol Group (excl. Tessenderlo Group)        | 955,2                                 | 366,2  | 470,4 |
| /Uitstaande aandelen (#m)   |                                       | 17,9   |       |
| Geïmpliceerde Aandeepprijs (EUR)                                    | 53,27                                 | 20,42  | 26,23 |
| Relatieve waardering % premie ten opzichte van EUR 46,3             | -13,0%                                | 126,8% | 76,6% |
| De geïmpliceerde multiples van de DCF waardering                    | 2021A                                 | 2022B  | 2023B |
| EUR miljoen   |                                       |        |       |
| Ondernemingswaarde  | 698,3                                 | 698,3  | 698,3 |
| Geïmpliceerde x OW/ REBITDA multiple                                | 9,2x                                  | 17,4x  | 11,0x |
| + Netto financiële kasmiddelen (schuld) (excl. leaseverplichtingen) |                                       | 132,2  |       |
| Eigenvermogenswaarde Picanol Group (excl. Tessenderlo Group)        |                                       | 830,6  |       |
| /Uitstaande aandelen (#m)   |                                       | 17,9   |       |
| Geïmpliceerde Aandeepprijs (EUR)                                    |                                       | 46,32  |       |
| Relatieve waardering % premie ten opzichte van EUR 46,3             |                                       | 0,0%   |       |

## Verhandelingsmultiples OW/ REBIT van de Referentiegroepen en berekening geïmpliceerde prijs van een Picanol Aandeel<sup>4041</sup>:

| Vennootschap                                 | Land        | Jaareinde   | Marktkapitalisatie<br>(Euro in miljoen) | Ondernemings                   |               | Omzet (Euro in miljoen) |       |       | REBIT marge (%) |      |       | OW/ REBIT |       |       |
|--|-------------|-------------|---|--------------------------------|---------------|-------------------------|-------|-------|-----------------|------|-------|-----------|-------|-------|
|  |             |             |   | waarde<br>(Euro in<br>miljoen) | CAGR<br>omzet | 21 - '23                | 2021  | 2022  | 2023            | 2021 | 2022  | 2023      | 2021  | 2022  |
| <b>Niet-weerhouden</b>                       |             |             |   |                                |               |                         |       |       |                 |      |       |           |       |       |
| <b>Machinedbouw voor de textielindustrie</b> |             |             |   |                                |               |                         |       |       |                 |      |       |           |       |       |
| Oerlikon                                     | Zwitserland | 31 december | 2.266                                   | 2.908                          | 5,6%          | 2.450                   | 2.808 | 2.916 | 8,6%            | 9,4% | 9,9%  | 12,7x     | 10,7x | 9,8x  |
| Lakshmi                                      | India       | 31 maart    | 1.169                                   | 1.072                          | 20,8%         | 321                     | 428   | 498   | 6,1%            | 8,3% | 10,5% | 51,4x     | 30,2x | 20,4x |
| Rieter                                       | Zwitserland | 31 december | 514                                     | 800                            | 21,4%         | 896                     | 1.429 | 1.412 | 3,9%            | 6,0% | 7,2%  | 22,0x     | 9,3x  | 7,8x  |
| Shima Seiki                                  | Japan       | 31 maart    | 515                                     | 376                            | 11,9%         | 226                     | 239   | 270   | n.a.            | n.a. | n.a.  | n.a.      | n.a.  | n.a.  |
| Juki   | Japan       | 31 december | 147                                     | 668                            | n.a.          | 780                     | n.b.  | n.b.  | n.a.            | n.a. | n.a.  | n.a.      | n.a.  | n.a.  |
|  |             | Gemiddelde  | 922                                     | 1.165                          | 14,9%         | 935                     | 1.226 | 1.274 | 6,2%            | 7,9% | 9,2%  | 28,7x     | 16,7x | 12,7x |
|  |             | Mediaan     | 515                                     | 800                            | 16,3%         | 780                     | 929   | 955   | 6,1%            | 8,3% | 9,9%  | 22,0x     | 10,7x | 9,8x  |
| Zonder outliers                              |             | Gemiddelde  | 861                                     | 1.188                          | 13,0%         | 1.088                   | 1.492 | 1.533 | 6,2%            | 7,7% | 8,6%  | 17,3x     | 10,0x | 8,8x  |
|  |             | Mediaan     | 515                                     | 734                            | 11,9%         | 838                     | 1.429 | 1.412 | 6,2%            | 7,7% | 8,6%  | 17,3x     | 10,0x | 8,8x  |

| Picanol Group   | Financiële projecties - Business Plan |        |       |
|---|---------------------------------------|--------|-------|
|   | 2021A                                 | 2022B  | 2023B |
| EUR miljoen   |                                       |        |       |
| REBIT   | 63,3                                  | 22,2   | 49,4  |
| x OW/ REBIT multiple  | 17,3x                                 | 10,0x  | 8,8x  |
| Ondernemingswaarde  | 1.095,6                               | 222,6  | 435,4 |
| + Netto financiële kasmiddelen (schuld) (incl. leaseverplichtingen) |                                       | 130,2  |       |
| Eigenvermogenswaarde Picanol Group (excl. Tessenderlo Group)        | 1.225,8                               | 352,8  | 565,6 |
| /Uitstaande aandelen (#m)   |                                       | 17,9   |       |
| Geïmpliceerde Aandeelprijs (EUR)                                    | 68,36                                 | 19,67  | 31,54 |
| Relatieve waardering % premie ten opzichte van EUR 46,3             | -32,2%                                | 135,4% | 46,9% |
| De geïmpliceerde multiples van de DCF waardering                    | 2021A                                 | 2022B  | 2023B |
| EUR miljoen   |                                       |        |       |
| Ondernemingswaarde  | 698,3                                 | 698,3  | 698,3 |
| Geïmpliceerde x OW/ REBIT multiple                                  | 11,0x                                 | 31,4x  | 14,1x |
| + Netto financiële kasmiddelen (schuld) (excl. leaseverplichtingen) |                                       | 132,2  |       |
| Eigenvermogenswaarde Picanol Group (excl. Tessenderlo Group)        |                                       | 830,6  |       |
| /Uitstaande aandelen (#m)   |                                       | 17,9   |       |
| Geïmpliceerde Aandeelprijs (EUR)                                    |                                       | 46,32  |       |
| Relatieve waardering % premie ten opzichte van EUR 46,3             |                                       | 0,0%   |       |

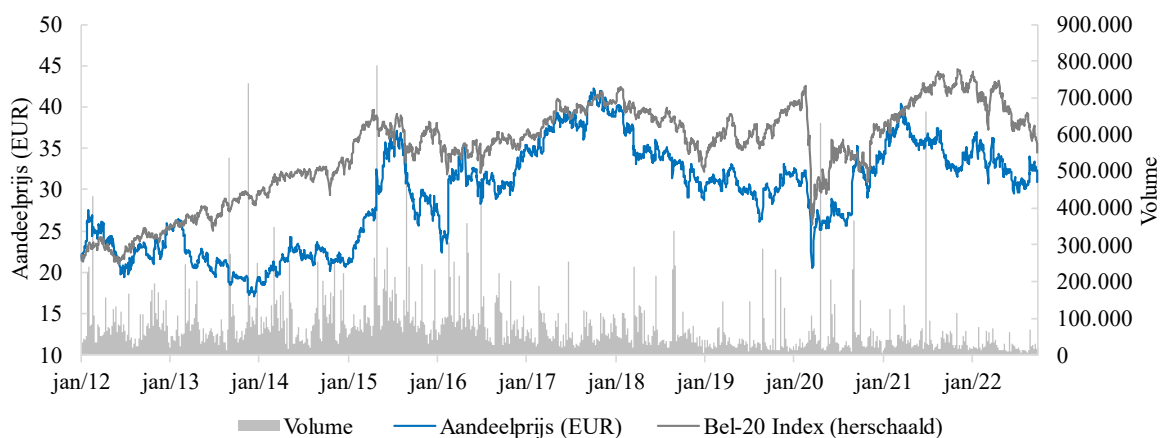
<sup>40</sup> Omwille van de sterk verschillende waarden bekomen voor Lakshmi en Shima Seiki, worden de multiples van deze onderneming aanschouwd als buitengewoon (*outliers*), en bij gevolg niet weerhouden in de berekening van de gemiddelde en mediane multiples van de Referentiegroep

<sup>41</sup> Bron: Refinitiv Eikon. Weergegeven financiële cijfers in de analyse zoals gerapporteerd, post-IFRS16

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 voor de periode van 1 januari 2012 tot en met 26 september 2022, alsook van de belangrijkste gebeurtenissen over dezelfde periode. Alsook geeft de grafiek een vergelijking weer met de Bel-20 Index. Deze is herschaald naar de aandelprijs van Tessenderlo Group NV aandelen en de Picanol aandelen op de eerste dag van de weergegeven periode, zijnde 2 januari 2012.

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



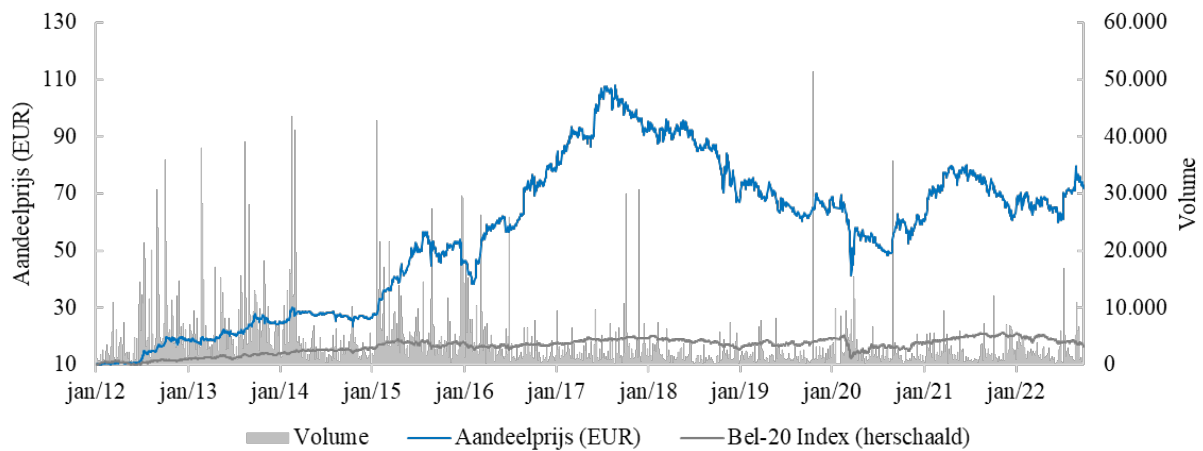
De belangrijkste evoluties van de koers van het Tessenderlo Group NV Aandeel sinds 1 januari 2012 worden hieronder toegelicht.

- 14 november 2013: Tessenderlo Group NV (toen Tessenderlo Chemie) waarschuwt voor de verwachte winst over 2013 ten gevolge van sterke competitie in de dierlijke zijstroom 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 Tessengerlo.

- juli 2019: Invoering van een loyauteitsstemrecht in overeenstemming met artikel 7:53 WvV.
- 19 december 2019: Tessengerlo 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 Tessengerlo Group NV bezit.
- 26 augustus 2021: Tessengerlo Group NV publiceert halfjaarcijfers met daarin een groei in omzet en Adjusted EBITDA van respectievelijk 9,2% en 1,5%.
- 15 oktober 2021: Tessengerlo 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 Tessengerlo (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: Tessengerlo Group NV kondigt aan dat zijn dochteronderneming Tessengerlo Kerley, Inc. (TKI), een nieuwe fabriek gaat bouwen in Defiance, Ohio (VS) om de Eastern Great Lakes regio te bedienen. Daarnaast kondigde Tessengerlo 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).
- 24 februari 2022: Tessengerlo neemt de Franse plastic buizen activiteiten van Wienerberger Group over.
- 22 juni 2022: Tessengerlo 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).
- 16 september 2022: Tessengerlo Group heeft een vergunning ontvangen voor de bouw van een tweede gascentrale van 900MW. Tessengerlo Group bereidt zich voor op de veiling van het capaciteitsremuneratiemechanisme (CRM) die plaats vindt eind september 2022.

### 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 Group 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 agrosegment 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 15.573.168 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 |         |       | Aandeelprijs Tessenderlo Group (EUR) |
|--------------------|--------|----------------------------------|---------|-------|---|---------|-------|---|---------|-------|--------------------------------------|
|                    |        | 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% | 29,75                                |
| 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%   |         |       | 29,75                                |

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 aandeelprijzen 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 53,0% t.o.v. VWAP voor de maand t.e.m. 7 juli 2022;
- een premie van 46,9% t.o.v. VWAP voor de 3 maanden t.e.m. 7 juli 2022;
- een premie van 44,1% t.o.v. VWAP voor de 6 maanden t.e.m. 7 juli 2022;
- een premie van 41,5% 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 Commissie<sup>42</sup> 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 aanwezigheid van een(zelfde) referentie-aandehouder, 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

<sup>42</sup> European Commission External Study by ISS, Sherman & Sterling and ECGI, Report on the Proportionality Principle in the European Union, 2006



respectievelijke aandelenkoersen. Gezien de koersvorming geen accuraat beeld vormt van de onderliggende waarde van elk van de aandelen, is deze methode niet weerhouden.

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 24 maart 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            |
| <b>Gemiddelde</b>  |                                |             | <b>41,00</b>     |
| Intrinsieke waarde per aandeel premie/(korting) op gemiddelde richtkoers |                                |             | -1,0%            |
| Intrinsieke waarde per aandeel premie/(korting) op maximum richtkoers    |                                |             | -15,4%           |
| Intrinsieke waarde per aandeel premie/(korting) op minimum richtkoers    |                                |             | 26,8%            |

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

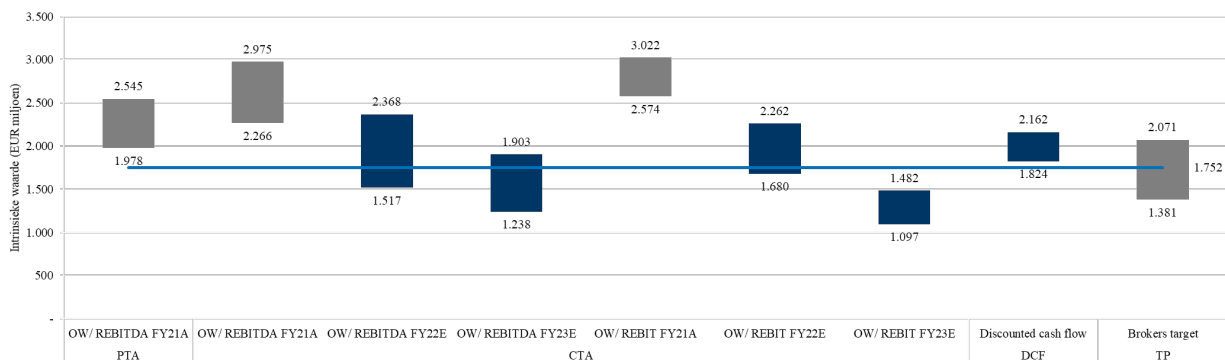
In de zes maanden voorafgaand aan de datum van de Intentie Aankondiging, volgde slechts één financiële analist (KBC Securities) Picanol op en publiceerde hij een nota of een rapport, inclusief een richtkoers voor de aandelen. Zijn meest recente rapport vóór de datum van de Intentie Aankondiging dateert 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.

#### Conclusie

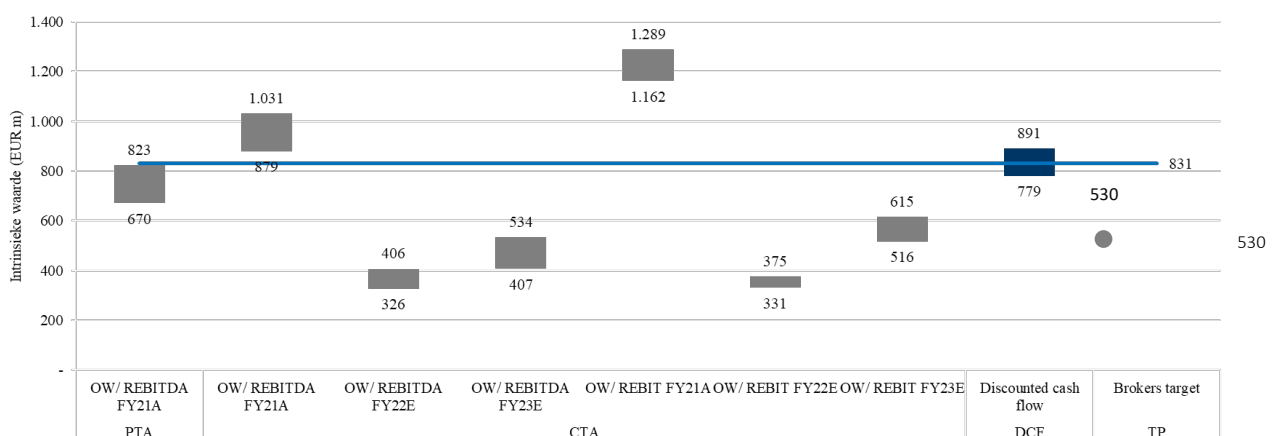
Voor de duidelijkheid bieden onderstaande voetbalvelddiagrammen van respectievelijk Tessenderlo Group NV en Picanol (inclusief 15,2% Rieter Holding AG aandelen en exclusief Tessenderlo Group NV aandelen) een samenvatting van de gepresenteerde waarderinganalyses en referentiepunten voor elk van beide genoemde ondernemingen. Beide diagrammen geven weer hoe de intrinsieke waarden van zowel Tessenderlo Group NV als Picanol bepaald zijn. De blauwe balken geven de waarderingvorken weer op basis van de weerhouden waarderingmethoden, terwijl de grijze

grafieken de waarden weergeven van niet-weerhouden methoden. De blauwe lijn geeft de weerhouden waardering mee voor het bepalen van de Ruilverhouding. Betreffend de verhandelingsmultiples voor Tessenderlo Group NV, dient er opgemerkt te worden dat enkel de waardering van het Agro en Industrial Solutions segment weerhouden wordt. Zoals hierboven besproken, worden de waarderingvorken voor de *multiples* van vergelijkbare transacties en verhandelingsmultiples bepaald door een gevoeligheidsanalyse (van -1,0x tot +1,0x) toe te passen op de OW/ REBITDA en OW/ REBIT multiples. De waarderingvork voor de DCF analyse werd bepaald door de toegepaste WACC en toegepaste terminale groeivoet te laten variëren in een gevoeligheidsanalyse van respectievelijk +0,50% en -0,25% tot -0,50% en +0,25%. De weergegeven brokers target voor de Picanol Group activiteiten zonder de Tessenderlo Group NV activiteiten werd berekend door de waarde van de Tessenderlo Group aandelen aangehouden door Picanol Group NV, bepaald aan de hand van de broker target voor Tessenderlo Group van dezelfde analist op dezelfde datum als de broker target voor Picanol Group NV, af te trekken van de waarde van Picanol Group NV volgens de broker target.

### Voetbalvelddiagram intrinsieke waarden Tessenderlo Group NV<sup>43</sup>:



### Voetbalvelddiagram intrinsieke waarden Picanol (inclusief 15,2% Rieter Holding AG aandelen en exclusief Tessenderlo Group NV aandelen)<sup>44</sup>:



<sup>43</sup> 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.

<sup>44</sup> 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.

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. Er dient opgemerkt te worden dat voor het *Industrial Solutions* segment de mediane verhandelingsmultiples weerhouden worden. Voor het Agro segment zijn de verhandelingsmultiples bepaald op basis van de bovenkant van de vork in de gevoeligheidsanalyses, zijnde de mediane verhandelingsmultiples vermeerderd met 1,0x. Tessenderlo Group NV weerhoudt deze methode om enerzijds rekening te houden met het sterke track-record van Tessenderlo Group's Agro activiteiten en anderzijds voor de relatief lage multiples die de Referentiegroep van het Agro segment vertoont als gevolg van de sterke toename in REBITDA van de peer group voor BJ2022E en BJ2023E. De REBITDA groei van Tessenderlo Group NV voor BJ2022E voor het Agro segment is relatief minder groot in vergelijking met de peer group, terwijl het Agro segment van Tessenderlo Group NV een sterk track-record van stabiele winstgroei heeft vertoond over de voorbije jaren. Bijgevolg is Tessenderlo Group NV van mening dat een premie in het Agro segment ten opzichte van de peer group gerechtvaardigd is. In het *Industrial Solutions* segment is deze discrepantie minder uitgesproken, waardoor een premie ten opzichte van de peer group niet werd toegepast.

#### **Bepaling van de intrinsieke waarde per Tessenderlo Group NV aandeel:**

| Tessenderlo Group (EUR miljoen)        |                               |  |  |                       |
|--|-------------------------------|--|--|-----------------------|
| Segment                                | Weerhouden waarderingmethoden | Bepaling van de weerhouden waarden in de waarderingvork  | Beschouwde waarderingen  | Weerhouden waardering |
| Agro                                   | CTA analyse                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• OW/ REBITDA 22E + 1,0x</li> <li>• OW/ REBIT 22E + 1,0x</li> <li>• OW/ REBITDA 23E + 1,0x</li> <li>• OW/ REBIT 23E + 1,0x</li> </ul> | 891 }<br>866 }<br>847 }<br>772 } <span style="margin-left: 20px;">} 844</span> | 1.033                 |
|  | DCF                           | Middenste punt uit de sensitiviteitsanalyse  | 1.222  |                       |
| Bio-valorization                       | DCF                           | Middenste punt uit de sensitiviteitsanalyse  | 424  | 424                   |
| Industrial Solutions                   | CTA analyse                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• OW/ REBITDA 22E</li> <li>• OW/ REBIT 22E</li> <li>• OW/ REBITDA 23E</li> <li>• OW/ REBIT 23E</li> </ul>                             | 450 }<br>481 }<br>369 }<br>320 } <span style="margin-left: 20px;">} 405</span> | 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).

## Berekening van de intrinsieke waarde per Picanol Group aandeel van EUR 95,80:

| Uitstaande aandelen Picanol Group voor de berekening van de prijs per aandeel |  | In EUR miljoen, tenzij anders aangegeven |
|---|--|--|
| (A)   |  | 830,6                                    |
|   | - inbreng van 3,8% Rieter Holding AG door Oostiep Group BV   | (22,2)                                   |
| (B)   |  | 808,3                                    |
|   | Intrinsieke waarde Tessenderlo Group   | 1.751,5                                  |
|   | Aandeelhouderschap Picanol Group in Tessenderlo Group  | 50,65%                                   |
| (C)   |  | 1.695,6                                  |
|   | Picanol Group aandelen voor inbreng van de 3,8% Rieter Holding AG door Oostiep Group BV                                | 17,7                                     |
| (C) in EUR per aandeel  |  | 95,80                                    |
|   | Inbreng van de 3,8% Rieter Holding AG door Oostiep Group BV  | (22)                                     |
| / (C) in EUR per aandeel  |  | 95,80                                    |
|   | Nieuwe uit te geven aandelen Picanol Group voor de inbreng van de 3,8% in Rieter Holding AG door Oostiep Group BV      | 0,2                                      |
|   | <b>Totaal aantal uitaande aandelen Picanol Group na inbreng van de 3,8% in Rieter Holding AG door Oostiep Group BV</b> | <b>17,9</b>                              |
| Berekening prijs per aandeel Picanol Group                                    |  | In EUR miljoen, tenzij anders aangegeven |
| (A)   |  | 830,6                                    |
|   | Intrinsieke waarde Tessenderlo Group   | 1.751,5                                  |
|   | Aandeelhouderschap Picanol Group in Tessenderlo Group  | 50,65%                                   |
| (D)   |  | 1.717,8                                  |
|   | Picanol Group aandelen na CIK van 3,8% Rieter Holding AG door Oostiep Group BV   | 17,9                                     |
| (D) in EUR per aandeel  |  | 95,80                                    |

### Legende

- (A) Intrinsieke waarde Picanol Group excl. Tessenderlo Group aandelen, incl. 15,2% Rieter Holding AG aandelen – na inbreng van de 3,8% in Rieter Holding AG door Oostiep Group BV  
 (B) Intrinsieke waarde Picanol Group excl. Tessenderlo Group aandelen, incl. 15,2% Rieter Holding AG aandelen – voor inbreng van de 3,8% in Rieter Holding AG door Oostiep Group BV  
 (C) Intrinsieke waarde Picanol Group incl. Tessenderlo Group aandelen, incl. 15,2% Rieter Holding AG aandelen – voor inbreng van de 3,8% in Rieter Holding AG door Oostiep Group BV  
 (D) Intrinsieke waarde Picanol Group incl. Tessenderlo Group aandelen, incl. 15,2% Rieter Holding AG aandelen – na inbreng van de 3,8% in Rieter Holding AG door Oostiep Group BV

|  |       | Intrinsieke waarde 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  |        |
| Intrinsieke waarde 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 |        |

### 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:

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:**

|                                      |       |       | Intrinsieke waarde 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 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Ruilverhouding                       |       |       | 39,35   | 40,74 | 42,13 | 43,53 | 44,92 | 46,32 | 47,71 | 49,11 | 50,50 | 51,89 | 53,29 |
| Intrinsieke waarde Tessenderlo Group | 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  |

Tot besluit en na verschillende waarderingsmethodes te hebben geanalyseerd, leidend tot de intrinsieke waarden per Picanol Aandeel en per Tessenderlo Group NV aandeel van respectievelijk 95,80 EUR en 40,59 EUR, is Tessenderlo Group NV overtuigd dat een Ruilverhouding van 2,36 Tessenderlo Group NV aandelen per aangeboden Picanol Aandeel een aantrekkelijke en faire Ruilverhouding inhoudt. Dit verhoudt zich tot een Ruilverhouding van de Onafhankelijke Expert van 2,30 Tessenderlo Group NV aandelen per aangeboden Picanol Aandeel waarbij de intrinsieke waarden per Picanol Aandeel en per Tessenderlo Group NV aandeel respectievelijk 98,2 EUR en 42,7 EUR bedragen.

**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, zoals weergegeven in de sectie *verantwoording van de Ruilverhouding*. 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, daar waar dit in het persbericht van 8 juli 2022 2,43 Tessenderlo Group NV aandelen voor 1 aandeel Picanol bedroeg.