



TESSENDERLO CHEMIE NV

**Verslag van de commissaris over de
kapitaalverhoging door inbreng in natura in
Tessengerlo Chemie NV overeenkomstig artikel 602
van het Wetboek van vennootschappen**

15 december 2015

VERSLAG VAN DE COMMISSARIS OVER DE KAPITAALVERHOOGING DOOR INBRENG IN NATURA IN TESSENDERLO CHEMIE NV OVEREENKOMSTIG ARTIKEL 602 VAN HET WETBOEK VAN VENNOOTSCHAPPEN

1. Identificatie van de verrichting

De Raad van Bestuur van Tessenderlo Chemie NV (de "Vennootschap"), met maatschappelijke zetel gevestigd te Troonstraat 130, B-1050 Brussel (België) en met ondernemingsnummer BE 0412.101.728 stelt een kapitaalverhoging voor door inbreng in natura van alle aandelen die het maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigen van de vennootschap Picanol Group NV, met maatschappelijke zetel te Steverlyncklaan 15, 8900 Ieper, ingeschreven bij het rechtspersonenregister te Gent, afdeling Ieper ("Picanol Group"). Deze inbreng wordt hierna genoemd de "Inbreng".

Deze inbreng kadert en wordt voorgesteld in uitvoering van de "Contribution Agreement" die op 15 december 2015 is gesloten tussen Picanol NV (Picanol), Verbrugge NV (Verbrugge), Picanol Group en de Vennootschap. Deze Contribution Agreement wordt hierna genoemd de "Overeenkomst".

Het maatschappelijk kapitaal van de Vennootschap op heden vóór de Inbreng bedraagt EUR 214.749.614,39 en wordt vertegenwoordigd door 42.859.156 aandelen op naam zonder aanduiding van nominale waarde. Vanaf datum van ons verslag, tot op datum van de algemene vergadering die over deze Inbreng dient te beraadslagen, kan het kapitaal en het aantal aandelen desgevallend nog vermeerderen met het bedrag van kapitaalsverhogingen en het aantal aandelen die zouden worden uitgegeven ingevolge de uitoefening van warrants onder de bestaande door de Vennootschap uitgegeven warrantenplannen.

Op grond van artikel 602 van het Wetboek van vennootschappen, is de Raad van Bestuur verantwoordelijk voor het opstellen van een bijzonder verslag waarin het belang voor de Vennootschap van zowel de Inbreng en de voorgestelde kapitaalverhoging wordt uiteengezet, en waarin, in voorkomend geval, de redenen worden toegelicht voor het afwijken van de conclusies van de commissaris. Meer in het bijzonder is de Raad van Bestuur verantwoordelijk voor de waardering van de Inbreng en voor de bepaling van de vergoeding als tegenprestatie daarvoor.

Het ontwerp bijzonder verslag van de Raad van Bestuur, opgenomen in bijlage A, voorziet in een verhoging van het maatschappelijk kapitaal van de Vennootschap voor een bedrag van EUR 129.099.257,88 met uitgifte van 25.765.286 nieuwe aandelen Tessenderlo Chemie NV als vergoeding voor de Inbreng, op basis van de fractiewaarde van de bestaande aandelen, en een verhoging van de uitgiftepremie voor een bedrag van EUR 682.507.242,12. Het maatschappelijk kapitaal van de Vennootschap zal aldus gebracht worden op EUR 343.848.872,27 vertegenwoordigd door 68.624.442 aandelen op naam zonder aanduiding van nominale waarde (desgevallend te vermeerderen met het aantal aandelen en het bedrag van de kapitaalsverhogingen die zullen worden uitgegeven en vastgesteld ingevolge de mogelijke uitoefening van warrants onder de bestaande door de Vennootschap uitgegeven warrantenplannen).

De nieuwe aandelen zullen worden toegekend, volledig volstort, voor wat betreft 24.495.445 nieuwe aandelen aan Picanol en 1.269.841 nieuwe aandelen aan Verbrugge.

Uit de bespreking met de bestuurders en uit de lezing van het ontwerp van het bijzonder verslag, begrijpen wij dat de Raad van Bestuur deze kapitaalverhoging door inbreng in natura als volgt rechtvaardigt:

“Door de voorgestelde inbreng van de huidige industriële activiteiten van de groep Picanol in de Vennootschap wordt een belangrijke industriële groep Picanol Tessenderlo Group NV gevormd, met vergrote schaal en wereldwijde activiteiten.

Een nieuw opgerichte vennootschap Picanol Group zal de industriële activiteiten van de groep Picanol omvatten. Het kapitaal van Tessenderlo zal met de inbreng van de aandelen van deze nieuwe vennootschap verhoogd worden.

Picanol Tessenderlo Group zal uit vier segmenten bestaan: de Tessenderlo-segmenten Agro, Bio-valorization en Industrial Solutions, en het segment Machines & Technologies van Picanol.

Picanol Tessenderlo Group zal actief zijn in meer dan 100 landen wereldwijd en een omzet van ongeveer 2 miljard euro en een REBITDA van ruim 200 miljoen euro realiseren.

Het is de ambitie van Picanol Tessenderlo Group om in elk segment zijn toonaangevende marktpositie te versterken en een duurzame winstgevendheid te verzekeren. Zo zullen de oorspronkelijke Tessenderlo segmenten de expertise en de aanwezigheid van Picanol in emergent markten kunnen gebruiken. Daarnaast zal de commerciële en operationele ervaring in de verschillende werelddelen een belangrijke ondersteunende factor zijn voor verdere groei.

Duurzame ontwikkeling zal een alomvattende prioriteit blijven, zoals zowel Tessenderlo als Picanol in recente jaren hebben nagestreefd, steunend op het succesvol identificeren van opportuniteiten en het stapsgewijs verbeteren van de operationele prestaties. De efficiënte R&D-aanpak en innovatiecultuur van Picanol en een gemeenschappelijke sourcingpolitiek kunnen bijdragen tot de gecombineerde rentabiliteit van de nieuwe industriële groep.

Een goed inzicht in en monitoring van de bestaande diverse segmenten zal Picanol Tessenderlo Group in staat stellen om zijn middelen efficiënter toe te kennen aan de verschillende activiteiten en de aanwezige synergiën uit te werken. De vrije kasstroom gegenereerd door Picanol Tessenderlo Group, zijnde de samenvoeging van de middelen gegenereerd in de huidige Tessenderlo Group en de huidige Picanol activiteit, zal stabiel worden en op termijn toenemen zodat de afhankelijkheid van een volatiele kredietmarkt zal afnemen. Dit zal Picanol Tessenderlo Group in staat stellen om ook in moeilijker marktomstandigheden te blijven investeren in talent, groei (M&A en organisch) en innovatie (R&D).

In dit opzicht is het belangrijk op te merken dat de huidige activiteit van Picanol gedurende de afgelopen vijf jaar een sterke EBIT(DA) prestatie heeft vertoond die consistente FCF generatie aanstuurt, zoals wordt weergegeven in de onderstaande grafieken.

....

Gelet op de grotere totale marktkapitalisatie en aantrekkelijke liquiditeit van de aandelen in de markt zal Picanol Tessenderlo Group daarnaast ook toegang krijgen tot een breder spectrum van financiële investeerders. Op de kapitaalmarkten zal Picanol Tessenderlo Group betere voorwaarden kunnen bedingen bij het aangaan van nieuwe financieringen.

De verwachte rentabiliteit en toekomstige kasstroom van de groep zullen de mogelijkheid bieden om een dividendpolitiek voor te stellen aan de aandeelhouders van Picanol Tessenderlo Group, die tegelijk rekening zal houden met de duurzame groei die Picanol Tessenderlo Group nastreeft.

De nieuwe gediversifieerde groep kan rekenen op ruim 7.000 sterke en toegewijde medewerkers die bredere mogelijkheden krijgen voor hun toekomst doorheen de verschillende segmenten van de Picanol Tessenderlo Group. Bovendien zal Picanol Tessenderlo Group, met grotere schaal en bekendheid, beter in staat zijn om nieuw talent aan te trekken, te ontwikkelen en te behouden. De voorgestelde transactie zal geen impact hebben op de huidige tewerkstelling. Het management beschikt over een succesvolle track record inzake transformatie en ontwikkeling van bedrijven in verschillende sectoren, door het constant bevorderen van de ondernemersmentaliteit.

Een sterke Belgische verankering zal ten goede komen aan de creatie van aandeelhouderswaarde door de uitvoering van een industriële langetermijnstrategie.

De voorgestelde inbreng in natura van de Inbreng is het meest aangewezen om voormelde doelstellingen te verwezenlijken.

De inbreng en de daarmee gepaard gaande kapitaalverhoging zijn daarom in het belang van de Vennootschap.”

2. Opdrachtschrijving

De Raad van Bestuur van de Vennootschap heeft PwC Bedrijfsrevisoren bvba, in haar hoedanigheid als commissaris, vertegenwoordigd door Peter Van den Eynde BVBA op haar beurt vertegenwoordigd door zijn vaste vertegenwoordiger de heer Peter Van den Eynde, bedrijfsrevisor, de opdracht gegeven om verslag uit te brengen over de kapitaalverhoging door inbreng in natura en dit overeenkomstig art. 602 van het Wetboek van vennootschappen.

Artikel 602 van het Wetboek van vennootschappen stelt dat:

“Ingeval een kapitaalverhoging een inbreng in natura omvat, maakt de commissaris of, voor vennootschappen waar die er niet is, een bedrijfsrevisor aangewezen door de Raad van Bestuur, vooraf een verslag op.

Dat verslag heeft inzonderheid betrekking op de beschrijving van elke inbreng in natura en op de toegepaste methoden van waardering. Het verslag moet aangeven of de waardebeoordelingen waartoe deze methoden leiden, ten minste overeenkomen met het aantal en de nominale waarde of, bij gebreke van een nominale waarde, de fractiewaarde en, in voorkomend geval, met het agio van de tegen de inbreng uit te geven aandelen. Het verslag vermeldt welke werkelijke vergoeding als tegenprestatie voor de inbreng wordt verstrekt.

In een bijzonder verslag, waarbij het in het eerste lid bedoelde verslag wordt gevoegd, zet de Raad van Bestuur uiteen waarom zowel de inbreng als de voorgestelde kapitaalverhoging van belang zijn voor de vennootschap en eventueel ook waarom afgeweken wordt van de conclusies van het bijgevoegde verslag.

Het bijzondere verslag van de Raad van Bestuur en het bijgevoegde verslag worden neergelegd op de griffie van de rechtbank van koophandel, overeenkomstig artikel 75.

Wanneer tot verhoging van het kapitaal wordt besloten door de algemene vergadering, overeenkomstig artikel 581, worden de in het derde lid genoemde verslagen in de agenda vermeld. Een afschrift ervan kan worden verkregen overeenkomstig artikel 535.”

Wij hebben onze werkzaamheden gesteund op de normen inzake controle van inbreng in natura en quasi-inbreng, zoals uitgevaardigd door het Instituut van de Bedrijfsrevisoren. Deze normen vereisen dat wij:

- Nagaan of er geen overwaardering van de inbreng in natura of van het over te dragen bestanddeel heeft plaatsgehad.
- De werkelijke economische en financiële beweegredenen van de verrichting achter de formele voorstelling achterhalen, en de risico's verbonden aan de verrichting beoordelen.
- De door de partijen weerhouden methoden van waardering van elke inbreng in natura of van elk over te dragen bestanddeel en hun motivatie controleren alsmede de gepastheid van de door de partijen gedane keuze beoordelen.
- Nagaan of de waarden waartoe de waarderingen leiden, ten minste overeenkomen met het aantal en de nominale waarde, of indien er geen nominale waarde is, de fractiewaarde van de tegen de inbreng uit te geven aandelen, in voorkomend geval vermeerderd met de uitgiftepremie.
- Controleren of de inbrengers of overdragers bijzondere voordelen genieten die bijdragen tot de werkelijke vergoeding voor de inbreng in natura of voor de verkrijging.
- Ons oordeel over het geheel van de bestanddelen die samen de verkrijging uitmaken in ons besluit opnemen.

3. Uitgevoerde werkzaamheden

3.1. Beschrijving van de inbreng

De Inbreng bestaat uit de inbreng van alle 811.606.500 aandelen in Picanol Group bestaande uit het huidige aantal aandelen zijnde 61.500 en 811.545.000 aandelen die zullen worden gecreëerd ingevolge de hieronder vermelde inbrengen in Picanol Group van de bedrijfstukken van Picanol en van Verbrugge, en zullen worden ingebracht door:

- (i) Picanol, voor wat betreft alle 771.606.499 door haar gehouden aandelen in Picanol Group; en
- (ii) Verbrugge, voor wat betreft alle 40.000.001 door haar gehouden aandelen in Picanol Group.

Voorafgaand aan deze Inbreng en in uitvoering van de Overeenkomst zal de algemene vergadering van Picanol Group volgende verrichtingen dienen te hebben goedgekeurd, telkens onder opschortende voorwaarde van de goedkeuring van de Inbreng door de buitengewone algemene vergadering van de Vennootschap:

- De inbreng van de bedrijfstuk, zoals omschreven in bijlage 1a bij het ontwerp bijzonder verslag van de Raad van Bestuur (zie bijlage A bij dit verslag), in Picanol Group door Picanol, met maatschappelijke zetel te Steverlyncklaan 15, 8900 Ieper, ingeschreven bij het rechtspersonenregister te Gent, afdeling Ieper onder nummer 0405.502.362; en
- De inbreng van de bedrijfstuk, zoals omschreven in bijlage 1b bij het ontwerp bijzonder verslag van de Raad van Bestuur (zie bijlage A bij dit verslag), in Picanol Group door Verbrugge, met maatschappelijke zetel te Steverlyncklaan 15, 8900 Ieper, geregistreerd bij het rechtspersonenregister te Gent, afdeling Ieper onder nummer 0441.554.490.

Zoals reeds gemeld zijn de voorwaarden en uitvoeringsmodaliteiten van de geplande Inbreng en van de voorafgaande inbrengen van bedrijfstakken, omschreven in de Overeenkomst. Conform deze overeenkomst zal de Inbreng in de Vennootschap slechts geschieden indien bepaalde opschortende voorwaarden, zoals de afwezigheid van een materieel nadelig gevolg en de voltooiing door Picanol en Verbrugge van bepaalde belangrijke overdrachtsformaliteiten (zoals het vervullen van formaliteiten in verband met bodem en de overdracht van bepaalde bedrijfsvergunningen ("business licenses")) en andere formaliteiten (zoals het bekomen van een fiscale ruling), voorafgaandelijk aan de Inbreng vervuld zullen zijn, zoals gedetailleerd in de Overeenkomst.

Verder voorziet de Overeenkomst in een schadeloosstellingsmechanisme in geval van inbreuk op de beperkte verklaringen en waarborgen, aangepast aan de eigenheid van de betrokken ondernemingen en de wijze waarop de Transactie gestructureerd is, waarbij in het bijzonder:

- De door de Vennootschap ten aanzien van Picanol en Verbrugge verstrekte waarborgen in verband staan met de naleving van specifieke wetten (waaronder mededinging);
- De door Picanol en Verbrugge ten aanzien van de Vennootschap verstrekte verklaringen en waarborgen betrekking hebben op vrijwaringen verleend in verband met de overdracht van belangrijke activa, contracten, toelatingen en vergunningen.

3.2. *Toegepaste methoden van waardering*

Wij merken hierbij op dat de Raad van Bestuur verantwoordelijk is voor de waardering van de Inbreng en voor de vergoeding die wordt uitgekeerd.

Hoewel de Raad van Bestuur synergiën en efficiëntiewinsten anticipeert uit de bedrijfscombinatie van Picanol Group met Tessenderlo Chemie NV, wordt Picanol Group hierin gewaardeerd op een stand-alone basis.

De Vennootschap heeft de volgende waarderingmethoden in beschouwing genomen om de Inbreng te waarderen. De waarderingmethodologie wordt tevens verder in detail omschreven in bijlage 3 bij het ontwerp bijzonder verslag van de Raad van Bestuur (zie bijlage A bij dit verslag):

- **Discounted Cash Flow ("DCF") waarderingmethode**
 - Gericht op het vaststellen van de ondernemingswaarde door het verdisconteren van de toekomstige vrije kasstromen aan de gewogen kost van het kapitaal ("WACC"). Van de ondernemingswaarde worden de netto financiële schuld en schuld-achtige elementen in mindering gebracht (en cash-achtige elementen opgeteld) om de eigen vermogenswaarde te verkrijgen.
 - De waardering wordt sterk beïnvloed door de raming met betrekking tot de toekomstige prestaties van de ondernemingen, de WACC en de toekomstige groeiratio aangewend om de restwaarde te berekenen op basis van de "Gordon en Shapiro" methode.
- **Trading multiples van vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen**
 - Gericht op het vaststellen van de ondernemingswaarde door impliciete multiples van vergelijkbare overnames toe te passen op de kerncijfers.

- **Transactie multiples voor vergelijkbare overnames:**

- Gericht op het vaststellen van de ondernemingswaarde door multiples van vergelijkbare overnames toe te passen op de kerncijfers.
- Voor veel vergelijkbare overnames dient echter te worden opgemerkt dat geen multiples beschikbaar zijn, aangezien de overnamewaarde niet altijd bekend gemaakt werd of omdat de financiële informatie van de doelonderneming niet publiek beschikbaar is.
- Verder dient ook nog het volgende opgemerkt te worden:
 - (i) De overnames hebben plaatsgevonden om verschillende redenen, ofwel strategische ofwel financiële redenen;
 - (ii) De voor elke overname betaalde prijs kan afhankelijk zijn van andere overname-elementen (bv. de overnamestructuur, de verklaringen en waarborgen in de koop-verkoopovereenkomst, enz.);
 - (iii) Bij de beoordeling van de multiples van de voorgaande overnames dient rekening gehouden te worden met de heersende marktomstandigheden op het moment van dergelijke overnames.

De Raad van Bestuur is van mening dat de DCF waarderingmethode de beste benadering van de intrinsieke waarde oplevert, bijgevolg wordt deze methode als de meest relevante beschouwd. De trading en transactie multiples krijgen een middelmatige tot lage relevantie gezien de tekortkomingen van deze methodes (bv. verschillen in groei en winstgevendheid, tijdstip van transacties, synergiepotentieel, strategische waarde, etc.) en dienen hierdoor eerder als een referentiepunt voor de DCF waarderingmethode.

Twee bijkomende waarderingmethoden zijn voor informatiedoeleinden overwogen, doch werden niet weerhouden. Het betreft een waardering gebaseerd op enerzijds de meest recente richtkoersen, zoals gepubliceerd door financiële analisten; en anderzijds de historische beurskoersen.

We noteren dat in het kader van de waarderingstoetsing, een reconciliatie werd gemaakt met de actuele beurskoersen¹ (zoals verder in dit verslag toegelicht).

De resultaten van de waarderingen aan de hand van elke waarderingmethode worden in bijlage 3 bij het ontwerp bijzonder verslag van de Raad van Bestuur (zie bijlage A bij dit verslag) samengevat en hernomen in onderstaande tabellen:

Methode	Vork (1)	Eigen vermogenswaarde (m€)	Waarde per aandeel Picanol ⁽²⁾ NV(€)
DCF	Hoog	820	46,4
	Mid	746	42,1
	Laag	671	37,9
Trading	Hoog	780	44,0
	Mid	709	40,0
	Laag	638	36,0
Transactie	Hoog	814	46,0
	Mid	740	41,8
	Laag	666	37,6

(1) Waarderingsvorken zijn gebaseerd op een variatie van 10% op de mid-point van de waardering

(2) Zonder 13.482.812 Tessenderlo aandelen reeds aangehouden door Picanol en EUR 49,8 miljoen overtollige cash

¹ 52,69 EUR slotkoers 11 december 2015 Picanol NV en 26,41 EUR slotkoers 11 december 2015 Tessenderlo Chemie NV



Gebaseerd op de weerhouden waarderingmethodes en met een nadruk op de DCF waarderingmethode, wordt de volgende eigen vermogenswaarde vork weerhouden:

	Eigen vermogenswaarde (Mio EUR)	Waarde per aandeel Picanol^(*)NV(Mio EUR)
Hoog	823	46,5
Mid	743	42,0
Laag	664	37,5
Weerhouden waardering⁽¹⁾	811	45,85

(1) Waarderingsvorken zijn gebaseerd op een variatie van 10% op de mid-point van de waardering

(2) Zonder 13.482.812 Tessenderlo aandelen reeds aangehouden door Picanol en EUR 49.8 miljoen overtollige cash

Aan de hand van de waarderingmethodologie, wordt de waarde van de Inbreng door de Raad van Bestuur bepaald op EUR 811.606.500.

De door de Raad van Bestuur weerhouden inbrengwaarde houdt rekening met de activiteiten van de bedrijfstakken zoals omschreven in bijlage 1a en 1b bij het ontwerp bijzonder verslag van de Raad van Bestuur (zie bijlage A bij dit verslag). Activa en passiva die expliciet werden uitgesloten van de inbrengen van de bedrijfstak betreffen voornamelijk alle aandelen Tessenderlo Chemie NV en overtollige cash ten belope van EUR 49.800.000. We hebben voorts vastgesteld dat alle overige activa en passiva, zoals omschreven in bijlage 1a en 1b bij het ontwerp bijzonder verslag van de Raad van Bestuur (zie bijlage A bij dit verslag), die niet werden in overweging genomen in de waarderingsoefening en die uitgesloten activa en uitgesloten passiva zijn en derhalve niet worden overgedragen aan Picanol Group NV, geen impact hebben op de waardering.

De totale waarde van de Inbreng (ten bedrage van EUR 811.606.500) vertegenwoordigt een waarde verrekend per aandeel van het beursgenoteerde Picanol NV van EUR 45,85, hetgeen een netto-premie impliceert van 54,1% ten opzichte van de voor de waarde van de niet ingebrachte activa gecorrigeerde beurskoers van het aandeel Picanol NV die 29,76 EUR bedraagt (vertrekkende van de beurskoers van het aandeel Picanol NV per 11 december 2015, die EUR 52,69 bedroeg en na correctie van de overtollige cash voor een bedrag van EUR 49,8 miljoen en de reeds aangehouden aandelen in de Vennootschap). De berekening van de netto-premie kan als volgt worden samengevat:

Netto-premie ten opzichte van de voor de waarde van de niet ingebrachte activa gecorrigeerde beurskoers van het aandeel Picanol NV			
Eigen vermogenswaarde van de Inbreng verrekend per aandeel Picanol NV		Eigen vermogenswaarde van de Inbreng	
Vastgestelde inbrengwaarde van de Inbreng verrekend per aandeel Picanol NV (EUR)	45,85	Waardering van de Inbreng (EUR'000)	811.606
		Aantal in omloop zijnde aandelen Picanol NV	17.700.000
Netto-gecorrigeerde beurskoers van het aandeel Picanol NV (EUR)		Gecorrigeerde marktkapitalisatie (EUR'000)	
Koers van het aandeel Picanol NV*	52,69	Marktkapitalisatie*	932.613
Marktwaaarde per aandeel Picanol NV van de reeds door Picanol NV aangehouden aandelen Tessenderlo Chemie NV*	(20,12)	Marktwaaarde van de reeds door Picanol NV aangehouden aandelen Tessenderlo Chemie NV*	(356.014)
Overtollige Cash (€49,8 miljoen) verrekend per aandeel:	(2,81)	Overtollige Cash: €49,8 miljoen	(49.800)
Netto-gecorrigeerde beurskoers	29,76	Netto gecorrigeerde waarde	526.799
Netto-premie (%)	54,1%	Netto-premie (%)	54,1%
Netto-Premie (Absolute waarde) (EUR)	16,09	Netto-Premie (Absolute waarde) (EUR'000)	284.807

* Op basis van de respectievelijke slotkoers per 11 december 2015

Deze netto-premie kan worden verantwoord door het feit dat:

- Het aandeel Picanol een beperkte liquiditeit kent gezien haar "free float" van slechts 10%; hierbij kan worden verondersteld dat een illiquiditeitsdiscount van 15% à 20% vervat zit in de beurskoers;
- De waarde van de participatie in Tessenderlo Chemie NV onderhevig is aan een Holding-korting; hierbij kan worden verondersteld dat een Holding-discount van 10% à 15% op de beurskoers van Tessenderlo Chemie NV vervat zit in de beurskoers van het aandeel Picanol NV;
- De marktkennis van het aandeel Picanol eerder beperkt is, wat ook mogelijks het gevolg kan zijn van het feit dat het aandeel slechts door één analist gevolgd wordt.

Daarnaast wordt het bestaan van een premie tevens bevestigd op basis van beschikbare EV/EBIT-multiples van vergelijkbare ondernemingen.

De verklaringen die aan de basis liggen voor de netto-premie kunnen cijfermatig als volgt worden samengevat:

Verklaring van de netto-premie op basis van		
Illiquiditeits discount (15% à 20%)	vork (15 à 20%)	
deel van de Netto-Premie (absolute waarde) EUR'000	164.579	231.731
deel van de Netto-Premie (% absoluut)	31,2%	44,0%
Holding discount (10 à 15%) op het de marktwaarde van de reeds door Picanol aangehouden aandelen Tessenderlo Chemie NV	vork (10 à 15%)	
deel van de Netto-Premie (absolute waarde) EUR'000	35.601	53.076
deel van de Netto-Premie (% absoluut)	6,8%	10,1%
Andere verklaringen waaronder het feit dat de marktkennis over het aandeel Picanol mogelijk beperkt is mede door een zeer beperkte broker coverage		
deel van de Netto-Premie (absolute waarde) EUR'000	84.627	0*
deel van de Netto-Premie (% absoluut)	16,1%	0%*
Totaal verklaarde premie		
Netto-Premie (Absolute waarde) EUR'000	284.807	284.807
Netto-Premie (%)	54,1%	54,1%

* Illiquiditeits en holding discount verklaren reeds het volledige verschil. Het mathematisch negatief saldo (1.748 KEUR) werd hierbij toegerekend aan voorgaande discounts.

Het feit dat er (zoals hierboven toegelicht) sprake is van een netto-premie van 54,1% ten opzichte van de voor de waarde van de niet ingebrachte activa gecorrigeerde beurskoers van het aandeel Picanol NV, impliceert evenwel niet dat er een premie van 54,1% is t.o.v. van de beurskoers van het aandeel Picanol NV. Indien men de weerhouden waardering van de Inbreng verhoogt met de marktwaarde van de activa die niet door Picanol worden ingebracht (zijnde de overtollige cash van EUR 49,8 miljoen, en de reeds aangehouden aandelen in Tessenderlo Chemie NV) bekomt men verrekend per aandeel Picanol een waarde van EUR 68,78, hetgeen een zogenaamde bruto-premie impliceert van 30,5% ten opzichte van de beurskoers van Picanol dewelke per 11 december 2015 EUR 52,69 bedroeg.

De berekening van deze bruto-premie op de koers van het aandeel Picanol NV kan als volgt worden samengevat:

Bruto-premie t.o.v. de koers van het aandeel Picanol NV			
Beurskoers		Marktkapitalisatie	
Koers van het aandeel Picanol NV*	52,69	Marktkapitalisatie (EUR'000)	923.613
		Aantal in omloop zijnde aandelen Picanol NV	17.700.000
Bruto-gecorrigeerde beurskoers van het aandeel Picanol NV		Bruto-gecorrigeerde marktkapitalisatie van Picanol NV (EUR'000)	
Weerhouden inbrengwaarde van de Inbreng per aandeel Picanol NV	45,85	Inbrengwaarde van de Inbreng	811.606
Marktwaaarde per aandeel Picanol NV van de door Picanol NV aangehouden aandelen Tessenderlo Chemie NV*	20,12	Marktwaaarde van de door Picanol NV aangehouden aandelen Tessenderlo Chemie NV	356.014
Overtollige Cash (€49,8 miljoen) verrekend per aandeel:	2,81	Overtollige Cash: €49,8 miljoen	49.800
Bruto-gecorrigeerde waarde	68,78	Bruto-gecorrigeerde waarde	1.217.420
Bruto-premie (%)	30,5%	Bruto-premie (%)	30,5%
Bruto-premie (Absolute waarde) (EUR)	16,09	Bruto-premie (Absolute waarde) (EUR'000)	284.807

* Op basis van de respectievelijke slotkoers per 11 december 2015

Wij hebben onderzocht of de toegepaste waarderingsmethoden geschikt zijn ten aanzien van de kenmerken van de verrichting en of deze verantwoord zijn vanuit een bedrijfseconomisch standpunt, d.w.z. rekening houdend met de marktomstandigheden en in functie van het nut van de Inbreng voor de inbreng genietende vennootschap.

Gebaseerd op onze werkzaamheden en rekening houdend met de gegeven omstandigheden en de kenmerken van de transactie, zijn wij van oordeel dat de toegepaste waarderingsmethoden, die leiden tot de vaststelling dat de in te brengen bestanddelen niet overgewaardeerd zijn, bedrijfseconomisch verantwoord zijn. Hierbij dient te worden aangemerkt dat de onderliggende aannames m.b.t. de te verwachten resultaten een belangrijke invloed hebben op de uiteindelijke bekomen waarde.

3.3. De als tegenprestatie toegekende vergoedingen

Volgens het ontwerp van bijzonder verslag van de Raad van Bestuur van de inbreng genietende vennootschap bestaat de vergoeding voor de Inbreng uit:

“De uitgifteprijs van de nieuwe aandelen in de Vennootschap bedraagt EUR 31,50 per aandeel (waarvan afgerond EUR 5,011 zal worden geboekt als maatschappelijk kapitaal en afgerond EUR 26,489 zal worden geboekt als uitgiftepremie), wat een waardering van de Vennootschap (vóór Inbreng) impliceert van EUR 1.350,4 miljoen, zoals nader toegelicht in Bijlage 3 bij het ontwerp bijzonder verslag van de Raad van Bestuur (zie bijlage A bij dit verslag). Om de in Bijlage 3 bij het ontwerp bijzonder verslag van de Raad van Bestuur toegelichte redenen, wordt gewerkt met een prijs per aandeel van de Vennootschap die hoger is in dan de aandelenprijs van het aandeel van de Vennootschap op heden. Er wordt in het licht van de gehanteerde waarderingmethoden geen rekening gehouden met de verdere koersevolutie van het aandeel van de Vennootschap na de datum van dit Verslag.”*

*op datum van het verslag van de Raad van Bestuur op basis van de beurskoers van Tessenderlo EUR 26,41 op 11 december 2015.

Verder stellen we vast dat er ter gelegenheid van de Inbreng geen opleg in geld gebeurt, noch enige andere financiële vergoeding wordt verschaft.

De nieuwe uitgegeven aandelen van de Vennootschap zullen niet deelnemen in het resultaat van de Vennootschap voor het boekjaar dat wordt afgesloten op 31 december 2015 en enkel deelnemen in het resultaat van de Vennootschap voor het boekjaar dat loopt vanaf 1 januari 2016. De nieuw uitgegeven aandelen van de Vennootschap zullen dan ook worden uitgegeven met coupons nr. 79 en volgende aangehecht. Coupon nr. 78 vertegenwoordigt dan het eventuele dividend over het boekjaar dat wordt afgesloten op 31 december 2015 indien daartoe door de algemene vergadering van de Vennootschap op voordracht van de Raad van Bestuur zou worden besloten op het ogenblik van de goedkeuring van de jaarrekening van het boekjaar dat wordt afgesloten op 31 december 2015.

Als onderdeel van onze werkzaamheden hebben wij gecontroleerd of de waarde van de gehele vergoeding niet hoger is dan de waarde van de Inbreng, waartoe de hierboven vermelde waarderingmethode leidt.

Waarde van de Inbreng:	<u>EUR 811.606.500</u>
Waarde van de vergoeding:	
- Aantal aandelen	25.765.286
- Uitgifteprijs per aandeel (fractiewaarde verhoogd met de uitgiftepremie)	EUR 31,5 (afgerond)
- Totale waarde in de vorm van aandelen	EUR 811.606.500
- Waarde van andere vormen van vergoeding	EUR 0
Totale waarde van de vergoeding	<u>EUR 811.606.500</u>

Uit het voorgaande blijkt dat de waarde van de vergoeding niet hoger is dan de waarde van de inbreng.

Uit het ontwerp van bijzonder verslag van de Raad van Bestuur blijkt dat geen andere voordelen dan deze hierboven vermeld, aan de inbrenger als vergoeding voor de Inbreng wordt toegekend. Wij hebben geen kennis van enige overeenkomst tussen de inbrenger en de huidige bestuurders waarin dergelijke supplementaire vergoeding zou gestipuleerd zijn.

Wij hebben geen weet van belangrijke gebeurtenissen die zich hebben voorgedaan na 30 september 2015, zijnde de datum van de cijfers op basis waarvan de waarde van de inbreng in natura werd bepaald, die een betekenisvol effect kunnen hebben op de verrichting.

4. Besluit

De kapitaalverhoging van de vennootschap bestaat uit de inbreng in natura van alle 811.606.500 aandelen in Picanol Group (met inbegrip van de aandelen die gecreëerd zullen worden ingevolge de inbrengen in Picanol Group van de bedrijfstakken van Picanol en van Verbrugge, die voorafgaandelijk aan deze Inbreng zullen worden doorgevoerd). De inbrengwaarde van de Inbreng werd alsdan door de Raad van Bestuur van de Vennootschap bepaald op 811.606.500 EUR.

De voorwaarden van de Inbreng en van de voorafgaande inbrengen van bedrijfstak zijn omschreven in een "Contribution Agreement" die op 15 december 2015 gesloten werd tussen Picanol, Verbrugge, Picanol Group en de Vennootschap. De Inbreng in de Vennootschap zal slechts geschieden indien bepaalde opschortende voorwaarden, zoals de afwezigheid van een materieel nadelig gevolg en de voltooiing door Picanol en Verbrugge van bepaalde belangrijke overdrachtsformaliteiten (zoals het vervullen van formaliteiten in verband met bodem en de overdracht van bepaalde bedrijfsvergunningen ("business licenses")) en andere formaliteiten (zoals het bekomen van een fiscale ruling), voorafgaandelijk aan de Inbreng vervuld werden, zoals gedetailleerd in deze Overeenkomst.

Wij zijn van oordeel dat:

- De Raad van Bestuur van de Vennootschap verantwoordelijk is voor de waardering van de Inbreng en voor de bepaling van de vergoeding toegekend als tegenprestatie voor de Inbreng in natura;
- De controlewerkzaamheden werden uitgevoerd in overeenstemming met de Normen inzake controle van inbreng in natura en quasi-inbreng, zoals uitgevaardigd door het Instituut van de Bedrijfsrevisoren;
- De beschrijving van de inbreng in natura beantwoordt aan de normale vereisten van nauwkeurigheid en duidelijkheid;
- De voor de inbreng in natura door de partijen weerhouden methoden van waardering bedrijfseconomisch verantwoord zijn en dat de waardebepalingen waartoe deze methoden van waardering leiden ten minste overeenkomen met het aantal en de fractiewaarde van de aandelen verhoogd met de uitgiftepremie zodat de inbreng in natura niet overgewaardeerd is.

De vergoeding van de inbreng in natura bestaat uit 25.765.286 volledig volgestorte aandelen van de Vennootschap Tessenderlo Chemie NV zonder nominale waarde en die deelnemen in het resultaat van de Vennootschap voor het boekjaar dat loopt vanaf 1 januari 2016.

Wij willen er ten slotte aan herinneren dat onze opdracht er niet in bestaat een uitspraak te doen over de rechtmatigheid en billijkheid van de verrichting.



Onderhavig verslag heeft uitsluitend betrekking op de vereisten van artikel 602 van het Wetboek van vennootschappen en is niet bestemd voor gebruik in een andere context.

Antwerpen, 15 december 2015

De commissaris
PwC Bedrijfsrevisoren bcvba
Vertegenwoordigd door

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Peter Van den Eynde', is written over the text 'Vertegenwoordigd door'.

Peter Van den Eynde*
Bedrijfsrevisor

*Peter Van den Eynde BVBA
Lid van de Raad van Bestuur, vertegenwoordigd door zijn vaste vertegenwoordiger,
Peter Van den Eynde

Bijlage A: Ontwerp van bijzonder verslag van de Raad van Bestuur inzake de voorgestelde kapitaalverhoging door inbreng in natura

TESSENDERLO CHEMIE NV
Troonstraat 130
1050 Brussel
RPR Brussel 0412.101.728

(de *Vennootschap*)

Bijzonder verslag van de Raad van Bestuur overeenkomstig artikel 602 van het Wetboek van vennootschappen

1 INLEIDING

Dit rapport wordt voorgelegd aan de aandeelhouders van de Vennootschap met het oog op de voorgenomen inbreng in natura van aandelen van Picanol Group NV en de uitgifte van nieuwe aandelen in ruil. Dit rapport werd voorbereid door de raad van bestuur van de Vennootschap (de **Raad van Bestuur**) in overeenstemming met artikel 602 van het Wetboek van vennootschappen.

Dit verslag dient samen te worden gelezen met het verslag van de commissaris van de Vennootschap voorbereid overeenkomstig artikel 602 van het Wetboek van vennootschappen. Het verslag van de commissaris, zijnde PricewaterhouseCoopers Bedrijfsrevisoren CVBA, coöperatieve vennootschap met beperkte aansprakelijkheid, burgerlijke vennootschap met maatschappelijke zetel te Woluwedal 18, 1932 Sint-Stevens-Woluwe, vertegenwoordigd door Peter Van den Eynde BVBA, op haar beurt vertegenwoordigd door Peter Van den Eynde, bedrijfsrevisor, is bij dit verslag gevoegd als Bijlage 2. Het verslag van de commissaris heeft inzonderheid betrekking op de beschrijving van de inbreng in natura en op de toegepaste methoden van waardering. Het verslag van de commissaris geeft aan of de waardebeoordelingen waartoe deze methoden leiden, ten minste overeenkomen met het aantal en de nominale waarde (en indien geen nominale waarde, de fractiewaarde) en, in voorkomend geval, met het agio van de tegen de inbreng uit te geven aandelen. Het verslag van de commissaris vermeldt welke werkelijke vergoeding als tegenprestatie voor de inbreng wordt verstrekt.

Bij de voorbereiding van dit verslag heeft de Raad van Bestuur KBC Securities NV verzocht om (zonder te zijn overgegaan tot een onafhankelijke analyse ten gronde van de business plannen zoals voorbereid door het senior management van de Vennootschap en Picanol (zoals hierna gedefinieerd)) te oordelen over de billijkheid, vanuit een financieel oogpunt, van de vergoeding voor de voorgenomen Inbreng (zoals hierna gedefinieerd) ten opzichte van de Vennootschap. De omvang van de werkzaamheden van KBC Securities NV wordt nader gedefinieerd in de formele Fairness Opinion

zoals afgeleverd door KBC Securities NV en welke beschikbaar werd gesteld op de website van de Vennootschap op volgende url:
http://www.tessengerlo.com/investors/information_for_the_shareholder/general_meeting/

Voorts hebben de onafhankelijke bestuurders van de Vennootschap, geadviseerd door mevrouw Hilde Laga als onafhankelijke deskundige, het comité van onafhankelijke bestuurders gevormd in de zin van artikel 524 van het Wetboek van vennootschappen. Het comité van onafhankelijke bestuurders heeft de Raad van Bestuur van de Vennootschap geadviseerd met betrekking tot de voorwaarden van de *Contribution Agreement* (zoals hierna gedefinieerd) overeenkomstig artikel 524 van het Wetboek van vennootschappen, voor zover van toepassing, en heeft voorts Degroof Petercam Corporate Finance verzocht om ook een tweede opinie te verlenen omtrent de billijkheid, vanuit een financieel oogpunt, van de vergoeding voor de voorgenomen Inbreng ten opzichte van de Vennootschap. Degroof Petercam Corporate Finance heeft na de redelijkheid van de business plannen (alsook de assumpties die zijn aangenomen bij de voorbereiding ervan) van beide ondernemingen te hebben onderzocht die waren gebruikt voor de voorbereiding van de waarderingsoefening door KBC Securities, de waarderingsoefening door KBC Securities en het gebruik ervan om de ruilvoet te bepalen passend en de fairness opinie zoals uitgedrukt door KBC Securities met betrekking tot de ruilvoet redelijk bevonden. Tijdens het uitvoeren van deze tweede opinie (die onderworpen is aan de voorbehouden omschreven in het volledige verslag voorgelegd aan het comité van de onafhankelijke bestuurders) is Degroof Petercam Corporate Finance niet overgegaan tot een onafhankelijke analyse ten gronde van de business plannen zoals voorbereid door het senior management van de Vennootschap en Picanol (zoals hierna gedefinieerd).

Het maatschappelijk kapitaal van de Vennootschap bedraagt op heden EUR 214.749.614,39, op heden vertegenwoordigd door 42.859.156 aandelen zonder aanduiding van nominale waarde. Het kapitaal is volledig volstort.

Daarnaast heeft de Vennootschap warrants uitgegeven onder verschillende opeenvolgende warrantenplannen. Tijdens de meest recente uitoefenperiode zijn 43.566 warrants uitgeoefend. De overeenstemmende kapitaalverhoging en uitgifte van nieuwe aandelen dient nog te worden vastgesteld. Per datum van dit verslag, staan nog 363.914 warrants open onder dergelijke plannen. Als regel, geeft elke warrant de houder ervan het recht om één nieuw aandeel in de Vennootschap te verwerven bij uitoefening van de warrant. De warranthouders zullen, indien de algemene vergadering van de Vennootschap de voorliggende Inbreng goedkeurt, het recht krijgen om hun warrants vervroegd uit te oefenen gedurende een uitoefenperiode die zal lopen kort na datum van de kapitaalsverhoging en die zal gecommuniceerd worden aan de warranthouders. Dit impliceert dat het aantal aandelen dat het kapitaal vertegenwoordigt nog onderhevig kan zijn aan wijzigingen voorafgaand aan het tijdstip van de

algemene vergadering. De aandeelhouders zullen hierover geïnformeerd worden voorafgaandelijk aan de algemene vergadering.

2 DE TRANSACTIE

Aan de buitengewone algemene vergadering van de Vennootschap wordt voorgesteld om een kapitaalverhoging goed te keuren middels inbreng in natura van alle aandelen die het maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigen van Picanol Group NV, met maatschappelijke zetel te Steverlyncklaan 15, 8900 Ieper, ingeschreven bij het rechtspersonenregister te Gent, afdeling Ieper onder nummer 0643.795.829 (*Picanol Group*; zulke inbreng wordt hierna genoemd de *Inbreng*).

De kapitaalverhoging middels inbreng in natura van de Inbreng zal slechts doorgang vinden indien deze wordt goedgekeurd door ten minste 75% van de uitgebrachte stemmen van de aandeelhouders aanwezig ter vergadering waarbij de eerste vergadering maar geldig kan beraadslagen indien minstens 50 % van de aandelen aanwezig of vertegenwoordigd is, in overeenstemming met de artikelen 558 en 581 van het Wetboek van vennootschappen. Op basis van de beschikbare transparantieverklaringen en meldingen van transacties van personen met leidinggevende verantwoordelijkheid, blijkt dat Verbrugge NV en Symphony Mills NV respectievelijk ongeveer 31,5% en 3% van de aandelen houden in de Vennootschap.

Voorafgaand aan deze Inbreng, zal de algemene vergadering van Picanol Group volgende verrichtingen hebben goedgekeurd, telkens onder opschortende voorwaarde van de goedkeuring van de Inbreng door de buitengewone algemene vergadering van de Vennootschap:

- de inbreng van de bedrijfstak omschreven in Bijlage 1a in Picanol Group door Picanol NV, met maatschappelijke zetel te Steverlyncklaan 15, 8900 Ieper, ingeschreven bij het rechtspersonenregister te Gent, afdeling Ieper onder nummer 0405.502.362 (*Picanol*); en
- de inbreng van de bedrijfstak omschreven in Bijlage 1b in Picanol Group door Verbrugge NV, met maatschappelijke zetel te Steverlyncklaan 15, 8900 Ieper, geregistreerd bij het rechtspersonenregister te Gent, afdeling Ieper onder nummer 0441.554.490 (*Verbrugge*).

Deze inbrengen van bedrijfstak worden hierna samen de *Inbrengen van Bedrijfstak* genoemd. De Inbrengen van Bedrijfstak en de Inbreng worden hierna samen de *Transactie* genoemd.

Deze Inbrengen van Bedrijfstak worden verder uitgebreid omschreven in de volgende documenten, dewelke beschikbaar zijn op de website van Picanol NV en waarnaar zal worden doorverwezen via een link op de website van de Vennootschap: http://www.tessengerlo.com/investors/information_for_the_shareholder/general_meeting/

- Met betrekking tot de Inbreng van Bedrijfstak door Picanol in Picanol Group:
 - o Gemeenschappelijk voorstel van inbreng van bedrijfstak overeenkomstig artikel 760 van het Wetboek van vennootschappen, opgesteld door de raden van bestuur van Picanol en Picanol Group;
 - o Bijzonder verslag van de raad van bestuur van Picanol Group overeenkomstig artikel 602 van het Wetboek van vennootschappen;
 - o Bijzonder verslag van de raad van bestuur van Picanol Group overeenkomstig artikel 582 van het Wetboek van vennootschappen;

- Met betrekking tot de Inbreng van Bedrijfstak door Verbrugge in Picanol Group:
 - o Gemeenschappelijk voorstel van inbreng van bedrijfstak overeenkomstig artikel 760 van het Wetboek van vennootschappen, opgesteld door de raden van bestuur van Verbrugge en Picanol Group;
 - o Bijzonder verslag van de raad van bestuur van Picanol Group overeenkomstig artikel 602 van het Wetboek van vennootschappen;
 - o Bijzonder verslag van de raad van bestuur van Picanol Group overeenkomstig artikel 582 van het Wetboek van vennootschappen.

De voorstellen tot inbreng van bedrijfstak die werden voorbereid in verband met deze voorafgaande Inbrengen van Bedrijfstak bevatten de pro forma staten van activa en passiva van elke bedrijfstak afgesloten op 31 oktober 2015. In de mate de Inbrengen van Bedrijfstak worden verricht met boekhoudkundige retroactiviteit tot 1 januari 2016, zullen de activa en passiva van de Bedrijfstakken een verdere evolutie kennen ingevolge de gewone bedrijfsvoering tot 31 december 2015. De raad van bestuur van Picanol Group heeft zich er in dit verband toe verbonden om in de loop van januari 2016 aan haar aandeelhouders met het oog op hun volledige informatie een actualisatie te bezorgen van de staat van activa en passiva per 31 december 2015. De staat van activa en passiva van elke bedrijfstak per 31 december 2015 zal, eenmaal deze beschikbaar is, tevens beschikbaar worden gesteld op de website van Picanol NV. Op de website van de Vennootschap zal worden doorverwezen naar deze documenten via een link: http://www.tessengerlo.com/investors/information_for_the_shareholder/general_meeting/.

De voorwaarden van de Inbrengen van Bedrijfstak en van de Inbreng zijn nader omschreven in een “*Contribution Agreement*” die op 15 december 2015 gesloten werd tussen Picanol, Verbrugge, Picanol

Group en de Vennootschap (zulke “*Contribution Agreement*” wordt hierna genoemd de *Overeenkomst*).

3 OMSCHRIJVING VAN DE INBRENG

De kapitaalverhoging zal worden gerealiseerd door de inbreng in natura van alle aandelen die het maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigen van Picanol Group.

De inbrengende ondernemingen zijn Picanol en Verbrugge, die op datum van de Inbreng houder zullen zijn van alle aandelen van Picanol Group.

De Inbreng zal slechts geschieden indien bepaalde opschortende voorwaarden, die gebruikelijk zijn voor een dergelijke Transactie, zoals de afwezigheid van een materieel nadelig gevolg en de voltooiing door Picanol en Verbrugge van bepaalde belangrijke overdrachtsformaliteiten en andere voorbereidingsformaliteiten waaronder het bekomen van een Ruling van de Dienst Voorafgaande Beslissingen in Fiscale Zaken betreffende een aantal aspecten van de Transactie, voorafgaandelijk aan de Inbreng vervuld werden, zoals bepaald in de Overeenkomst.

Voor een verdere beschrijving van de Inbreng wordt verwezen naar het verslag van de commissaris van de Vennootschap, voorbereid overeenkomstig artikel 602 van het Wetboek van vennootschappen, wiens conclusies volledig worden onderschreven door de Raad van Bestuur van de Vennootschap, en hetwelk hieraan gehecht wordt als Bijlage 2.

4 WAARDERING VAN DE INBRENG

Aan de hand van de waarderingsmethodologie, zoals opgenomen in Bijlage 3 bij dit verslag, wordt de inbrengwaarde van de Inbreng bepaald op EUR 811.606.500,00 (achthonderd en elf miljoen zeshonderd en zesduizend vijfhonderd euro).

Deze waardering is gebaseerd op de veronderstelling dat de buitengewone algemene vergadering van Picanol Group voorafgaand aan de Inbreng de Inbrengen van Bedrijfstak zal hebben goedgekeurd.

De door de Raad van Bestuur weerhouden inbrengwaarde houdt rekening met de activiteiten van de bedrijfstakken beschreven in Bijlage 1a en Bijlage 1b bij dit Verslag. Activa en passiva die expliciet werden uitgesloten van de inbreng, zoals verder beschreven in Bijlage 1a en 1b bij dit Verslag, werden niet in overweging genomen in de waarderingsoefening en hebben geen effect op de resultaten van de waarderingsoefening die werd ondernomen.

Verder voorziet de Overeenkomst in een schadeloosstellingsmechanisme in geval van inbreuk op de beperkte verklaringen en waarborgen. De door de Vennootschap ten aanzien van Picanol en Verbrugge verstrekte verklaringen en waarborgen zijn beperkt in draagwijdte en staan naast waarborgen met betrekking tot de bekwaamheid tot het aangaan van de Transactie en de rekeningen die als referentie hebben gediend voor de waarderingsoefening enkel in verband met risicogebieden die verband houden met de naleving van specifieke wetten (waaronder mededinging), met een schadeloosstellingsmechanisme dat aangepast is aan het beursgenoteerd karakter van de betrokken ondernemingen. De door Picanol en Verbrugge ten aanzien van de Vennootschap verstrekte verklaringen en waarborgen zijn een weerspiegeling van de verklaringen en waarborgen door de Vennootschap verleend aangepast aan de eigenheid van de betrokken ondernemingen en de wijze waarop de Transactie gestructureerd is. Picanol en Verbrugge hebben daarnaast aan de Vennootschap het voordeel van een aantal specifieke vrijwaringen verleend in verband met de overdracht van belangrijke activa, contracten, toelatingen en vergunningen.

De Overeenkomst was voor wat betreft de onderdelen die niet louter voorbereidende handelingen betroffen van de besluitvorming door de algemene vergadering, het voorwerp van een advies aan de Raad van Bestuur van de Vennootschap, dat overeenkomstig artikel 524 van het Wetboek van Vennootschappen verleend werd door drie onafhankelijke bestuurders van de Vennootschap bijgestaan door mevrouw Hilde Laga als externe onafhankelijke deskundige. De conclusies van dit Verslag conform artikel 524 luiden als volgt:

“Het Comité heeft haar advies afgewerkt op 15 december 2015 met het oog op de vergadering van het Ad Hoc Comité en de Raad van Bestuur van 15 december 2015, op basis van de informatie beschikbaar op dat moment. Het Comité behoudt het recht om haar advies aan de Raad van Bestuur te wijzigen, indien enige relevante informatie zou worden beschikbaar gemaakt tussen 15 december 2015 en de datum waarop de buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders van de Vennootschap zal beslissen over de Inbreng, waarvan het aannemelijk is dat het de inhoud of de conclusie van dit advies zal veranderen.

Het Comité beschouwt dat de zaken in de Overeenkomst die verder gaan dan loutere voorbereidende handelingen, namelijk (i) de overdracht van Picanols Chinese bedrijfsvergunning aan Picanol Group (ii) de toepassing van de fiscale aftrek voor octrooi-inkomsten (iii) het bekomen van een Ruling van de Dienst Voorafgaande Beslissingen in Fiscale Zaken, en (iv) het niet-concurrentiebeding van Picanol, Verbrugge en de heer Luc Tack, niet van een dergelijke aard zijn de Vennootschap te benadelen op een kennelijk onrechtmatige wijze, met het oog op het algemeen beleid van de Vennootschap.

Rekening houdend met de bevindingen uit de respectievelijke due diligence verslagen, meent het Comité dat de gebruikelijke en beperkte reeks van verklaringen en waarborgen verleend door alle betrokken partijen, alsook het schadeloosstellingsmechanisme (de minimis, basket, cap) niet van een dergelijke aard zijn de Vennootschap te benadelen op een kennelijk onrechtmatige wijze, met het oog op het algemeen beleid van de Vennootschap.”

De inbrengwaarde van de Inbreng vertegenwoordigt een waarde per aandeel Picanol NV van EUR 45,85, hetgeen een premie impliceert van 54,1 % ten opzichte van de impliciete prijs per aandeel van Picanol van EUR 29,76 op een stand-alone basis. De impliciete prijs per aandeel van Picanol op een stand-alone basis is berekend op basis van EUR 52,69¹ verminderd met de waarde van de participatie die Picanol houdt in de Vennootschap² en de overtollige cash ('*excess cash*') (zie hierna). Indien de inbrengwaarde van de Inbreng vergeleken wordt met de gecorrigeerde waardering van Picanol op een stand-alone basis rekening houdend met illiquiditeits- en holdingdiscounts (zie hierna), wordt een netto-premie van 9,0 % ten opzichte van de prijs per aandeel van Picanol op de beurs betaald. In dit opzicht moet opgemerkt worden dat een premie werd genomen voor de prijs per aandeel van de Vennootschap bij het bepalen van de ruilverhouding (de nieuwe aandelen in de Vennootschap worden uitgegeven aan een prijs van EUR 31,5 terwijl de aandelen in de Vennootschap werden verhandeld aan EUR 26,41 op 11 december 2015, wat een premie van 19,3 % vertegenwoordigt.

De Raad van Bestuur is zich ten volle bewust van het belang van de premie, die aldus wordt weerspiegeld tegen de prijs op de aandelenmarkt van het Picanol aandeel. De Raad van Bestuur heeft de verschillende waarderingsoefeningen en –methodes nauwkeurig bestudeerd, en meent dat het belangrijk is dat de aandeelhouders van de Vennootschap rekening houden met het volgende.

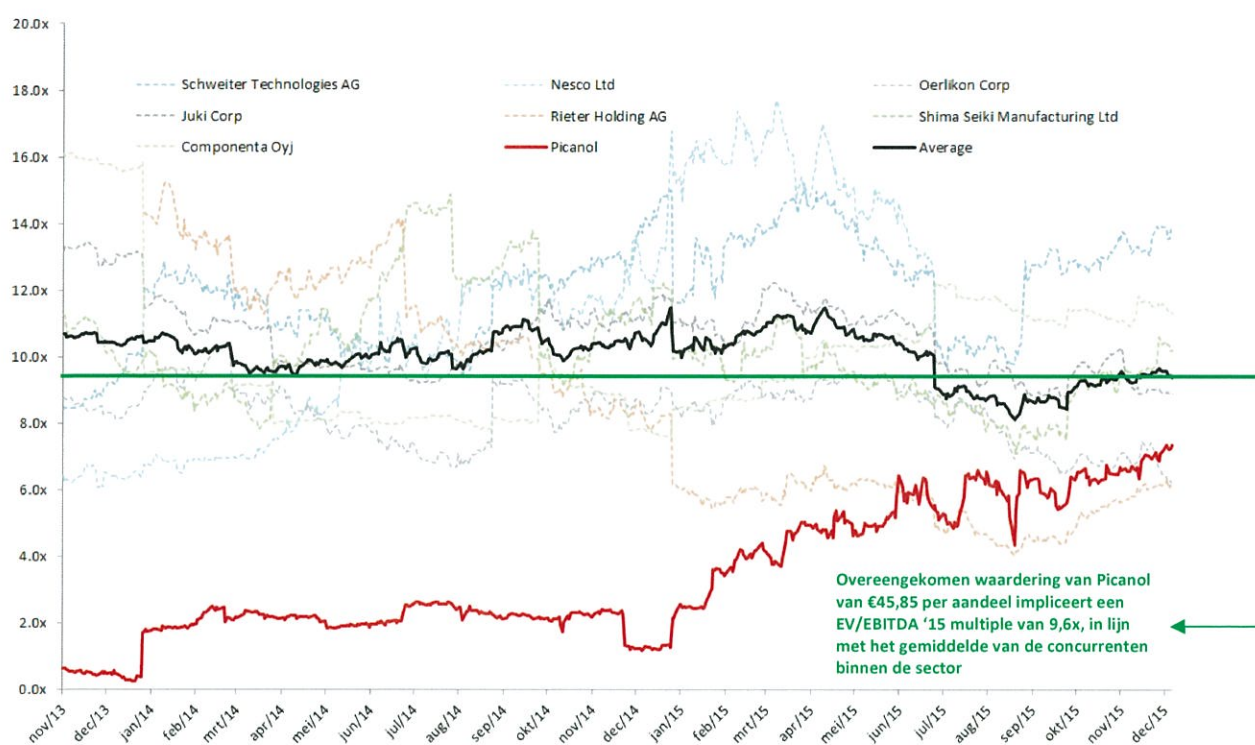
De Raad van Bestuur stelt vast dat de marktkennis van het aandeel Picanol eerder beperkt is³ en dat, op basis van beschikbare EV/EBITDA-multiples van vergelijkbare ondernemingen, het aandeel Picanol kan beschouwd worden als ondergewaardeerd.

¹ Slotkoers per 11 december 2015, zijnde de laatste slotkoers voor de finale overeenkomst met betrekking tot de voorwaarden en condities van de voorgenomen inbreng.

² Slotkoers per 11 december 2015.

³ Wat ook het gevolg kan zijn van het feit dat het aandeel slechts door één analist gevolgd wordt.

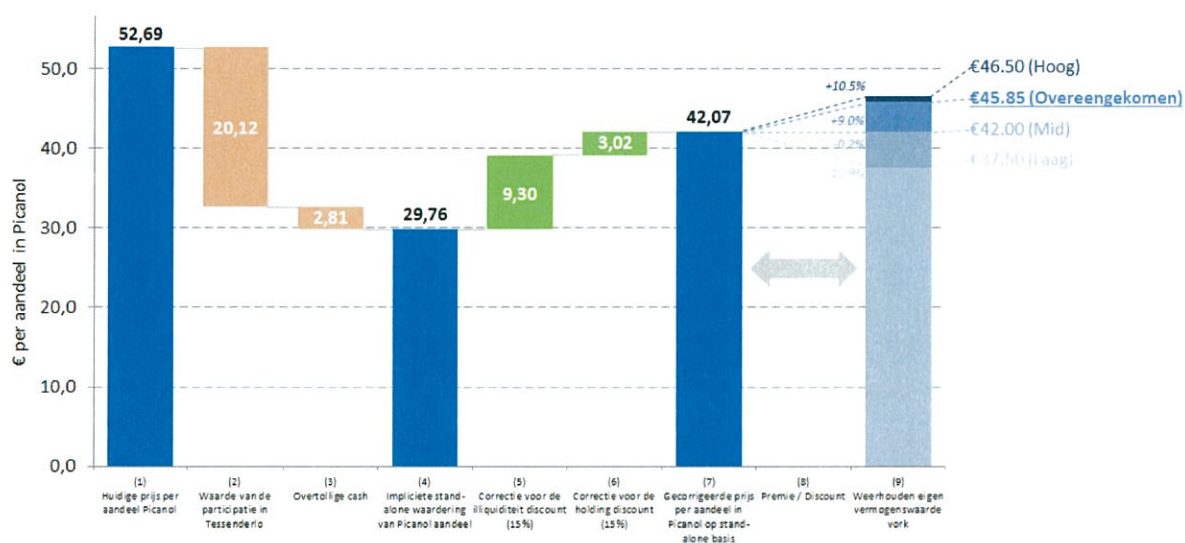
Tabel 1: Laatste twaalf maanden EV/EBITDA multiple van Picanol en concurrenten binnen de sector



Source: Factset (11 december 2015); The enterprise value of Picanol is based on historical market cap excluding the market value of Tessenderlo stake and €49,8m excess cash

Zoals kan waargenomen worden op basis van de schematische voorstelling, bevindt de EV/EBITDA multiple zich historisch gezien opmerkelijk beneden deze van de concurrentie, wat kan voortkomen uit de beperkte verhandelingsactiviteit in de aandelen (illiquiditeit discount) alsook met een holding discount die investeerders mogelijk toepassen op de Tessenderlo participatie aangehouden door Picanol.

Rekening houdend met de huidige beurskoersen van Picanol de Vennootschap en met toepassing van de illiquiditeits- en holdingdiscounts op die koersen, stelt de Raad van Bestuur dat een reconciliatie kan worden gemaakt tussen de huidige beurskoersen van Picanol en de overeengekomen eigen vermogenswaardering van de Inbreng per aandeel, zoals weergegeven in onderstaande afbeelding.



Voetnoten:

- (1) Gebaseerd op de slotkoersen per 11 december 2015;
- (2) Waarde van de participatie van 31,5% die Picanol houdt in de Vennootschap gebaseerd op de slotkoersen per 11 december 2015, die EUR 20,12 per aandeel in Picanol vertegenwoordigt;
- (3) EUR 49.800.000 overtollige cash ('excess cash') die werd uitgesloten van de Inbreng, en die EUR 2,81 per aandeel in Picanol vertegenwoordigt;
- (4) Impliciete waardering van de prijs per aandeel Picanol op een stand-alone basis na aftrek van de waarde van de participatie in de Vennootschap en de overtollige cash ('excess cash');
- (5) Correctie voor de illiquiditeit discount van 15% toegepast op de huidige beurskoersen van Picanol (slotkoersen per 11 december 2015), die EUR 9,30 per aandeel in Picanol vertegenwoordigt;
- (6) Correctie voor de holding discount van 15% toegepast op de participatie in de Vennootschap, gebaseerd op de huidige beurskoersen (slotkoersen per 11 december 2015), die EUR 3,02 per aandeel in Picanol vertegenwoordigt;
- (7) De prijs per aandeel in Picanol op een stand-alone basis, gecorrigeerd met de illiquiditeits- en holdingdiscounts;
- (8) Premie/ (discount) in vergelijking met de weerhouden eigen vermogenswaarde vork per aandeel;
- (9) Weerhouden eigen vermogenswaarde vork per aandeel gebaseerd op de waarderingmethode zoals beschreven in Bijlage 3 aan dit verslag.

De afbeelding hierboven toont bovenvermelde aanpassingen aan Picanol's huidige aandelenprijs en de daaruit resulterende gecorrigeerde *stand-alone* aandelenprijs van Picanol vergeleken met de weerhouden eigen vermogenswaarde vork per aandeel (EUR 37,5 – EUR 46,5), dewelke de overeengekomen eigen vermogenswaarde per aandeel van EUR 45,85 bevat. De lage, mid, overeengekomen en hoge waarde van de weerhouden eigen vermogenswaarde vork vertegenwoordigt een premie/(korting) ten opzichte van de gecorrigeerde stand-alone aandelenprijs van EUR 42,07 respectievelijk (10,9%), (0,2%), 9,0% en 10,5%

Zoals verder nader in detail toegelicht in de waarderingsmethodologie gehecht als Bijlage 3 aan dit verslag, is de Raad van Bestuur om de hiervoren aangeduide en door de bijlage ondersteunde redenen dan ook van mening dat de overeengekomen inbrengwaarde verantwoord is.

De uitgifteprijs van de nieuwe aandelen in de Vennootschap bedraagt EUR 31,50 per aandeel (waarvan afgerond EUR 5,011 zal worden geboekt als maatschappelijk kapitaal en afgerond EUR 26,489 zal worden geboekt als uitgiftepremie), wat een waardering van de Vennootschap (vóór Inbreng) impliceert van EUR 1.350,4 miljoen, zoals nader toegelicht in Bijlage 3 bij dit Verslag. Om de in Bijlage 3 toegelichte redenen, wordt gewerkt met een prijs per aandeel van de Vennootschap die hoger is dan de koers van het aandeel van de Vennootschap op heden. Er wordt in het licht van de gehanteerde waarderingsmethododes geen rekening gehouden met de verdere koersevolutie van het aandeel van de Vennootschap na de datum van dit Verslag.

5 GEVOLGEN VAN DE INBRENG

Bijgevolg wordt voorgesteld aan de buitengewone algemene vergadering van de Vennootschap om het kapitaal ten belope van EUR 811.606.500,00 (waarvan EUR 129.099.257,88 zal worden geboekt als maatschappelijk kapitaal en EUR 682.507.242,12 zal worden geboekt op een afzonderlijke voor uitkering onbeschikbare rekening genoemd "uitgiftepremie") te verhogen door uitgifte van 25.765.286 nieuwe aandelen van dezelfde aard als de bestaande aandelen, genietend van dezelfde rechten en voordelen (onder voorbehoud van hetgeen hierna wordt bepaald inzake het dividendrecht). De toe te kennen nieuwe aandelen zullen dan ook geen preferentiële rechten verlenen met betrekking tot de deelname in de winst noch enige andere bijzondere rechten van welke aard dan ook.

Na deze kapitaalverhoging zal het maatschappelijk kapitaal van de Vennootschap EUR 343.848.872,27 (desgevallend te vermeerderen met het bedrag van kapitaalsverhogingen die zouden zijn vastgesteld ingevolge uitoefening van warranten onder bestaande door de Vennootschap uitgegeven warrantenplannen) bedragen vertegenwoordigd door in totaal 68.624.442 aandelen (desgevallend te vermeerderen met het aantal aandelen dat zou zijn uitgegeven bij kapitaalsverhogingen die zouden zijn vastgesteld ingevolge uitoefening van warranten onder bestaande door de Vennootschap uitgegeven

warrantenplannen). Het verschil tussen de weerhouden inbrengwaarde van EUR 31,50 per aandeel en de bestaande fractiewaarde van het aandeel van de Vennootschap (zijnde afgerond EUR 5,011) zal geboekt worden als uitgiftepremie op een onbeschikbare (reserve)rekening. Er zal ter gelegenheid van de Inbreng geen inbreng in geld gebeuren, noch enige andere financiële vergoeding worden verschaft.

Na doorvoering van de kapitaalsverhoging zal het aandeelhouderschap van de Vennootschap als volgt zijn samengesteld (onder voorbehoud van verdere evolutie ingevolge uitoefening van warranten onder bestaande door de Vennootschap uitgegeven warrantenplannen) :

Aandeelhouder	Aantal aandelen	%
Picanol/Verbrugge	39.248.098	57.2%
Symphony Mills	1.291.076	1.9%
Free float	28.085.268	40.9%

De Raad van Bestuur wijst de aandeelhouders erop dat de kapitaalsverhoging ongeacht het feit dat ze leidt tot het verwerven van de juridische controle over de vennootschap, niet zal worden gevolgd door een openbaar bod op alle aandelen van de Vennootschap nu Picanol (via Verbrugge) op dit ogenblik reeds meer dan 30 % van de aandelen in de Vennootschap bezit. Nu de voorgestelde Transactie aanleiding zal geven tot een verwachte hogere liquiditeit van de aandelen van de Vennootschap, zullen de aandeelhouders, die wensen uit te treden, hun aandelen op de gereguleerde markt kunnen verkopen.

De nieuwe aandelen zullen volledig worden toegekend en volstort met 24.495.445 nieuwe aandelen uitgegeven aan Picanol NV en 1.269.841 nieuwe aandelen uitgegeven aan Verbrugge NV na goedkeuring van de Inbreng en van de ermee overeenstemmende kapitaalverhoging door de buitengewone algemene vergadering van de Vennootschap.

De nieuw uitgegeven aandelen van de Vennootschap zullen niet deelnemen in het bedrijfsresultaat van de Vennootschap voor het boekjaar dat wordt afgesloten op 31 december 2015 en enkel deelnemen in het bedrijfsresultaat van de Vennootschap voor het boekjaar dat loopt vanaf 1 januari 2016. De nieuw uitgegeven aandelen van de Vennootschap zullen dan ook worden uitgegeven met Coupons nr. 79 en volgende aangehecht. Coupon nr. 78 vertegenwoordigt dan het eventuele dividend over het boekjaar dat wordt afgesloten op 31 december 2015 indien daartoe door de algemene vergadering van de

Vennootschap op voordracht van de raad van bestuur zou worden besloten op het ogenblik van de goedkeuring van de jaarrekening van het boekjaar dat wordt afgesloten op 31 december 2015.

De aandelen van de Vennootschap, die als vergoeding voor de Inbreng zullen worden uitgegeven, zullen aandelen op naam zijn. Binnen de maand na de publicatie in de Bijlagen tot het Belgisch Staatsblad van de goedkeuring van de Inbreng door de algemene vergadering van de Vennootschap, zal een bestuurder van de Vennootschap of diens gevolmachtigde het aandeelhoudersregister van de Vennootschap aanvullen met volgende vermeldingen, en het register ook ondertekenen:

- de identiteit van de inbrengers;
- het aantal aandelen van de Vennootschap dat aan de inbrengers werd toegekend naar aanleiding van de Inbreng; en
- de datum waarop de algemene vergadering van de Vennootschap de Inbreng heeft goedgekeurd.

Een aanvraag tot toelating tot de notering op Euronext Brussels van de nieuw uitgereikte aandelen naar aanleiding van de Inbreng zal worden ingediend bij het listing departement van Euronext Brussels. Er wordt verwacht dat de nieuw uitgereikte aandelen zullen noteren op Euronext Brussels de dag waarop de aandelen ex Coupon nr. 78 zullen worden verhandeld. Overeenkomstig artikel 18, §2, d) van de wet van 16 juni 2006 op de openbare aanbieding van beleggingsinstrumenten en de toelating van beleggingsinstrumenten tot de verhandeling op een gereguleerde markt, zal met het oog daarop voor het publiek informatie beschikbaar worden gesteld die door de FSMA als gelijkwaardig wordt beschouwd aan de informatie die in een prospectus moet worden opgenomen. Vanaf de notering, kunnen de aandelen worden omgezet op een effectenrekening bij een financiële instelling naar keuze van de aandeelhouder. Aan de nieuw uitgegeven aandelen van de Vennootschap zal alsdan de ISIN-code BE0003555639 worden toegekend, die dezelfde code is als de bestaande aandelen van de Vennootschap.

6 BELANG VAN DE INBRENG EN VAN DE KAPITAALVERHOGING VOOR DE VENNOOTSCHAP

Door de voorgestelde inbreng van de huidige industriële activiteiten van de groep Picanol in de Vennootschap wordt een belangrijke industriële groep Picanol Tessenderlo Group NV gevormd, met vergrote schaal en wereldwijde activiteiten.

Een nieuw opgerichte vennootschap Picanol Group zal de industriële activiteiten van de groep Picanol omvatten. Het kapitaal van Tessenderlo zal met de inbreng van de aandelen van deze nieuwe vennootschap verhoogd worden.

Picanol Tessenderlo Group zal uit vier segmenten bestaan: de Tessenderlo-segmenten Agro, Biovalorization en Industrial Solutions, en het segment Machines & Technologies van Picanol.

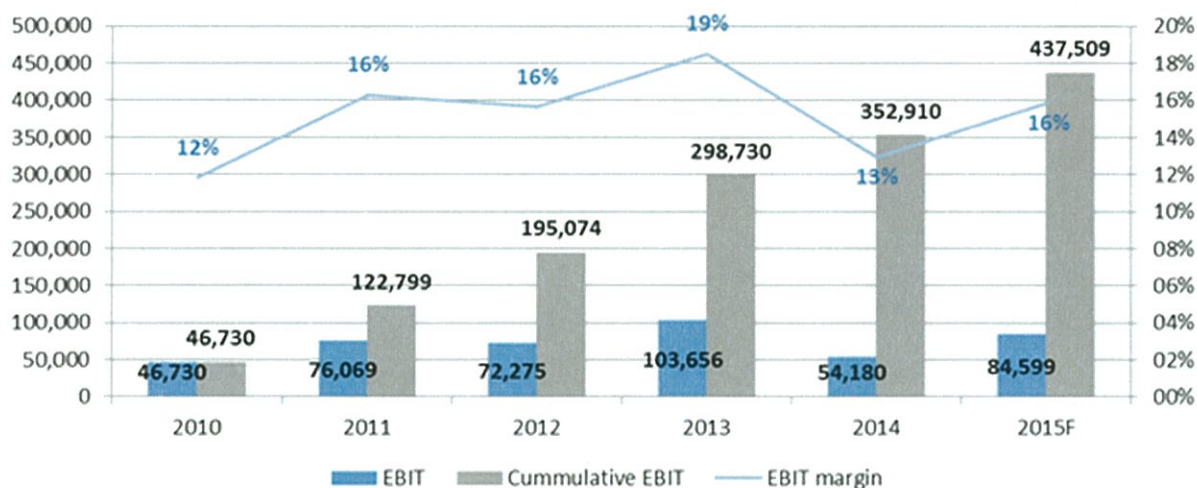
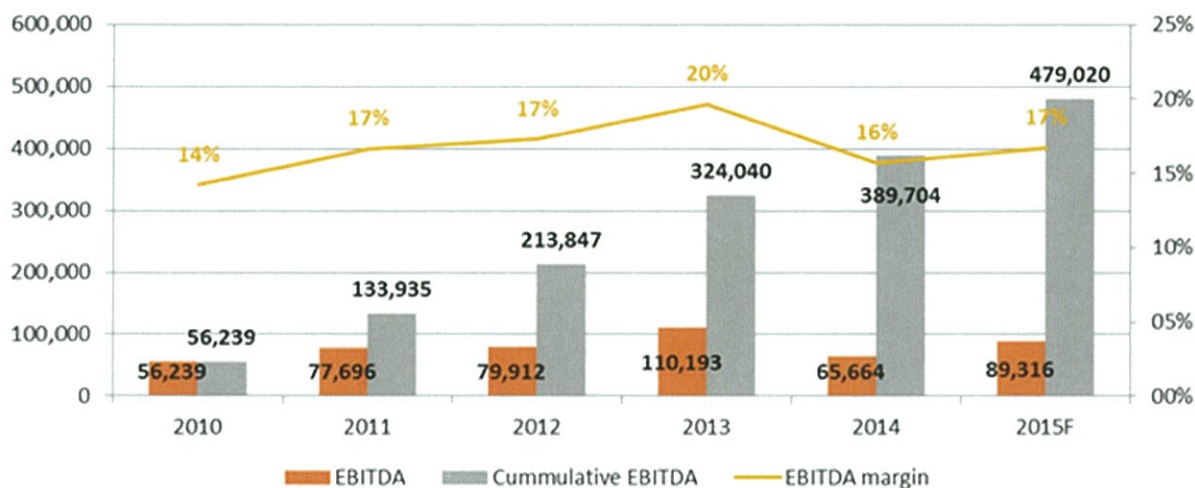
Picanol Tessenderlo Group zal actief zijn in meer dan 100 landen wereldwijd en een omzet van ongeveer 2 miljard euro en een REBITDA van ruim 200 miljoen euro realiseren.

Het is de ambitie van Picanol Tessenderlo Group om in elk segment zijn toonaangevende marktpositie te versterken en een duurzame winstgevendheid te verzekeren. Zo zullen de oorspronkelijke Tessenderlo segmenten de expertise en de aanwezigheid van Picanol in emerging markets kunnen gebruiken. Daarnaast zal de commerciële en operationele ervaring in de verschillende werelddelen een belangrijke ondersteunende factor zijn voor verdere groei.

Duurzame ontwikkeling zal een alomvattende prioriteit blijven, zoals zowel Tessenderlo als Picanol in recente jaren hebben nagestreefd, steunend op het succesvol identificeren van opportuniteiten en het stapsgewijs verbeteren van de operationele prestaties. De efficiënte R&D-aanpak en innovatiecultuur van Picanol en een gemeenschappelijke sourcingpolitiek kunnen bijdragen tot de gecombineerde rentabiliteit van de nieuwe industriële groep.

Een goed inzicht in en monitoring van de bestaande diverse segmenten zal Picanol Tessenderlo Group in staat stellen om zijn middelen efficiënter toe te kennen aan de verschillende activiteiten en de aanwezige synergiën uit te werken. De vrije kasstroom gegenereerd door Picanol Tessenderlo Group, zijnde de samenvoeging van de middelen gegenereerd in de huidige Tessenderlo Group en de huidige Picanol activiteit, zal stabiel worden en op termijn toenemen zodat de afhankelijkheid van een volatiele kredietmarkt zal afnemen. Dit zal Picanol Tessenderlo Group in staat stellen om ook in moeilijker marktomstandigheden te blijven investeren in talent, groei (M&A en organisch) en innovatie (R&D).

In dit opzicht is het belangrijk op te merken dat de huidige activiteit van Picanol gedurende de afgelopen vijf jaar een sterke EBIT(DA) prestatie heeft vertoond die consistente FCF generatie aanstuurt, zoals wordt weergegeven in de onderstaande grafieken.



Gelet op de grotere totale marktkapitalisatie en aantrekkelijke liquiditeit van de aandelen in de markt zal Picanol Tessenderlo Group daarnaast ook toegang krijgen tot een breder spectrum van financiële investeerders. Op de kapitaalmarkten zal Picanol Tessenderlo Group betere voorwaarden kunnen bedingen bij het aangaan van nieuwe financieringen.

De verwachte rentabiliteit en toekomstige kasstroom van de groep zullen de mogelijkheid bieden om een dividendpolitiek voor te stellen aan de aandeelhouders van Picanol Tessenderlo Group, die tegelijk rekening zal houden met de duurzame groei die Picanol Tessenderlo Group nastreeft.

De nieuwe gediversifieerde groep kan rekenen op ruim 7.000 sterke en toegewijde medewerkers die bredere mogelijkheden krijgen voor hun toekomst doorheen de verschillende segmenten van de Picanol Tessenderlo Group. Bovendien zal Picanol Tessenderlo Group, met grotere schaal en bekendheid, beter in staat zijn om nieuw talent aan te trekken, te ontwikkelen en te behouden. De voorgestelde transactie zal geen impact hebben op de huidige tewerkstelling. Het management beschikt over een succesvolle track record inzake transformatie en ontwikkeling van bedrijven in verschillende sectoren, door het constant bevorderen van de ondernemersmentaliteit.

Een sterke Belgische verankering zal ten goede komen aan de creatie van aandeelhouderswaarde door de uitvoering van een industriële langetermijnstrategie.

De voorgestelde inbreng in natura van de Inbreng is het meest aangewezen om voormelde doelstellingen te verwezenlijken.

De inbreng en de daarmee gepaard gaande kapitaalverhoging zijn daarom in het belang van de Vennootschap.

Opgemaakt en goedgekeurd te Brussel, op 15 december 2015 in twee (2) exemplaren.

Een origineel zal worden neergelegd in het vennootschapsdossier van de Vennootschap, ter griffie van de rechtbank van koophandel te Brussel. De Vennootschap geeft volmacht aan An Winters, Peter Vandendriessche alsook aan elke medewerker van het kantoor Van Halteren geassocieerde notarissen BCVBA, alsook aan elke advocaat van het kantoor Stibbe CVBA evenals aan hun bedienden, aangestelden en lasthebbers, met mogelijkheid tot indeplaatsstelling, om individueel deze neerlegging te verrichten. De andere originelen zullen worden bewaard op de zetel van de Vennootschap.

Tessengerlo Chemie NV

Leden van de Raad van Bestuur:

Mevr. Véronique Bolland
Bestuurder

Philiium BVBA (met als vaste
vertegenwoordiger Dhr. Philippe Coens)
Bestuurder

Dhr. Karel Vinck
Bestuurder

Mevr. Dominique Zakovitch-Damon, voor
wie Mevr. Véronique Bolland tekent
krachtens volmacht
Bestuurder

Dhr. Luc Tack
Bestuurder

Dhr. Stefaan Haspeslagh
Bestuurder

BIJLAGE 1
BESCHRIJVING INBRENGEN VAN BEDRIJFSTAK

1A BEDRIJFSTAK PICANOL

De bedrijfstak omvat alle elementen van de activa en passiva (materieel en immaterieel) van Picanol NV die nodig zijn voor, of bijdragen tot of verband houden met (i) alle activiteiten inzake de ontwikkeling, productie en verkoop van (hoogtechnologische) weefmachines, alsook alle aanvullende en ondersteunende producten en diensten, (ii) alle (ijzer)gieterij- en mechanische afwerkingsactiviteiten (*engineered casting solutions*), alsook alle aanvullende en ondersteunende producten en diensten, (iii) alle activiteiten inzake de ontwikkeling, productie en verkoop van geautomatiseerde controlepanelen/besturingsapparaten (*custom made controllers*), vermogenselektronica en elektronisch gestuurde motoren, alsook alle aanvullende en ondersteunende producten en diensten, en (iv) alle activiteiten inzake de ontwikkeling, productie en verkoop en het 3D-printen van onderdelen en het vervaardigen van hoge precisie metalen onderdelen, matrijzenbouw en revisie van matrijzen, alsook alle aanvullende en ondersteunende producten en diensten, zoals hieronder in punt 1.1 op niet-limitatieve wijze opgesomd (de *Bedrijfstak*), doch met uitzondering van de Uitgesloten Activa en de Uitgesloten Passiva die hieronder in punt 1.2 op limitatieve wijze zijn vermeld.

Ingevolge de overdracht van de Bedrijfstak zal Picanol NV geen andere activa en passiva meer hebben dan de limitatief opgesomde Uitgesloten Activa en de Uitgesloten Passiva in punt 1.2 hieronder.

De Bedrijfstak omvat meer in het bijzonder, zonder hiertoe beperkt te zijn:

1.1 Niet-limitatieve opsomming van de in te brengen vermogensbestanddelen

(a) Activa

De volgende activa zullen worden ingebracht in Picanol Group NV (zonder dat deze opsomming limitatieve werking heeft en met uitsluiting van de Uitgesloten Activa):

- Onroerende goederen:
 - o Bebouwde percelen
 - Meenseweg 150, 8900 Ieper; kadastraal perceel: C/0108/E
 - Meenseweg 152, 8900 Ieper; kadastraal perceel: C/0109/H
 - Steverlyncklaan 13, 8900 Ieper; kadastraal perceel: C/0134/A4
 - o Onbebouwde percelen
 - Steverlyncklaan, 8900 Ieper: kadastraal perceel: C/0134/H2

- Kruiskalsyde 8900 Ieper: kadastraal perceel: C/0109/P
- Meenseweg, 8900 Ieper: kadastraal perceel: C/0118/A
- St-Jacobs, 8900 Ieper: kadastraal perceel: C/0068/N2
- St-Jacobs bij Ieper, 8900 Ieper: kadastraal perceel: C/0111/D
- St-Jacobs bij Ieper, 8900 Ieper: kadastraal perceel: C/0119/E
- St-Pieters, 8900 Ieper: kadastraal perceel: C/0122/H
- Zillebekevijver Voetweg, 8900 Ieper: kadastraal perceel: C/0138/P
- Vijverhoek, 8902 Zillebeke: kadastraal perceel: A/0299/B

- Gebouwen te Ieper (Picanol site)

Picanol NV beschikt niet over andere rechten op onroerende goederen dan dewelke hierboven worden vermeld, zodat alle rechten op onroerende goederen worden ingebracht in Picanol Group NV.

- De aandelen en deelnemingen in andere vennootschappen (100%, direct of indirect aangehouden), met name:
 - Proferro NV (een naamloze vennootschap naar Belgisch recht met zetel te Steverlyncklaan 15, 8900 Ieper, België en ondernemingsnummer 0438.243.426)
 - PsiControl NV (een naamloze vennootschap naar Belgisch recht met zetel te Steverlyncklaan 15, 8900 Ieper, België en ondernemingsnummer 0437.446.145); deze vennootschap houdt een 100% participatie aan in PsiControl Srl (een vennootschap naar Roemeens recht met zetel te Campului Street 1A, 505400 Rasnov, Brasov County)
 - Melotte NV (een naamloze vennootschap naar Belgisch recht met zetel te Industrieweg 2019, 3520 Zonhoven, België en ondernemingsnummer 0407.155.421)
 - Picanol do Brasil (een vennootschap naar Braziliaans recht met zetel te Rua Treze de Maio, 164, CEP 13471-030, Americana/ SP)
 - Etablissements Burcklé S.A.S. (een vennootschap naar Frans recht met zetel te Rue de Bourbach-le-Haut 9, 68290 Bourbach-le-Bas)
 - Picanol India Private Ltd (een vennootschap naar Indisch recht met zetel te Janak Puri, Community center, Block - B1, Third Floor, Plot No. 23, New Delhi)

- PT. Picanol Indonesia (een vennootschap naar Indonesisch recht met zetel te Jl. Moh. Toha Km 5,3 no. 56, Bandung 40261, West Java Indonesia)
 - GTP Mexico (een vennootschap naar Mexicaans recht met zetel te Avena 475, Col. Granjas México, Iztacalco, 08400, Mexico D.F.)
 - Picanol Tekstil Makinalari (een vennootschap naar Turks recht met zetel te Dunya Ticaret Merkezi, A2 blok kat:5 no:210, Ataturk Havalimani Karsisi, 34149 Yesilkoy/Istanbul)
 - Picanol of America Inc (een vennootschap naar Amerikaans recht met zetel te Kitty Hawk Road 65 , Greenville SC 29605)
 - Picanol (Suzhou Industrial Park) Textile Machinery Co. Ltd. (een vennootschap naar Chinees recht met zetel te 2, Songzhuang Road, FengTing Avenue, Suzhou Industrial Park, Suzhou 215122)
 - Picanol (Suzhou) Trading Co., Ltd. (een vennootschap naar Chinees recht met zetel te 2, Songzhuang Road, FengTing Avenue, Suzhou Industrial Park, Suzhou 215122)
- Alle voorraden van grondstoffen, onderdelen, producten, niet-afgewerkte producten, verpakkingen, benodigdheden en voorraden die geproduceerd, vervaardigd, gekocht of verworven werden voor gebruik in verband met de werking en uitoefening van de Bedrijfstak;
 - Alle machines, installaties, uitrusting en andere lichamelijke zaken, met inbegrip van reserveonderdelen, kantoorbenodigdheden, gereedschap, meubilair en voertuigen die eigendom zijn van of gehouden worden door Picanol NV onmiddellijk voorafgaand aan de Inbreng van Bedrijfstak en worden gebruikt voor de Bedrijfstak;
 - Alle intellectuele rechten, uitvindingen en know-how, alsook de daaruit voortvloeiende rechten;
 - De rechten van Picanol NV krachtens alle overeenkomsten die geen Uitsluitende Overeenkomsten zijn (de *Overeenkomsten*), mits goedkeuring van de betreffende tegenpartij indien nodig (en onverminderd hetgeen terzake is bepaald in de Overeenkomst);
 - Alle vorderingen, handelsvorderingen, vorderingen op klanten, te ontvangen schuldinstrumenten en alle andere rechten van Picanol NV om betalingen te ontvangen van wie dan ook, die verband houden met de Bedrijfstak, samen met eventuele onbetaalde interesten die daarop zijn aangegroeid, alsook het volledige recht op alle zekerheden voor dergelijke rekeningen of schulden;
 - Onverminderd toepasselijke beperkingen die noodzakelijk zijn voor de eerbiediging van de toepasselijke regelgeving of overeenkomsten met derden, originelen of kopieën van alle boeken, bescheiden, rapporten, correspondentie in welke vorm dan ook, films, microfilms,

bestanden, elektronisch opgeslagen gegevens en documentatie in het bezit of onder de controle van Picanol NV, die gebruikt of gehouden worden voor gebruik met betrekking tot de ingebrachte activa van de Bedrijfstaking, met inbegrip van klantenlijsten, informatie, beleidslijnen en procedures, handleidingen, aanbestedingsdocumenten die gebruikt worden met betrekking tot de ingebrachte activa of de Bedrijfstaking (de *Bedrijfsinformatie*);

- De milieuvergunningen gebruikt in verband met de uitoefening van de Bedrijfstaking (indien overdraagbaar);
- Ieder bedrag ontvangen door Picanol NV van een verzekeringsonderneming met uitzondering van bedragen ontvangen krachtens de Uitgesloten Overeenkomsten; en
- Alle dividenden die werden uitgekeerd aan Picanol NV door de Bedrijfstaking sinds de datum van dit voorstel.

(b) Passiva

De volgende verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva zullen worden ingebracht in Picanol Group NV (zonder dat deze opsomming limitatieve werking heeft en met uitsluiting van de Uitgesloten Passiva):

- Alle verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva die voortvloeien uit de Overeenkomsten, die ingebracht worden in Picanol Group NV;
- Alle verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva, zowel de huidige en toekomstige (met inbegrip van latente verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva), die uit onrechtmatige daad of een andere wettelijke bepaling voortvloeien met betrekking tot de huidige en vroegere activiteiten van de Bedrijfstaking, hierin inbegrepen elke vorm van productaansprakelijkheid;
- Alle verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva (andere dan de Pensioenverplichtingen) die voortvloeien uit de overeenkomst met of anderszins betrekking hebben op de werknemers die nu voor de Bedrijfstaking werken of ervoor gewerkt hebben (de *Werknemers*);
- Alle verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva voor pensioen of een andere voordeel op het ogenblik van het pensioen, met betrekking tot de Werknemers (de *Pensioenverplichtingen*);
- Alle verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva in verband met een beroepsziekte geleden door een Werknemer als gevolg van feiten of omstandigheden waaraan dergelijke Werknemer was blootgesteld in verband met de exploitatie van de Bedrijfstaking;
- Alle verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva aangaande belastingen die verband houden met de ingebrachte activa of de Werknemers als en in de mate dergelijke verbintenissen, schulden, verplichtingen of passiva geen Uitgesloten Passiva zijn;

- Alle verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva in verband met het milieu (met inbegrip van o.a. natuurlijke hulpbronnen en gevaarlijke stoffen) met betrekking tot de Bedrijfstak en de in te brengen activa;
- Alle verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva in verband met enige huidige of toekomstige rechtsgedingen in verband met de Bedrijfstak, de ingebrachte activa of de Werknemers; en
- Alle schulden, handelsschulden, te betalen schuldinstrumenten en alle andere bedragen te betalen door Picanol NV aan enige persoon, die uitsluitend verband houden met de Bedrijfstak, samen met eventuele onbetaalde interesten die daarop zijn aangegroeid.

(c) **Werknemers**

- Alle werknemers van Picanol NV zullen worden tewerkgesteld door Picanol Group NV na de Inbreng van Bedrijfstak.

1.2 *Uitgesloten vermogensbestanddelen*

(a) **Activa**

De volgende activa zullen niet worden ingebracht in Picanol Group NV (de *Uitgesloten Activa*):

- Geld, aandelen of andere instrumenten verhandeld op een gereguleerde markt en andere liquide middelen ten belope van in totaal EUR 49.800.000;
- De aandelen in Verbrugge NV;
- De aandelen in Günne Webmaschinenfabrik GmbH (en haar dochtervennootschap Günne Webmaschinenfabrik GmbH & Co., KG), die geen activiteiten meer voert en zal worden vereffend;
- Alle rechten van Picanol NV krachtens de volgende overeenkomsten (de *Uitgesloten Overeenkomsten*):
 - o De inbrengovereenkomst (*contribution agreement*) gedateerd 15 december 2015 tussen Tessenderlo Chemie NV, Picanol NV, Verbrugge NV en Picanol Group NV (de *Inbrengovereenkomst*);
 - o De intragroepslening gedateerd 1 januari 2015 tussen Verbrugge NV, als ontlener, en Picanol NV, als uitlener, voor een bedrag van EUR 194.496.000, dat op 27 oktober 2015 werd verhoogd tot EUR 215.500.000 (de *Intragroepslening*);
 - o D&O Insurance afgesloten met HDI-Gerling;

- Alle rechten van Picanol NV uitgegeven of aangegaan vóór de Picanol Group Inbreng (inclusief enige uitstaande *letters of credit*, *performance bonds*, *bid bonds* en exportfinancieringen) onder:
 - de EUR 20 miljoen kredietopening bij Belfius Bank NV/SA overeenkomstig de kredietbrief van 10 januari 2012, zoals gewijzigd op 7 april 2015;
 - de EUR 9 miljoen kredietopening bij BNP Paribas Fortis NV/SA overeenkomstig de kredietbrief van 28 november 2011;
 - de EUR 13,5 miljoen kredietopening bij ING Belgium NV/SA overeenkomstig de kredietbrief van 16 december 2011; of
 - de EUR 25 miljoen kredietopening bij KBC Bank NV overeenkomstig de kredietbrief van 20 februari 2012 (samen, de *Kredietopeningen*),

en alle rechten onder de Overeenkomsten die niet overdraagbaar zijn krachtens de procedure van een inbreng van een bedrijfstuk zoals bepaald in artikel 759 tot 767 van het Wetboek van vennootschappen (en onverminderd hetgeen terzake is bepaald in de Inbrengovereenkomst);

- Alle boeken, bescheiden en bestanden van Picanol NV met uitzondering van de Bedrijfsinformatie; en
- Alle rechten op terugbetaling van belastingen, belastingkredieten of soortgelijke voordelen in verband met de ingebrachte activa of de Bedrijfstuk en alle rechten op terugbetaalde belastingen en sociale zekerheidsbijdragen die betrekking hebben op de periode voor de inbreng van de Bedrijfstuk.

(b) Passiva

De volgende verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva zullen niet worden ingebracht in Picanol Group NV (de *Uitgesloten Passiva*):

- Alle verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva die bestaan of voortvloeien uit de inbrengovereenkomst (*contribution agreement*) gedateerd 15 december 2015 tussen Tessenderlo Chemie NV, Picanol NV, Verbrugge NV en Picanol Group NV;
- Alle verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva die bestaan of voortvloeien uit de ontbinding en vereffening van Günne Webmaschinenfabrik GmbH (en haar dochtervennootschap Günne Webmaschinenfabrik GmbH & Co., KG);
- Alle verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva die bestaan of voortvloeien uit mogelijke inbreuken op de wet van 2 augustus 2002 waarvoor de FSMA een onderzoek is opgestart (brieven van 19 juli 2012, 10 juni 2013 en 2 april 2014);

- Alle verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva die bestaan of voortvloeien uit de Kredietopeningen (met inbegrip van verplichtingen uit hoofde van enige uitstaande (i) *letters of credit*, (ii) garanties (inclusief de zogenaamde '*bid bonds*', en '*performance bonds*') en (iii) exportfinancieringen), borgstellingen en andere waarborgen uitgegeven of aangegaan vóór de Picanol Group Inbreng;
- Alle verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva aangaande belastingen die verband houden met de ingebrachte activa of de Bedrijfstak en die betrekking hebben op de periode voorafgaand aan de Inbreng van Bedrijfstak; en
- Alle andere verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva die bestaan of voortvloeien uit de Uitgesloten Activa.

1B BEDRIJFSTAK VERBRUGGE

De bedrijfstak omvat alle elementen van de activa en passiva (materieel en immaterieel) van Verbrugge NV die nodig zijn voor, of bijdragen tot of verband houden met de productie van onderdelen van, en accessoires voor, weefmachines, zoals hieronder in punt 1.1 op niet-limitatieve wijze vermeld (de *Bedrijfstak*), doch met uitzondering van de Uitgesloten Activa en de Uitgesloten Passiva die hieronder in punt 1.2 op limitatieve wijze zijn vermeld.

Ingevolge de overdracht van de Bedrijfstak zal Verbrugge NV geen andere activa en passiva meer hebben dan de limitatief opgesomde Uitgesloten Activa en de Uitgesloten Passiva in punt 1.2 hieronder.

De Bedrijfstak omvat meer in het bijzonder, zonder hiertoe beperkt te zijn:

1.1 *Niet-limitatieve opsomming van de in te brengen vermogensbestanddelen*

(a) Activa

De volgende activa zullen worden ingebracht in Picanol Group NV (zonder dat deze opsomming limitatieve werking heeft en met uitsluiting van de Uitgesloten Activa):

- Alle voorraden van grondstoffen, onderdelen, producten, niet-afgewerkte producten, verpakkingen, benodigdheden en voorraden die geproduceerd, vervaardigd, gekocht of verworven werden voor gebruik in verband met de werking en uitoefening van de Bedrijfstak;
- Alle machines, installaties, uitrusting en andere lichamelijke zaken, met inbegrip van reserveonderdelen, kantoorbenodigdheden, gereedschap, meubilair en voertuigen die eigendom zijn van of gehouden worden door Verbrugge NV onmiddellijk voorafgaand aan de Inbreng van Bedrijfstak en worden gebruikt voor de Bedrijfstak;
- Alle intellectuele rechten, uitvindingen en know-how, alsook de daaruit voortvloeiende rechten;
- De rechten van Verbrugge NV krachtens alle overeenkomsten die geen Uitgesloten Overeenkomsten zijn (de *Overeenkomsten*), mits goedkeuring van de betreffende tegenpartij indien nodig (en onverminderd hetgeen terzake is bepaald in de Overeenkomst). De ingebrachte Overeenkomsten omvatten ook het gebruiksrecht van de Bedrijfstak om voor de uitvoering van haar activiteiten bepaalde ruimtes te gebruiken van Picanol NV;
- Alle vorderingen, handelsvorderingen, vorderingen op klanten, te ontvangen schuldinstrumenten en alle andere rechten van Verbrugge NV om betalingen te ontvangen van wie dan ook, die verband houden met de Bedrijfstak, samen met eventuele onbetaalde interesten die daarop zijn aangegroeid, alsook het volledige recht op alle zekerheden voor dergelijke rekeningen of schulden;

- Onverminderd toepasselijke beperkingen die noodzakelijk zijn voor de eerbiediging van de toepasselijke regelgeving of overeenkomsten met derden, originelen of kopieën van alle boeken, bescheiden, rapporten, correspondentie in welke vorm dan ook, films, microfilms, bestanden, elektronisch opgeslagen gegevens en documentatie in het bezit of onder de controle van Verbrugge NV, die gebruikt of gehouden worden voor gebruik met betrekking tot de ingebrachte activa van de Bedrijfstak, met inbegrip van klantenlijsten, informatie, beleidslijnen en procedures, handleidingen, aanbestedingsdocumenten die gebruikt worden met betrekking tot de ingebrachte activa of de Bedrijfstak (*de Bedrijfsinformatie*);
- De milieuvergunningen gebruikt in verband met de uitoefening van de Bedrijfstak (indien overdraagbaar);
- Ieder bedrag ontvangen door Verbrugge NV van een verzekeringsonderneming met uitzondering van bedragen ontvangen krachtens de Uitgesloten Overeenkomsten; en
- Alle dividenden die werden uitgekeerd aan Verbrugge NV door de Bedrijfstak sinds de datum van dit voorstel.

(b) Passiva

De volgende verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva zullen worden ingebracht in Picanol Group NV (zonder dat deze opsomming limitatieve werking heeft en met uitsluiting van de Uitgesloten Passiva):

- Alle verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva die voortvloeien uit de Overeenkomsten, die ingebracht worden in Picanol Group NV;
- Alle verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva, zowel de huidige en toekomstige (met inbegrip van latente verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva), die uit onrechtmatige daad of een andere wettelijke bepaling voortvloeien met betrekking tot de huidige en vroegere activiteiten van de Bedrijfstak, hierin inbegrepen elke vorm van productaansprakelijkheid;
- Alle verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva (andere dan de Pensioenverplichtingen) die voortvloeien uit de overeenkomst met of anderszins betrekking hebben op de werknemers die nu voor de Bedrijfstak werken of ervoor gewerkt hebben (*Werknemers*);
- Alle verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva voor pensioen of een andere voordeel op het ogenblik van het pensioen, met betrekking tot de Werknemers (*Pensioenverplichtingen*);
- Alle verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva in verband met een beroepsziekte geleden door een Werknemer als gevolg van feiten of omstandigheden waaraan dergelijke Werknemer was blootgesteld in verband met de exploitatie van de Bedrijfstak;

- Alle verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva aangaande belastingen die verband houden met de ingebrachte activa of de Werknemers als in de mate dergelijke verbintenissen, schulden, verplichtingen of passiva geen Uitgesloten Passiva zijn;
- Alle verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva in verband met het milieu (met inbegrip van o.a. natuurlijke hulpbronnen en gevaarlijke stoffen) met betrekking tot de Bedrijfstaking en de in te brengen activa;
- Alle verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva in verband met enige huidige of toekomstige rechtsgedingen in verband met de Bedrijfstaking, de ingebrachte activa of de Werknemers; en
- Alle schulden, handelsschulden, te betalen schuldinstrumenten en alle andere bedragen te betalen door Verbrugge NV aan enige persoon, die uitsluitend verband houden met de Bedrijfstaking, samen met eventuele onbetaalde interesten die daarop zijn aangegroeid.

(c) Werknemers

- Alle werknemers van Verbrugge NV zullen worden tewerkgesteld door Picanol Group NV na de Inbreng van Bedrijfstaking.

1.2 *Uitgesloten vermogensbestanddelen*

(a) Activa

De volgende activa zullen niet worden ingebracht in Picanol Group NV (de *Uitgesloten Activa*):

- De 13.482.812 aandelen Tessenderlo Chemie NV;
- Het recht van opstal dat werd gevestigd ten voordele van Verbrugge NV op de onroerende goederen die zijn gelegen te Rotsestraat 29, Roeselare op de percelen ten kadaster bekend als sectie A nummers 934/M, 943/N, 943/P en 944/P en de daarop door Verbrugge NV opgerichte gebouwen en parkings (de *Opstallen*) die toebehoren aan Verbrugge NV in gevolge een recht van opstal. Door de uitsluiting van de Opstallen worden geen zakelijke rechten op onroerende goederen ingebracht in Picanol Group NV;
- Alle rechten van Verbrugge NV krachtens de volgende overeenkomsten (de *Uitgesloten Overeenkomsten*):
 - o De inbrengovereenkomst (*contribution agreement*) gedateerd 15 december 2015 tussen Tessenderlo Chemie NV, Picanol NV, Verbrugge NV en Picanol Group NV (de *Inbrengovereenkomst*);
 - o D&O Insurance afgesloten met HDI Gerling; en

- De verklaring van berusting van Immo Verbrugge NV gedateerd 10 oktober 2015, en alle rechten onder de Overeenkomsten die niet overdraagbaar zijn krachtens de procedure van een inbreng van een bedrijfstak zoals bepaald in artikel 759 tot 767 van het Wetboek van vennootschappen (en onverminderd hetgeen terzake is bepaald in de Inbrengovereenkomst);
- Alle boeken, bescheiden en bestanden van Verbrugge NV met uitzondering van de Bedrijfsinformatie;
- Alle rechten op terugbetaling van belastingen, belastingkredieten of soortgelijke voordelen in verband met de ingebrachte activa of de Bedrijfstak en alle rechten op terugbetaalde belastingen en sociale zekerheidsbijdragen die betrekking hebben op de periode voor de inbreng van de Bedrijfstak; en
- Alle rechten onder het vonnis van de Rechtbank van de Eerste Aanleg West-Vlaanderen, afdeling Kortrijk van 11 december 2014 gekend onder het rolnummer 13/1587.

(b) Passiva

De volgende verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva zullen niet worden ingebracht in Picanol Group NV (de *Uitgesloten Passiva*):

- De intragroepslening gedateerd 1 januari 2015 tussen Verbrugge NV, als ontlener, en Picanol NV, als uitlener, voor een bedrag van EUR 194.496.000, dat op 27 oktober 2015 werd verhoogd tot EUR 215.500.000 (de *Intragroepslening*);
- Alle verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva die bestaan of voortvloeien uit de inbrengovereenkomst (*contribution agreement*) gedateerd 15 december 2015 tussen Tessenderlo Chemie NV, Picanol NV, Verbrugge NV en Picanol Group NV;
- Alle verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva die bestaan of voortvloeien uit de Intragroepslening;
- Alle verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva die bestaan of voortvloeien uit de milieuverontreiniging op bodem van de Opstallen;
- Alle verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva aangaande belastingen die verband houden met de ingebrachte activa of de Bedrijfstak en die betrekking hebben op de periode voorafgaand aan de Inbreng van Bedrijfstak; en
- Alle andere verbintenissen, schulden, verplichtingen en passiva die bestaan of voortvloeien uit de Uitgesloten Activa.

BIJLAGE 2
VERSLAG VAN DE COMMISSARIS

BIJLAGE 3
WAARDERINGSMETHODE

1 SAMENVATTING VAN DE VERGOEDING

1.1 Overeengekomen uitgifte en prijs van Tessenderlo Chemie NV aandelen

Uitgaande van het aantal bestaande aandelen voor Tessenderlo Chemie NV (“**Tessenderlo**”) van 43.188.561 (na de uitoefening van de 329.405 uitstaande *in-the-money* warranten) heeft de Raad van Bestuur beslist om de buitengewone algemene vergadering van de Vennootschap te verzoeken tot de uitgifte van 25.765.286 nieuwe Tessenderlo aandelen aan EUR 31,5 (de “**Vergoeding**”) aan de aandeelhouders van Picanol Group NV (“**Picanol Group**”), Verbrugge NV (“**Verbrugge**”) en Picanol NV (“**Picanol**”).

Wat de eigen vermogenswaarden op een *stand-alone* basis betreft, is de Raad van Bestuur uitgegaan van de volgende waarderingen:

- De Vennootschap: **EUR 1.360,4 miljoen** (*op basis van 43.188.561 aandelen*) wat een waarde van EUR 31,5 per aandeel impliceert; en
- Picanol: **EUR 811,5 miljoen** (excl. 13.482.812 Tessenderlo aandelen en EUR 49,8 miljoen overtollige cash), wat een waarde van EUR 45,85 euro per aandeel (exclusief aandeel Tessenderlo) impliceert.

1.2 Samenvatting van de waarderingen

De resultaten van de waarderingen aan de hand van elke waarderingmethode samen met de corresponderende Vergoeding worden samengevat in Tabel 1 hieronder:

Tabel 1: Tessenderlo – Picanol waarderingsoverzicht onder verschillende waarderingmethoden en Vergoeding

Methode	Vork (1)	Tessenderlo			Picanol (3)		
		Ondernemingswaarde (m€)	EV/RE BITDA 16E (2)	EV/RE BIT 16E (2)	Ondernemingswaarde (m€)	EV/EBITDA 16E	EV/EBIT 16E
DCF	Hoog	1,621	8.1x	13.4x	863	11.3x	12.6x
	Mid	1,493	7.5x	12.3x	788	10.3x	11.5x
	Laag	1,365	6.8x	11.2x	714	9.3x	10.4x
Trading	Hoog	1,570	7.9x	12.9x	822	10.7x	12.0x
	Mid	1,446	7.2x	11.9x	751	9.8x	11.0x
	Laag	1,323	6.6x	10.9x	680	8.9x	9.9x
Transactie	Hoog	1,784	8.9x	14.7x	856	11.2x	12.5x
	Mid	1,641	8.2x	13.5x	782	10.2x	11.4x
	Laag	1,498	7.5x	12.4x	708	9.2x	10.3x

(1) Waarderingsvorken zijn gebaseerd op een variatie van 10% op de *mid-point* waardering

(2) Gebaseerd op de aangepaste en genormaliseerde REBITDA en REBIT per sectie 2.1 (vi)

(3) Zonder 13.482.812 Tessenderlo aandelen aangehouden door Picanol en EUR 49,8 miljoen overtollige cash

Methode	Vork (1)	Tessenderlo		Picanol (2)	
		Eigen Vermogenswaarde (m€)	Waarde per aandeel(€)	Eigen vermogenswaarde (m€)	Waarde per aandeel(€)
DCF	Hoog	1,409	32,6	820	46,4
	Mid	1,281	29,7	746	42,1
	Laag	1,153	26,7	671	37,9
Trading	Hoog	1,358	31,4	780	44,0
	Mid	1,235	28,6	709	40,0
	Laag	1,111	25,7	638	36,0
Transactie	Hoog	1,572	36,4	814	46,0
	Mid	1,429	33,1	740	41,8
	Laag	1,286	29,8	666	37,6

(1) Waarderingsvorken zijn gebaseerd op een variatie van 10% op de *mid-point* waardering

(2) Zonder 13.482.812 Tessenderlo aandelen aangehouden door Picanol en EUR 49,8 miljoen overtollige cash

Gebaseerd op de weerhouden waarderingsmethodes en met een nadruk op de DCF waarderingsmethode, wordt de volgende eigen vermogenswaarde vork weerhouden voor Tessenderlo en Picanol:

- Tessenderlo: EUR 1.144 – EUR 1.382 miljoen; of EUR 26,5 tot EUR 32,0 per aandeel
- Picanol: EUR 664 – EUR 823 miljoen; of EUR 37,5 tot EUR 46,5 per aandeel

Dit vertegenwoordigt een Picanol aandeelhouderschap in de gecombineerde onderneming van tussen de 53,5% en 60,0%.

Tabel 2: weerhouden waarderingsvork voor Tessenderlo en Picanol

	Tessenderlo		Picanol ^{(2), (3)}		
	Eigen Vermogenswaarde (m€)	Waarde per aandeel(€)	Eigen vermogenswaarde (m€)	Waarde per aandeel(€)	Aandeelhouder schap post-transactie
Hoog	1.382	32,0	823	46,5	56,90%
Mid	1.263	29,3	743	42,0	56,71%
Laag	1.144	26,5	664	37,5	56,47%
Vergoeding	1.360	31,5	811	45,85	56,93%

(1) Waarderingsvorken zijn gebaseerd op een variatie van 10% op de *mid-point* waardering

(2) Aandeelhouderschap post-transactie Picanol zonder rekening te houden met de participatie in Tessenderlo van Symphony Mills

(3) Zonder 13.482.812 Tessenderlo aandelen aangehouden door Picanol en EUR 49,8 miljoen overtollige cash

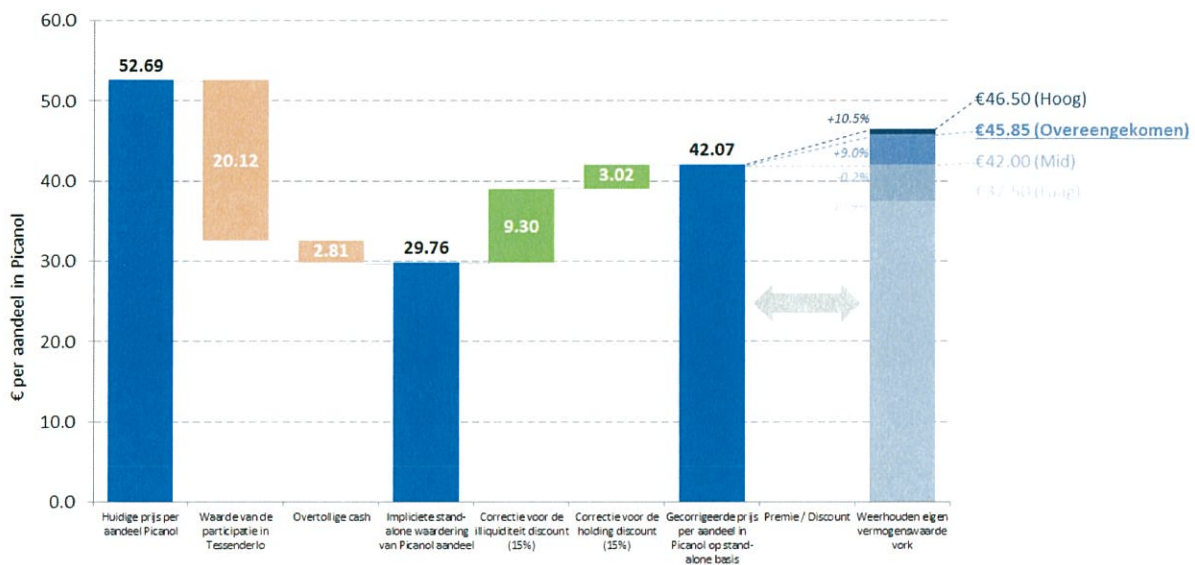
Teneinde de huidige aandelenprijs van Picanol van EUR 52,69⁴ te vergelijken met de weerhouden eigen vermogenswaarde vork per aandeel, werden volgende aanpassingen gedaan teneinde te komen tot een gecorrigeerde Picanol aandelenprijs op een *stand-alone* basis:

- Aftrek van de marktwaarde van het belang van Picanol in de Vennootschap (31,5%)
- Aftrek van de overtollige cash ('*excess cash*') (EUR 49,8 miljoen) die geen onderdeel is van de Transactie.
- Opwaartse correctie voor illiquiditeitsdiscount van 15% waargenomen in Picanol's aandelenprijs ingevolge de beperkte free float en verhandeling⁵.
- Opwaartse correctie voor holding discount van 15% dewelke wordt toegepast op de marktwaarde van Picanol's belang in Tessenderlo. De holding discount is gebaseerd op historische kortingen voor niet-monoholdings⁶ in de Benelux.

⁴ Closing prijs per 11 December 2015.

⁵ Zie o.m. het onderzoek van Shannon P. Pratt

De afbeelding hieronder toont bovenvermelde aanpassingen aan Picanol's huidige aandelenprijs en de daaruit resulterende gecorrigeerde waardering van de *stand-alone* aandelenprijs van Picanol vergeleken met de weerhouden eigen vermogenswaarde vork per aandeel (EUR 37,5 – EUR 46,5), dewelke de overeengekomen eigen vermogenswaarde per aandeel van EUR 45,85 bevat. De lage, mid, overeengekomen en hoge waarde van de weerhouden eigen vermogenswaarde vork vertegenwoordigt een premie/(korting) ten opzichte van de gecorrigeerde stand-alone aandelenprijs van EUR 42,07 respectievelijk (10,9%), (0,2%), 9,0% en 10,5%.



De Raad van Bestuur is er zich van bewust dat andere benaderingen mogelijk zijn met betrekking tot de berekening van de premie betaald voor de aandelen van Picanol die leiden tot andere percentages en verwijst in dit opzicht naar de informatie die het verslag van commissaris bevat. Finaal leidt het resultaat van de bridge die de premie verklaart tot hetzelfde netto resultaat, en de raad is de mening toegedaan dat de bovenstaande bridge de meest gepaste benadering weergeeft.

1.3 Verantwoording van de waarderingen

Een verantwoording van de waarderingen wordt hierna weergegeven.

⁶ De betrokken niet-monoholdings zijn: Ackermans & Van Haaren, Bois Sauvage, Brederode, GBL, Gimv, HAL Trust, Sofina en Quest for Growth.

2 WAARDERING TESSENDERLO EN PICANOL

2.1 Waarderingsprincipes

(a) *Stand-Alone waardering*

Hoewel de raad van bestuur synergiën en efficiëntiewinsten anticipeert uit de bedrijfscombinatie, worden de verschillende entiteiten gewaardeerd op een stand-alone basis.

Met andere woorden, de absolute eigen vermogenswaarden (“*equity value*”) houden geen rekening met de strategische waarde van de bedrijfscombinatie, die een meerwaarde zou kunnen betekenen die dient te worden toegevoegd aan de gecombineerde netto-vermogenswaarde (“*equity value*”).

(b) *Weerhouden waarderingsmethodes*

De volgende waarderingsmethoden werden in beschouwing genomen om de eigen vermogenswaarde van de verschillende entiteiten te waarderen voor het bepalen van de Vergoeding:

- **Discounted Cash Flow (“DCF”) waarderingsmethode:**
 - gericht op het vaststellen van de ondernemingswaarde door het verdisconteren van de toekomstige vrije kasstromen aan de gewogen kost van het kapitaal (“WACC”). Van de ondernemingswaarde worden de netto financiële schuld en schuld-/cash-achtige elementen in mindering gebracht om de eigen vermogens waarde te verkrijgen.
 - wordt sterk beïnvloed door (i) de raming met betrekking tot de verwachte prestaties van de ondernemingen, (ii) de WACC en (iii) de toekomstige groeiratio aangewend om de eindwaarde te berekenen op basis van de “*Gordon en Shapiro*” methode.
- **trading multiples van vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen:**
 - gericht op het vaststellen van de ondernemingswaarde door multiples van vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen toe te passen op de kerncijfers.
- **transactie multiples voor vergelijkbare overnames:**
 - gericht op het vaststellen van de ondernemingswaarde door multiples van vergelijkbare overnames toe te passen op de kerncijfers.
 - werd rekening gehouden met overnames uitgevoerd in de periode 2005-2015. Echter, voor veel vergelijkbare overnames dient te worden opgemerkt dat geen multiples beschikbaar zijn, aangezien de overnamewaarde niet altijd publiek bekend gemaakt werd of omdat de financiële informatie van de doelonderneming niet publiek beschikbaar is.
 - daarnaast merken we op dat (i) de overnames hebben plaatsgevonden om verschillende redenen, ofwel strategische ofwel financiële redenen (bv. in het geval van overnames door private equity spelers); (ii) de voor elke overname betaalde prijs eveneens

afhankelijk kan zijn van andere overname-elementen (bv de overnamestructuur, de verklaringen en waarborgen in de koop-verkoopovereenkomst, enz.); en (iii) bij de beoordeling van de multiples van de voorgaande overnames dient rekening gehouden te worden met de heersende marktomstandigheden op het moment van dergelijke overnames.

Gezien de DCF waarderingsmethode de beste benadering van de volledige intrinsieke waarde oplevert, wordt deze methode als de meest relevante beschouwd. Gezien de tekortkomingen van de trading- en transactie multiples waarderingsmethodes (bv. verschillen in groei en winstgevendheid, tijdstip van transacties, synergiepotentieel, strategische waarde, etc.) krijgen deze waarderingsmethodes een middelmatige tot lage relevantie en dienen ze eerder als een referentiepunt voor de DCF waarderingsmethode (DCF ondersteunende waarderingsmethode).

Twee bijkomende waarderingsmethoden zijn voor informatiedoeleinden overwogen voor Tessengerlo en Picanol:

- de meest recente richtkoersen, zoals gepubliceerd door financiële analisten; en
- de historische beurskoersen.

Elk van deze waarderingsmethoden worden hieronder in meer detail besproken.

(c) ***Waarderingsmaatstaven***

De waardering is gebaseerd op een combinatie van EV/EBITDA en EV/EBIT multiples.

(d) ***Toekomstige cijfers***

De verantwoording van de Vergoeding is gebaseerd op prognoses met betrekking tot de financiële parameters van elke onderneming (met name, de omzet, EBITDA, EBIT, netto werkkapitaal en investeringen). Deze prognoses werden aangeleverd door senior management van de betrokken ondernemingen en nagekeken door de financiële adviseurs.

De prognoses werden gehaald uit de business plannen van de betrokken ondernemingen en de waarschijnlijkheid werd beoordeeld aan de hand van gesprekken van de financiële adviseurs met senior management.

(e) **Genormaliseerde REBITDA en REBIT voor Tessenderlo en aangepaste Netto Schuld Tessenderlo en Picanol voor waarderingdoeleinden**

(i) **Genormaliseerde REBITDA en REBIT per segment voor Tessenderlo**

De REBITDA en REBIT 2015 en 2016 zijn (i) per segment gecorrigeerd voor de *out of division* (niet toegewezen) kosten, waarbij de verdeelsleutel voor deze waarderingsoefening op basis van omzet per business segment is en (ii) voor Agro genormaliseerd voor de SOP (Sulfate of Potash) divisie. Vandaag bevindt de SOP business zich in uitzonderlijk positieve omstandigheden.

Tabel 3: Genormaliseerde REBITDA en REBIT 2015⁷ voor waarderingdoeleinden

<i>in miljoen EUR</i>	<u>Agro</u>		<u>Bio-valorization</u>		<u>Industrial Solutions</u>	
	Jaareinde 2015E	31 december	Jaareinde 2015E	31 december	Jaareinde 2015E	31 december
REBITDA⁽¹⁾	141,5		8,0		46,3	
OOD kosten	(6,0)		(4,9)		(4,1)	
SOP aanpassing	(20,0)		-		-	
Genormaliseerde REBITDA	115,5		3,1		42,2	

<i>in miljoen EUR</i>	<u>Agro</u>		<u>Bio-valorization</u>		<u>Industrial Solutions</u>	
	Jaareinde 2015E	31 december	Jaareinde 2015E	31 december	Jaareinde 2015E	31 december
REBIT	119,3		(35,8)		21,3	
OOD kosten	(6,9)		(5,5)		(4,7)	
SOP aanpassing	(20,0)		-		-	
Genormaliseerde REBIT	92,4		(41,3)		16,6	

(1) aangepast voor de niet-cash impact van de veranderingen in boekhoudkundige inschattingen in 2015 (geschat op EUR 18,6 miljoen)

⁷ REBITDA en REBIT van Tessenderlo uitgezonderd niet-recurrente posten.

Tabel 4: Genormaliseerde REBITDA en REBIT 2016 voor waarderingsdoeleinden

<i>in miljoen EUR</i>	Agro	Bio-valorization	Industrial Solutions
	Jaareinde 31 december 2016E	Jaareinde 31 december 2016E	Jaareinde 31 december 2016E
REBITDA ⁽¹⁾	141,4	34,8	48,3
OOD kosten	(6,0)	(4,5)	(4,5)
SOP aanpassing	(10,0)	-	-
Genormaliseerde REBITDA	125,4	30,3	43,8

<i>in miljoen EUR</i>	Agro	Bio-valorization	Industrial Solutions
	Jaareinde 31 december 2016E	Jaareinde 31 december 2016E	Jaareinde 31 december 2016E
REBIT	113,5	8,1	26,8
OOD kosten	(6,8)	(5,1)	(5,2)
SOP aanpassing	(10,0)	-	-
Genormaliseerde REBIT	96,7	3,0	21,6

(1) aangepast voor de niet-cash impact van de veranderingen in boekhoudkundige inschattingen in 2015 (geschat op EUR 18,6 miljoen)

(ii) *Aangepaste netto schuld voor Tessenderlo*

De netto schuld is gebaseerd op de laatste niet-geauditeerde cijfers en de aanwezige kennis per 30 september 2015. De netto schuld is aangepast voor de (i) EUR 13,5 miljoen uitgestelde belastingschulden van Terelux S.A. (Luxemburg), (ii) de EUR 7 miljoen kapitaalverhoging resulterend uit de uitoefening van “*in-the-money*” warrants en (iii) toepassing van de 7,45% WACC (het gewogen gemiddelde van de WACC's van de drie business segmenten op basis van de geraamde omzetcijfers in 2024) op de overgedragen verliezen.

Tabel 5: Aangepaste netto schuld voor waarderingsdoeleinden.

Net Debt Items (€m)	30 Sep '15	
LT Debt	(226,8)	
ST Debt	(189,9)	
Provision Environmental	(113,5)	
Defined Benefit Liability	(39,7)	
Net Derivatives Position	(31,6)	
DTLs	(23,9)	(i) hierboven
Demolition Provision	(19,4)	
Other Provisions ¹	(17,1)	
Personnel related liabilities ²	(10,6)	
Restructuring Provision	(9,4)	
Loans Granted	0,3	
Other Investments	1,7	
Assets Held for Sale	2,1	
Factoring	3,6	
Assets on defined benefit pension plans	5,1	
Cash inflow from in-the-money warrants	7,0	(ii) hierboven
Investments in Subsidiaries	10,0	
JV Jupiter Sulphur LLC (Philips 66)	39,2	
Tax Loss Carried Forward	74,8	(iii) hierboven
Cash & Cash Equivalents	326,1	
Total Adjusted Net Debt	(211,9)	

¹ omvat provisies voor verlieslatende leasecontracten, provisie voor power purchase agreement, ingeschatte toekomstige kosten en vrijwaringen met betrekking tot de verkochte dochterondernemingen en verschillende individuele minder significante bedragen

² voornamelijk provisies voor brugpensioenen

(iii) *Aangepaste netto schuld voor Picanol*

De netto schuld is gebaseerd op de laatste niet-geauditeerde cijfers en de aanwezige kennis per 30 september 2015. De Netto Schuld is aangepast voor de EUR 49,8 miljoen overtollige cash.

Tabel 6: Aangepaste netto schuld voor waarderingdoeleinden.

Net Debt Items (€m)	30 Sep '15
Long-term debt (>1year)	(15,9)
Deferred tax liabilities	(8,9)
Pension & other liabilities	(6,9)
Provisions	(0,1)
Short-term debt (<1year)	(9,1)
Pension liabilities	(0,5)
Provisions	(6,7)
Export financing debt	(0,3)
Finance leases	(1,6)
Cash & cash equivalents	(18,1)
Cash on balance sheet (30 Sep '15)	31,7
Excess cash	(49,8)
Other financials assets	0,1
Deferred tax assets	0,7
Total Adjusted Net Debt	(42,3)

2.2 Waarderingmethodes voor Tessenderlo

(a) *Discounted Cash Flow methode*

Gezien Tessenderlo Chemie NV actief is in verschillende segmenten met elk een andere dynamiek, wordt de Sum-of-the-Parts methode gebruikt om de ondernemingswaarden en uiteindelijk de eigen vermogenswaarden te berekenen. Hierbij worden de ondernemingswaarden van de drie business-segmenten, i.e. Agro, Bio-valorization en Industrial Solutions, afzonderlijk bepaald in overeenstemming met de Discounted Cash Flow methode. Vervolgens wordt de geaggregeerde netto financiële schuld en schuld-/cash-achtige elementen in mindering gebracht van de som van deze ondernemingswaarden.

De raming met betrekking tot de verwachte prestaties van de drie business-segmenten bestaat uit (i) een raming voor de periode 2015-2019 aangeleverd door senior management en voorgelegd aan de raad van bestuur in juni 2015 en nadien van tijd tot tijd aangepast indien de omstandigheden een aanpassing van de vooruitzichten noodzakelijk maakten) (ii) een raming voor de periode 2020-2024 gebaseerd op extrapolaties die zijn nagekeken door senior management.

(i) *Agro-segment*

Om toekomstige vrije kasstromen te berekenen, is men van de volgende parameters uitgegaan:

- de geschatte jaarlijkse groei van de omzet voor de periode 2015-2019 en 2020-2024 bedraagt respectievelijk 4,7% en 1,5% (3,1% voor 2015-2024). Voornamelijk Kerley US en de startende internationale activiteiten, waar expansie investeringen worden voorzien, dragen bij tot deze groei;
- voor de periode 2015-2019 en 2020-2024 wordt een gemiddelde REBITDA-marge van respectievelijk 20,1% en 18,9% verwacht, iets lager dan de 2014 gerealiseerde marges van 20,7%;
- voor de periode 2015-2019 wordt een jaarlijks investeringsbudget van gemiddeld 7,4% van de omzet verondersteld, iets hoger dan het historisch gemiddelde investeringsbeleid (2012-2014: 6,7%). Voor de periode 2020-2024 wordt een investeringsbeleid van gemiddeld 4,7% van de omzet voorzien;
- de ramingen van het netto-werkkapitaal zijn gebaseerd op inschattingen door senior management van de rotatie van de voorraden en de betalingsvoorwaarden met de klanten en de leveranciers. Het netto-werkkapitaal wordt verwacht licht te stijgen (gemiddelde van 22,5% in 2012-2014) voor de periode 2015-2019 en 2020-2024 met respectievelijk gemiddeld 23,9% en 25,1% van de omzet om zo de klantenservice te verbeteren en op die manier de groei van Agro verder te ondersteunen.

Toekomstige vrije kasstromen zijn verdisconteerd tegen een gewogen kost van het kapitaal van 7,24%. De belangrijkste parameters hiervan worden hieronder weergegeven:

- een risicovrije rentevoet van 1,67%, gebaseerd op de gemiddelde langetermijnrente (10 jaar) van Duitse overheidsobligaties gedurende de afgelopen 5 jaar;
- een kredietmarge van 1,57%, gebaseerd op de gemiddelde nominale rente van in euro-uitgedrukte bedrijfsobligaties uitgegeven door industriële bedrijven met kredietbeoordeling van BBB+, BBB en BBB-;
- een marginaal belastingtarief van 35% (gewogen gemiddelde over de business segmenten heen);
- de kost van het eigen vermogen, berekend volgens het Capital Asset Pricing Model aan de hand van een “*unlevered beta*” van 0,86, gebaseerd op de *Specialty Chemicals*-industrie beta volgens Damodaran, en een marktrisicopremie van 6,75% (gebaseerd op de risicopremie van een mature markt en een additionele land-specifieke risicopremie volgens Damodaran); en
- de huidige gearing ratio (schuld / marktwaarde van het eigen vermogen) van 17,6%.

Op basis van een kapitaalkost van 7,24% en de variërende lange termijn groeivoet (“*LTG*”) van 0,5% / 2,5% resulteert de DCF-waardering in een ondernemingswaarde tussen de EUR 926 miljoen en EUR 1.207 miljoen met een middelpunt van EUR 1.042 miljoen per 30 september 2015.

In het midden van de vork (*LTG*: 1,5%, *WACC*: 7,24%) vertegenwoordigt de restwaarde 71% van de ondernemingswaarde.

Tabel 7: Sensitiviteit op de DCF-waarderingsmethode (in miljoen euro)

WACC	Ondernemingswaarde (€m)					Restwaarde (€m)					Restwaarde als % van de ondernemingswaarde				
	Lange Termijn Groeivoet (%)					Lange Termijn Groeivoet (%)					Lange Termijn Groeivoet (%)				
	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
6,2%	1.120	1.200	1.297	1.418	1.570	797	878	975	1.096	1.248	71%	73%	75%	77%	79%
6,7%	1.015	1.080	1.157	1.251	1.367	702	767	845	938	1.054	69%	71%	73%	75%	77%
7,2%	926	979	1.042	1.116	1.207	623	676	738	813	903	67%	69%	71%	73%	75%
7,7%	850	894	945	1.005	1.077	555	599	651	711	782	65%	67%	69%	71%	73%
8,2%	784	821	863	912	970	498	535	577	626	684	64%	65%	67%	69%	71%

(ii) *Bio-valorization segment*

Om toekomstige vrije kasstromen te berekenen, is men van de volgende parameters uitgegaan:

- de geschatte jaarlijkse groei van de omzet voor de periode 2015-2019 en 2020-2024 bedraagt respectievelijk 2,5% en 0,0% (1,1% voor 2015-2024). Het groeipotentieel wordt als zeer laag geschat omwille van omstandigheden;
- voor de periode 2015-2019 en 2020-2024 wordt respectievelijk een gemiddelde REBITDA-marge van 7,5% en 8,3% verwacht, beduidend hoger dan de 2014 REBITDA marge van 1,8%. De implementatie van operationele verbeteringsprogramma's en het stabiliseren van grondstoffenprijzen zijn de voornaamste onderliggende factoren voor deze verwachte stijging;
- voor de periode 2015-2019 en 2020-2024 wordt een jaarlijks investeringsbudget van respectievelijk gemiddeld 4,5% en 4,7% van de omzet verondersteld in lijn met het historisch gemiddelde (4,2% voor 2012-2014); en
- de ramingen van het netto-werkkapitaal zijn gebaseerd op inschattingen door senior management van de rotatie van de voorraden en de betalingsvoorwaarden met de klanten en de leveranciers. Dit resulteert in een netto-werkkapitaal dat stabiel zal blijven als percentage van de verwachte omzet over de periode (gemiddelde van 22,1% voor 2015-2019 en gemiddelde van 21,9% voor 2020-2024 in vergelijking met een gemiddelde van 22,3% voor 2012-2014).

Toekomstige vrije kasstromen zijn verdisconteerd tegen een gewogen kost van het kapitaal van 7,94%. De belangrijkste parameters hiervan worden hieronder weergegeven:

- een risicovrije rentevoet van 1,67%, gebaseerd op de gemiddelde langetermijnrente (10 jaar) van Duitse overheidsobligaties gedurende de afgelopen 5 jaar;

- een kredietmarge van 1,57%, gebaseerd op de gemiddelde nominale rente van in euro-uitgedrukte bedrijfsobligaties uitgegeven door industriële bedrijven met kredietbeoordeling van BBB+, BBB en BBB-;
- een marginaal belastingtarief van 35%;
- de kost van het eigen vermogen, berekend volgens het Capital Asset Pricing Model aan de hand van een “*unlevered beta*” van 0,97, gebaseerd op het gemiddelde van de *Diversified & Specialty Chemicals*-industrie beta's volgens Damodaran, en een marktrisicopremie van 6,75% (gebaseerd op de risicopremie van een mature markt en een additionele land-specifieke risicopremie volgens Damodaran); en
- de huidige gearing ratio (schuld / marktwaarde van het eigen vermogen) van 17,6%.

Op basis van een kapitaalkost van 7,94% en de variërende lange termijn groeivoet (“*LTG*”) van 0,1% / 1,5% resulteert de DCF-waardering in een ondernemingswaarde tussen de EUR 149 miljoen en EUR 173 miljoen met een middelpunt van EUR 155 miljoen per 30 september 2015.

In het midden van de vork (*LTG*: 0,5%, *WACC*: 7,94%) vertegenwoordigt de restwaarde 69% van de ondernemingswaarde.

Tabel 8: Sensitiviteit op de DCF-waarderingsmethode (in miljoenen euro)

	Ondernemingswaarde (€m)					Restwaarde (€m)					Restwaarde als % van de ondernemingswaarde				
	Lange Termijn Groeivoet (%)					Lange Termijn Groeivoet (%)					Lange Termijn Groeivoet (%)				
	0,1%	0,3%	0,5%	1,0%	1,5%	0,1%	0,3%	0,5%	1,0%	1,5%	0,1%	0,3%	0,5%	1,0%	1,5%
6,9%	178	181	186	198	213	127	130	135	147	161	71%	72%	72%	74%	76%
7,4%	163	165	169	179	191	113	115	120	130	141	70%	70%	71%	72%	74%
7,9%	149	151	155	163	173	102	103	107	115	125	68%	68%	69%	71%	72%
8,4%	138	139	142	149	157	92	93	96	103	111	66%	67%	68%	69%	71%
8,9%	127	129	131	137	144	83	84	87	93	99	65%	65%	66%	68%	69%

(iii) *Industrial Solutions segment*

Om toekomstige vrije kasstromen te berekenen, is men van de volgende parameters uitgegaan:

- de geschatte jaarlijkse groei van de omzet voor de periode 2015-2019 en 2020-2024 bedraagt respectievelijk 7,0% en 2,0%, o.a. door de opstart van de Barrick Goldstrike in Q4 2014 en een herstel van de PPS markt (4,5% voor 2015-2024);
- voor de periode 2015-2019 en 2020-2024 wordt respectievelijk een stabiele gemiddelde REBITDA-marge van 10,5% en 11,0% verwacht, hoger dan de historisch gemiddelde

gerealiseerde marge (7,6% in 2012-2014). Dit is onder andere door de start van de contributie van het *gold leaching* project;

- voor de periode 2015-2019 wordt een jaarlijks investeringsbudget van gemiddeld 6,0% van de omzet verondersteld, in lijn met het historisch gemiddelde investeringsbudget (6,4% in 2012-2014). Voor de periode 2020-2024 wordt een investeringsbeleid van gemiddeld 2,7% van de omzet voorzien; en
- de ramingen van het netto-werkkapitaal zijn gebaseerd op inschattingen door senior management van de rotatie van de voorraden en de betalingsvoorwaarden met de klanten en de leveranciers. Dit resulteert in een netto-werkkapitaal dat stabiel zal blijven als percentage van de verwachte omzet over de periode (gemiddelde van 17,7% voor 2015-2019 en gemiddelde van 17,0% voor 2020-2024 in vergelijking met een gemiddelde van 17,3% voor 2012-2014).

Toekomstige vrije kasstromen zijn verdisconteerd tegen een gewogen kost van het kapitaal van 7,30%. De belangrijkste parameters hiervan worden hieronder weergegeven:

- een risicovrije rentevoet van 1,67%, gebaseerd op de gemiddelde langetermijnrente (10 jaar) van Duitse overheidsobligaties gedurende de afgelopen 5 jaar;
- een kredietmarge van 1,57%, gebaseerd op de gemiddelde nominale rente van in euro-uitgedrukte bedrijfsobligaties uitgegeven door industriële bedrijven met kredietbeoordeling van BBB+, BBB en BBB-;
- een marginaal belastingtarief van 35%;
- de kost van het eigen vermogen, berekend volgens het Capital Asset Pricing Model aan de hand van een “*unlevered beta*” van 0,87, gebaseerd op de mediaan van de voornaamste beursgenoteerde peers, en een marktrisicopremie van 6,75% (gebaseerd op de risicopremie van een mature markt en een additionele land-specifieke risicopremie volgens Damodaran); en
- de huidige gearing ratio (schuld / marktwaarde van het eigen vermogen) van 17,6%.

Op basis van een kapitaalkost van 7,30% en de variërende lange termijn groeivoet (“**LTG**”) van 0,5% / 2,5% resulteert de DCF-waardering in een ondernemingswaarde tussen de EUR 399 miljoen en EUR 517 miljoen met een middelpunt van EUR 448 miljoen per 30 september 2015.

In het midden van de vork (LTG: 1,5%, WACC: 7,30%) vertegenwoordigt de restwaarde 70% van de ondernemingswaarde.

Tabel 9: Sensitiviteit op de DCF-waarderingsmethode (in miljoenen euro)

WACC	Ondernemingswaarde (€m)					Restwaarde (€m)					Restwaarde als % van de ondernemingswaarde				
	Lange Termijn Groeivoet (%)					Lange Termijn Groeivoet (%)					Lange Termijn Groeivoet (%)				
	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
6,3%	481	515	556	607	671	341	375	416	466	530	71%	73%	75%	77%	79%
6,8%	437	464	497	536	585	300	328	361	400	449	69%	71%	73%	75%	77%
7,3%	399	421	448	479	517	267	289	316	347	385	67%	69%	70%	72%	74%
7,8%	366	385	407	432	462	238	257	278	304	334	65%	67%	68%	70%	72%
8,3%	338	354	372	392	417	213	229	247	268	293	63%	65%	66%	68%	70%

(iv) OOD (Out of Division)

Toekomstige vrije kasstromen (jaarlijks EUR -11 miljoen) zijn verdisconteerd tegen een gewogen kost van het kapitaal van 7,45%. Deze werd verkregen door het gewogen gemiddelde van de WACC's van de drie business segmenten, waarbij de geraamde omzetcijfers in 2024 als gewicht fungeren.

Op basis van een kapitaalkost van 7,45% en de variërende lange termijn groeivoet ("LTG") van 0,5% / 2,5% resulteert de DCF-waardering in een ondernemingswaarde tussen de EUR -140 miljoen en EUR -169 miljoen met een middelpunt van EUR -152 miljoen per 30 september 2015.

In het midden van de vork (LTG: 1,0%, WACC: 7,45%) vertegenwoordigt de restwaarde 58% van de ondernemingswaarde.

Tabel 10: Sensitiviteit op de DCF-waarderingsmethode (in miljoenen euro)

WACC	Ondernemingswaarde (€m)					Restwaarde (€m)					Restwaarde als % van de ondernemingswaarde				
	Lange Termijn Groeivoet (%)					Lange Termijn Groeivoet (%)					Lange Termijn Groeivoet (%)				
	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
6,5%	(152)	(172)	(181)	(193)	(207)	(97)	(105)	(115)	(126)	(141)	59%	61%	63%	65%	68%
7,0%	(151)	(158)	(166)	(175)	(186)	(86)	(93)	(101)	(110)	(121)	57%	59%	61%	63%	65%
7,5%	(140)	(146)	(152)	(160)	(169)	(77)	(82)	(89)	(96)	(105)	55%	56%	58%	60%	62%
8,0%	(131)	(136)	(141)	(147)	(154)	(69)	(74)	(79)	(85)	(92)	53%	54%	56%	58%	60%
8,5%	(123)	(127)	(131)	(136)	(142)	(62)	(66)	(71)	(76)	(82)	51%	52%	54%	56%	58%

(v) *Sum-of-the-Parts*

Op basis van een variatie in de lange termijn groeivoet (“LTG”) van -0,5% / 1,0% resulteert de DCF-waardering per 30 september 2015 in een eigen vermogenswaarde tussen de EUR 1.191 miljoen en EUR 1.516 miljoen met EUR 1.280 miljoen als middelpunt.

In het midden van de vork (Δ LTG: 0% (namelijk geen verandering in de LTG voor Agro, Bio-valorization, Industrial Solutions van respectievelijk 1,5%, 0,5% en 1,5%), Δ WACC: 0%) vertegenwoordigt de eindwaarde 72% van de ondernemingswaarde.

Tabel 11: Sensitiviteit op de DCF-waarderingsmethode (in miljoen euro)

	Ondernemingswaarde (€m)					Eigen vermogenswaarde(€m)					Waarde per aandeel (€) (Gediluteerd)				
	Δ Lange Termijn Groeivoet (%)					Δ Lange Termijn Groeivoet (%)					Δ Lange Termijn Groeivoet (%)				
	-0,5%	-0,3%	0,0%	0,5%	1,0%	-0,5%	-0,3%	0,0%	0,5%	1,0%	0,5%	-0,3%	0,0%	0,5%	1,0%
	2.186	2.296	2.420	2.725	3.139	1.974	2.084	2.208	2.513	2.927	45,7	48,3	51,1	58,2	67,8
	1.719	1.786	1.859	2.030	2.246	1.508	1.574	1.647	1.818	2.034	34,9	36,4	38,1	42,1	47,1
	1.403	1.446	1.492	1.599	1.728	1.191	1.234	1.280	1.387	1.516	27,6	28,6	29,7	32,1	35,1
Δ WACC	1.174	1.203	1.235	1.306	1.389	962	991	1.023	1.094	1.177	22,3	23,0	23,7	25,3	27,3
	1.001	1.022	1.044	1.094	1.151	789	810	832	882	939	18,3	18,8	19,3	20,4	21,7

1 Δ LTG: 0% (namelijk geen verandering in de LTG voor Agro, Bio-valorization, Industrial Solutions van respectievelijk 1,5%, 0,5% en 1,5%)

(b) *Trading multiples en vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen*

De trading multiples van vergelijkbare ondernemingen werden gehaald uit Factset. Elk van de ratio's weergegeven in dit onderdeel zijn gebaseerd op de financiële prognoses, de dato 10 november 2015, door de financiële analisten die de vergelijkbare ondernemingen volgen.

De in dit hoofdstuk opgenomen multiples zijn berekend aan de hand van zowel de beurskoers als het aantal uitstaande aandelen van de vergelijkbare ondernemingen per 10 november 2015.

(i) *Agro-segment*

Het Agro – segment van Tessenderlo is actief in de productie en marketing van producten gericht op gewasvoeding en – bescherming.

Op basis van een beschrijving van de activiteiten, werden de volgende beursgenoteerde ondernemingen weerhouden in de analyse van Tessenderlo-Agro peer group:

- Compass Minerals International, Inc. (voornaamste SOP peer) is gespecialiseerd in de productie en marketing van mineralen, inclusief zout, magnesiumchloride en kaliumcarbonaat.

Het bedrijf voorziet Noord- Amerika en Groot-Brittanië van zout van hoogstaande kwaliteit. Daarnaast levert het ook wereldwijd kunstmeststoffen aan kwekers en verdelers. Een ander segment richt zich op de productie en marketing van producten voor ijsafzetting en waterconditionering, ingrediënten voor voedselbereiding en landbouwkundige/industriële toepassingen. Het bedrijf klasseert zich in de zoutindustrie en plantaardige voeding.

- K+S AG (voornaamste SOP peer) is een holding gericht op de productie en distributie van gestandaardiseerde en gespecialiseerde kunstmeststoffen. Het bedrijf organiseert de activiteiten volgens vier segmenten: Kaliumcarbonaat, Magnesium, Zout en de aanvullende activiteiten. Kaliumcarbonaat en Magnesium produceren en verhandelen hoofdzakelijk kunstmeststoffen met deze componenten als basis. Het Zoutsegment heeft als activiteit de productie en marketing van levensmiddelen, stroozout, zout voor chemische bereidingen en puur natriumchloride. De laatste afdeling heeft als voornaamste activiteiten recyclage, afvalverwerking en herbenutting van kaliumcarbonaat.
- American Vanguard Corp. (voornaamste NovaSource peer) is een holding die zich specialiseert in de productie van kunstmeststoffen voor de landbouwsector. Het bedrijf ontwikkelt producten toegepast voor gewas- en dierenbescherming. De dochteronderneming AMVAC Chemical Corp. produceert chemicaliën voor de bescherming van milieu, mens en dier.
- Agrium, Inc. (voornaamste vloeibare meststoffen peer) is een Canadese leverancier gericht op het Retail-segment van agrarische producten en diensten in Noord- en Zuid-Amerika en Australië. Het bedrijf is een wereldwijde groothandelaar van agrarische voedingsstoffen en de grootste markspeler in gespecialiseerde kunstmeststoffen in Noord – Amerika.
- CF Industries Holdings, Inc. (voornaamste vloeibare meststoffen peer) is gespecialiseerd in de productie en distributie van stikstof kunstmeststoffen voor de agrarische en industriële sector. Het bedrijf is actief in vijf segmenten: *Ammonia, Granular Area, UAN, Other* en *Phosphate*.
- Martin Midstream Partners LP is een Amerikaans bedrijf met zeer diverse activiteiten, voornamelijk in de Golfstaten. De vier belangrijkste segmenten zijn *Terminalling and Storage, Natural Gas Services, Sulfur Services* en *Marine Transportation*.
- Monsanto Co. voorziet gespecialiseerde agrarische producten (i.e. zaden, biotechnologische producten en herbiciden) voor de landbouwsector. Monsanto werkt via de volgende segmenten: *Seeds & Genomics* en *Agricultural Productivity*.
- Yara International ASA is een Noorse industriële holding gespecialiseerd in de productie, distributie en verkoop van stikstof chemicaliën. Het bedrijf heeft de volgende segmenten: *Downstream, Industrial* en *Upstream*.
- The Mosaic Co. richt zich op de productie en marketing van geconcentreerde fosfaten en kaliumcarbonaat voor de agrarische industrie.
- Sesoda Corp. produceert en verkoopt SOP. Het bedrijf verkoopt standaardproducten, maar ook meer gespecialiseerde SOP producten. Het bedrijf is gevestigd in Taiwan.

- Het Chileense bedrijf Sociedad Quimica y Minera SA is een producent en distributeur van kunstmeststoffen, kaliumcarbonaat en kaliumnitraat, industriële chemicaliën en andere kunststoffen. Het bedrijf opereert via zes segmenten: *Specialty Plant Nutrients, Industrial Chemicals, Iodine and Derivatives, Lithium and Derivatives, Potassium en Services.*

Tabel 12 hieronder geeft een overzicht van de belangrijkste waarderings- en financiële maatstaven van de geselecteerde vergelijkbare ondernemingen voor 2015E en 2016E.

Tabel 12: Overzicht van waarderingsmaatstaven voor de geselecteerde peer group (in miljoen euro's, tenzij anders vermeld).

Bedrijf	Beurskapitalisatie (m€)	Ondernemingswaarde (m€)	Omzet (m€)	EBITDA (m€)	EV/EBITDA		EBITDA CAGR	EV/EBIT		EBIT CAGR
					2015E	2016E	2014A-2016E	2015E	2016E	2014A-2016E
Voornaamste peers										
Compass Minerals	2.604	3.056	1.132	320	9,4x	9,3x	14,2%	12,3x	12,1x	6,9%
K+S AG	4.671	5.589	4.326	1.104	5,8x	6,7x	6,7%	7,8x	9,8x	4,2%
American Vanguard Corp.	417	497	270	31	16,3x	10,8x	45,1%	48,6x	19,9x	120,5%
Agrium	12.448	17.685	14.228	1.951	8,6x	8,0x	20,5%	11,3x	10,5x	28,5%
CF Industries	10.093	14.595	4.015	1.879	7,8x	6,6x	19,9%	10,2x	8,7x	14,6%
Gemiddelde	6.046	8.284	4.794	1.057	9,6x	8,3x	21,3%	18,0x	12,2x	35,0%
Mediaan	4.671	5.589	4.015	1.104	8,6x	8,0x	19,9%	11,3x	10,5x	14,6%
Andere peers										
Martin	914	1.707	1.065	175	9,8x	9,3x	24,6%	19,5x	18,6x	12,0%
Monsanto	38.282	46.639	13.965	4.382	9,8x	11,0x	2,1%	11,6x	13,3x	0,7%
Yara	11.579	12.527	12.163	2.291	5,4x	5,9x	7,8%	7,2x	8,2x	10,7%
Mosaic	10.666	13.034	8.297	1.973	6,5x	6,3x	5,9%	10,0x	9,7x	7,2%
Sekoda	177	230	135	n.a.	n.a.	n.a.	0,0%	7,9x	7,8x	18,5%
SQM	5.863	5.247	1.789	711	8,8x	8,3x	10,2%	13,9x	12,7x	9,5%
Gemiddelde	11.247	13.231	6.236	1.906	8,1x	8,2x	8,4%	11,7x	11,7x	9,8%
Mediaan	8.264	8.887	5.043	1.973	8,8x	8,3x	6,8%	10,8x	11,2x	10,1%
Agro	n.a.	n.a.	648	141	n.a.	n.a.	10,7%	n.a.	n.a.	7,4%

Bron: FactSet & Bedrijfsinformatie

De multiples in onderstaande Tabel 13 zijn berekend aan de hand van het gewogen gemiddelde van de mediaan van de voornaamste peers (70%) en andere peers (30%). De weerhouden *mid-point* waardering wordt hieronder samengevat in Tabel 13.

Tabel 13: Weerhouden *mid-point* waardering van Agro segment aan de hand van trading multiple methode

	EV/REBITD A 15E	EV/REBI T 15E	EV/REBITD A 16E	EV/REBI T 16E	Weerhouden gemiddelde
Multiple (mediaan)	8,7x	11,2x	8,1x	10,7x	
Metriek (m€)	115,5	92,4	125,4	96,7	
Ondernemingswaarde (m€)	1.004,0	1.032,4	1.013,1	1.037,6	1.021,8

(ii) *Bio-valorization segment*

Het bio-valorization segment van Tessengerlo combineert de activiteiten van de groep in dierlijke bijproducten bestaande uit akiolis (winning, productie en verkoop van proteïnes en vetten) en gelatins (productie en verkoop van gelatines).

Op basis van een beschrijving van de activiteiten, werden de volgende beursgenoteerde ondernemingen weerhouden in de analyse van de Tessengerlo Bio-valorization peer group:

- Darling Ingredients, Inc. is een globale ontwikkelaar en fabrikant van duurzame en natuurlijke ingrediënten van bio – nutriënten voor de farmaceutische industrie, voedingsindustrie en bio-energiesector. Het bedrijf heeft drie segmenten: *Feed Ingredients*, *Food Ingredients* en *Fuel Ingredients*.
- Nitta Gelatin, Inc. verkoopt gelatine en andere collageen-gerelateerde producten. Het Japans bedrijf opereert via twee segmenten: *Collageen Material* en *Formula Solution*.

Tabel 14 hieronder geeft een overzicht van de belangrijkste waarderings- en financiële maatstaven van de gerelateerde vergelijkbare onderneming voor 2015E en 2016E.

Tabel 14: Overzicht van waarderingsmaatstaven voor de geselecteerde peer group (in miljoen euro's, tenzij anders vermeld).

Bedrijf	Beurskapitalisatie (m€)	Ondernemingswaarde (m€)	Omzet (m€)	EBITDA (m€)	EV/EBITDA		EBITDA CAGR	EV/EBIT		EBIT CAGR
					2015E	2016E	2014A-2016E	2015E	2016E	2014A-2016E
Darling Ingredients Inc.	1.600	3.415	3.198	399	8,4x	7,1x	3,1%	24,4x	16,3x	0,0%
Nitta Gelatin	109	183	279	23	7,9x	6,7x	61,8%	16,6x	13,2x	124,4%
Gemiddelde	854	1.799	1.739	211	8,1x	6,9x	32,5%	20,5x	14,7x	62,2%
Mediaan	854	1.799	1.739	211	8,1x	6,9x	32,5%	20,5x	14,7x	62,2%
Bio-valorization	n.a.	n.a.	524	8	n.a.	n.a.	228,8%	n.a.	n.a.	n.m.

Bron: FactSet & Bedrijfsinformatie

De weerhouden *mid-point* waardering wordt hieronder samengevat in Tabel 15.

Tabel 15: Weerhouden *mid-point* waardering van Bio-valorization segment aan de hand van trading multiple methode

	EV/REBITDA 16E	EV/REBIT 16E	Weerhouden gemiddelde
Multiple	6,9x	14,7x	
Metriek	30,3	3,0	
Ondernemingswaarde (m€)	209,7	43,7	126,7

(iii) *Industrial Solutions segment*

Het segment Industrial Solutions van Tessenderlo bestaat uit activiteiten gericht op het aanbieden van producten en oplossingen aan de industriële eindgebruikersmarkt. De voornaamste activiteit van dit segment is het produceren en verkopen van PPS (“*Plastic Pipe Systems*”), aangevuld door waterzuiveringsstoffen en andere specifieke chemicaliën voor de mijnbouwsector.

Op basis van een beschrijving van de activiteiten, werden de volgende beursgenoteerde ondernemingen weerhouden in de analyse van de Tessenderlo Industrial Solutions peer group:

- Mexichem SAB (voornaamste peer) is een producent van gestandaardiseerde chemicaliën en petrochemicaliën. Het bedrijf opereert via drie segmenten: *Chlorine – Vinyl, Fluorine en Integral Solutions*. Met het laatste segment produceert het bedrijf polyvinylchloride pijpleidingen en fittings die gebruikt worden voor transport van vloeibare stoffen.
- Wienerberger AG (voornaamste peer) voorziet technische oplossingen voor de bouwsector. De activiteiten richten zich op de vervaardiging en verkoop van kleistenen, buizen en klinkers. Het fungeert via de volgende segmenten: *Clay Building Materials Eastern Europe, Clay Building Materials Western Europe, Pipes & Pavers Eastern Europe, Pipes & Pavers Western Europe en Holding & Others*.
- Uponor Oyj (voornaamste peer) is een fabrikant van verwarmings- en koelsystemen voor residentiële en commerciële bouwsector. Het opereert via de volgende segmenten: *Building Solutions Europe, Building Solutions North America en Uponor Infra*.
- Kemira Oyj is een globaal bedrijf actief in de waterchemie en levert oplossingen voor water – intensieve industrieën gericht op kwaliteits- en kwantiteitsmanagement. Het bedrijf heeft de volgende segmenten: *Paper Municipal and Industrial, Oil and Mining en Chemosolutions*.
- Georg Fischer AG is een producent van buissystemen en andere producten voor de automobielsector. Het bedrijf werkt via de volgende bedrijfslijnen: *GF Piping Systems, GF Automotive en GF Machining Solutions*.
- Geberit ontwikkelt en distribueert sanitaire producten en systemen voor de residentiële en industriële bouwindustrie.

- Polypipe Group Plc is een Britse industriële holding actief in de productie van plastic buissystemen. Het opereert via de volgende segmenten: Residential Piping Systems, Commercial Piping Systems, Civil and Infrastructure Piping Systems, Carbon Efficient Solutions en Carbon Efficient Solutions.

Tabel 16 hieronder geeft een overzicht van de belangrijkste waarderings- en financiële maatstaven van de gerelateerde vergelijkbare onderneming voor 2015E en 2016E.

Tabel 16: Overzicht van waarderingsmaatstaven voor de geselecteerde peer group (in miljoen euro's, tenzij anders vermeld).

Bedrijf	Beurskapitalisatie (m€)	Ondernemingswaarde (m€)	Omzet (m€)	EBITDA (m€)	EV/EBITDA		EBITDA CAGR	EV/EBIT		EBIT CAGR
					2015E	2016E	2014A-2016E	2015E	2016E	2014A-2016E
Voornaamste peers										
Mexichem	4.934	7.062	5.351	842	8,0x	7,0x	19,4%	14,1x	11,9x	30,2%
Wienerberg	1.933	3.216	3.017	371	6,9x	6,2x	12,5%	17,2x	13,6x	35,0%
Uponor	909	1.046	1.044	101	9,8x	7,6x	12,1%	15,3x	10,9x	16,3%
Gemiddelde	2.592	2.396	3.137	438	8,3x	6,9x	14,6%	15,5x	12,1x	27,2%
Mediaan	1.933	3.216	3.017	371	8,0x	7,0x	12,5%	15,3x	11,9x	30,2%
Andere peers										
Kemira	1.727	2.396	2.388	290	8,3x	7,5x	13,1%	14,0k	12,2k	12,2%
GF	2.405	2.865	3.358	363	7,3x	6,6x	8,2%	10,7x	9,5x	9,0%
Geberit	11.444	12.141	2.396	618	19,6x	17,2x	13,0%	23,4x	20,1x	11,6%
Polypipe	855	973	509	97	11,6x	9,2x	23,0%	15,1x	11,3x	27,6%
Gemiddelde	4.108	4.594	2.163	342	11,7x	10,1x	14,3%	15,8x	13,3x	15,1%
Mediaan	2.066	2.631	2.392	327	10,0x	8,3x	13,1%	14,5x	11,7x	11,9%
Industrial Solutions	n.a.	n.a.	447	46	n.a.	n.a.	23,1%	n.a.	n.a.	63,3%

Bron: FactSet & Bedrijfsinformatie

De multiples in onderstaande Tabel 17 zijn berekend aan de hand van het gewogen gemiddelde van de mediaan van de voornaamste peers (70%) en andere peers (30%). De weerhouden *mid-point* waardering wordt hieronder samengevat in tabel 17.

Tabel 17: Weerhouden *mid-point* waardering van Industrial solutions segment aan de hand van trading multiple methode

	EV/REBITD A 15E	EV/REBI T 15E	EV/REBITD A 16E	EV/REBI T 16E	Weerhouden gemiddelde
Multiple (mediaan)	8,6x	15,0x	7,4x	11,8x	
Metriek (m€)	42,2	16,6	43,8	21,6	
Ondernemingswaarde (m€)	362,9	249,2	322,8	256,3	297,8

(iv) *Sum-of-the-Parts*

De ondernemingswaarde wordt berekend aan de hand van de som van de ondernemingswaarden van de drie onderliggende business segmenten. De weerhouden *mid-point* waardering wordt hieronder samengevat in Tabel 18.

Tabel 18: Weerhouden *mid-point* waardering van Tessenderlo aan de hand van trading multiple methode

Item	Agro	Bio-valorization	Industrial Solutions	Total
Ondernemingswaarde (som van de gemiddelden)	1.021,8	126,7	297,8	1.446,3
Eigen Vermogenswaarde (m€)				1.234,4
# aandelen (m)				43,2
Waarde per aandeel (€)				28,6

(c) *Multiples in vergelijkbare overnames*

Deze methode impliceert een beoordeling van de eigen vermogenswaarde aan de hand van overnames, die vergelijkbaar zijn wat betreft de activiteiten.

(i) *Agro-segment*

De weerhouden overnames zijn de volgende:

- In juli 2005 is Great Lakes Chemical Corporation, een Amerikaanse producent van gespecialiseerde chemicaliën die gebruikt worden voor waterzuivering, huishoudelijke producten en producten gericht op brandveiligheid, overgenomen door Chemtura Corporation.
- In februari 2006 is Royster Clark, Inc. overgenomen door Agrium Inc. De activiteiten richten zich op meststoffen, zaden en allerhande producten voor gewassen.
- In januari 2007 heeft Yara International ASA het Braziliaanse bedrijf, Fertibras SA dat gespecialiseerd is in meststof, deels overgenomen. Een maand later werd het overige deel overgenomen door Richardson International Limited.

- Kemira GrowHow Oyj, een Fins bedrijf gespecialiseerd in meststoffen, werd in september 2007 overgenomen door Viterro Inc.
- Sinds februari 2008 fungeert Cheminova Deutschland GmbH & Co als een dochteronderneming van Cheminova A/S. Het bedrijf engageert zich in de productie van materialen voor gewasbescherming. Anderzijds is het ook een belangrijke leverancier van verschillende herbiciden, insecticiden en acariciden.
- Uralchem OJSC, één van de grootste producenten van (fosfaat) meststoffen in Rusland heeft in mei 2008 het merendeel van Voskresensk overgenomen. Ook Voskresensk OJSC is een belangrijke producent van meststoffen met als basis fosfaat en apatiet.
- In juli 2008 werd een overeenkomst afgesloten tussen Yara International en SaskFerco om deze laatste over te nemen. Saskferco Products, Inc. was een belangrijke producent van meststoffen met een nitrogeen basis.
- In april 2010 werd er een sterke alliantie gevormd tussen enerzijds Nufarm Limited en Sumitomo Chemical Co Ltd. Nufarm Limited was een Australische producent van chemicaliën voor gewasbescherming.
- Uralkali OJSC en JCS Silvinit bundelden in de zomer van 2010 hun krachten. Beide bedrijven hebben een Russische afkomst en zijn belangrijke spelers op de markt van meststoffen gebaseerd op kaliumcarbonaat. Later werd ook JSC International Potash Company, ook gebaseerd in Rusland, overgenomen door bovenstaande bedrijven. Dit bedrijf was ook gericht op kaliumcarbonaat en vervaardigde meststoffen en tafelsout. In 2013 werd ook Uralkali OJSC deels overgenomen door Chengdon Investment Corporation, Uralchem OJSC en The Onexim Group.
- The Mosaic Company richt zich op de productie en marketing van geconcentreerd fosfaat en kaliumcarbonaat. Het bedrijf is ontstaan vanuit de divisie van Cargill Inc die zich specialiseerde in de productie van gewasvoeding. In januari 2014 heeft het bedrijf een deel van 10 procent overgenomen.
- Azoty – Adipol SA fungeert als een dochteronderneming van Zakłady Azotowe Pulawy sinds januari 2012. De Poolse groep vervaardigt en verhandelt chemicaliën gebaseerd op kaliumcarbonaat, nitraat en fosfaat voor meststoffen en voedingschemie. Zakłady Azotowe Pulawy SA is op zijn beurt overgenomen in 2012 door Synthos SA.
- In juli 2012 werd SD Agchem BV overgenomen door UPL Ltd. Het Nederlands bedrijf was een producent van chemicaliën voor gewasbescherming.
- In oktober 2014 sloot Yara International de overname van OFD Holding Inc. af. Hierna startte het integratieproces van de OFD activiteiten voornamelijk bestaande uit de productie en commercialisatie van (mineraal)meststoffen voor agrarische doeleinden.
- Tegelijkertijd vond de (gedeeltelijke) overname plaats van Albaugh LLC door Nutrichem Co Ltd. Het Amerikaans bedrijf produceert en formuleert chemicaliën bestemd voor gewasbescherming.
- Een maand later werd de overname van Chemtura Agrosolutions door Platform Specialty Products Corporation afgewerkt. Chemtura Agrosolutions is ook een Amerikaans leverancier van chemicaliën voor agrarische doeleinden.

- In april 2015 werd het Deens bedrijf Cheminova A/S overgenomen. Dit bedrijf focuste zich op de ontwikkeling, productie en marketing van gewasbescherming en fijne chemicaliën. De tegenpartij was FMC Corporation.
- Het laatste voorbeeld is GrowHow UK Limited door CF Industries, een Brits bedrijf toegespitst op meststoffen en aangrenzende processen binnen de sector van chemicaliën.

Tabel 19: multiples in vergelijkbare overnames voor Agro-segment

Datum Voltooiing	Doel Onderneming	Bieder Onderneming	EV/EBITDA	EV/EBIT
Jul - 05	Great Lakes Chemical Corporation	Chemtura Corporation	12,0x	34,1x
Feb - 06	Royster-Clark, Inc.	Agrium Inc.	8,0x	15,0x
Jan - 07	Fertibras SA (48.09% Stake)	Yara International ASA	8,5x	11,5x
Feb - 07	Agricore United	Richardson International Limited	8,7x	14,9x
Jun - 07	Agricore United	Viterra Inc.	9,3x	16,0x
Sep - 07	Kemira GrowHow Oyj	Yara International ASA	15,8x	n.a.
Feb - 08	Cheminova Deutschland GmbH & Co. KG (50% Stake)	Cheminova A/S	22,1x	30,7x
Mei - 08	Voskresensk Mineral Fertilizers OJSC (71.72% Stake)	Uralchem OJSC	9,2x	10,3x
Okt - 08	Saskferco Products Inc	Yara International ASA	7,8x	n.a.
Apr - 10	Nufarm Limited (20% Stake)	Sumitomo Chemical Co Ltd	15,6x	22,4x
Jun - 10	Uralkali OJSC (53.2% Stake)	Kaliha Finance Limited; Aerellia Investments Limited ; Becounioco Holdings Limited	18,5x	23,0x
Aug - 10	JSC Silvinit (44% Stake)	Fenguard Limited/Forman Commercial Ltd	6,5x	7,2x
Mei - 10	The Mosaic Company (40% Stake)	Cargill Inc (Shareholders)	20,2x	27,3x
Jun - 11	JSC International Potash Company (33.01% Stake)	Uralkali OJSC - IBH Beteiligungs und Handelsges.m.b.H; Galua Management Limited	9,7x	11,0x
Jan - 12	Azoty-Adipol SA (85% Stake)	Zaklady Azotowe Pulawy SA	9,5x	14,4x
Jun - 12	Zaklady Azotowe Pulawy SA	Synthos SA	3,6x	4,5x
Jul - 12	SD Agchem (Netherlands) B.V.	UPL Ltd	6,0x	11,8x
Sep - 13	Uralkali OJSC (54,25% Stake)	Chengdong Investment Corporation/Uralkchem OJSC/The ONEXIM Group)	8,0x	9,9x
Jan - 14	The Mosaic Company (10.16% Stake)	The Mosaic Company	6,3x	8,0x
Okt - 14	Agriphar S.A.	Platform Specialty Products Corporation	11,8x	n.a.
Okt - 14	OFD Holding Inc	Yara International ASA	10,8x	n.a.
Okt - 14	Albaugh, LLC (20% Stake)	Nutrichem Co., Ltd.	n.a.	19,9x
Nov - 14	Chemtura AgroSolutions	Platform Specialty Products Corporation	10,0x	11,4x
Apr - 15	Cheminova A/S	FMC Corporation	13,0x	16,7x
Jul - 15	GrowHow UK Limited (50% Stake)	CF Industries Holdings, Inc.	7,8x	11,7x
Gemiddelde			10,8x	15,8x
Mediaan			9,4x	14,4x

Bron: MergerMarket

De weerhouden *mid-point* waardering wordt hieronder samengevat in tabel 20.

Tabel 20: Weerhouden *mid-point* waardering van Agro-segment aan de hand van de vergelijkbare overnames multiple methode

	EV/REBIT DA 14A	EV/REBI T 14A	EV/REBIT DA 15E	EV/REBI T 15E	EV/REBIT DA 16E	EV/REBI T 16E	Weerhoud en gemiddeld e
Multiple (mediaan)	9,4x	14,4x	9,4x	14,4x	9,4x	14,4x	
Metriek (m€)	102,4	83,9	115,5	92,4	125,4	96,7	
Ondernemingswaarde (m€)	963,2	1.210,6	1.086,5	1.334,2	1.179,9	1.396,0	1.195,1

(ii) *Bio-valorization segment*

De weerhouden overnames zijn de volgende:

Er zijn twee overnames geselecteerd, namelijk Rothsay Ltd en VION Ingredients Nederland (Holding) BV. Beiden zijn overgenomen door Darling Ingredients, Inc. Rothsay Ltd is een Canadees bedrijf gespecialiseerd in het samenbrengen, verwerken en recycleren van dierlijke bijproducten. Vion daarentegen, is een Nederlands bedrijf dat proteïnes, vetten, plasma en gelatines vervaardigt en verkoopt.

Tabel 21: multiples in vergelijkbare overnames voor Bio-valorization segment

Datum voltooiing	Doel Onderneming	Bieder Onderneming	EV/EBITDA	EV/EBIT
Okt - 13	Rothsay Ltd.	Darling Ingredients, Inc.	7,2	n.a.
Jan - 14	VION Ingredients Nederland (Holding) B.V.	Darling Ingredients, Inc.	10,9	16,7x
Gemiddelde			9,1x	16,7x
Mediaan			9,1x	16,7x

Bron: MergerMarket

De weerhouden *mid-point* waardering wordt hieronder samengevat in tabel 22.

Tabel 22: Weerhouden *mid-point* waardering van Bio-valorization segment aan de hand van de vergelijkbare overnames multiple methode

	EV/REBITDA 16E	EV/REBIT 16E	Weerhouden gemiddelde
Multiple (mediaan)	9,1x	16,7x	
Metriek (m€)	30,3	3,0	
Ondernemingswaarde (m€)	274,4	49,5	161,9

(iii) *Industrial solutions segment*

De weerhouden overnames zijn de volgende:

- Wavin NV is een Europese marktleider op het gebied van kunststof leidingsystemen. In 2005 werd het bedrijf gedeeltelijk verkocht aan CBC Capital Partners en Alpinvest Partners BV. Later in 2007 nam Ageas NV en ABN Amro Rothschild de resterende aandelen over. In 2012 bracht het Mexicaanse chemiebedrijf Mexichem een bod uit op alle aandelen van Wavin.
- In augustus 2008 heeft Polypipe Group, een Britse producent van plastic buissystemen en andere diensten voor de bouwsector, een definitieve overeenkomst getekend om te worden overgenomen door het Londense Caird Capital.
- In 2007 werd een deel overgenomen van Kemira Oyj door een combinatie van private investeerders en een verzekeringsmaatschappij. Kemira Oyj focuste zich op de productie van chemicaliën voor water – intensieve industrieën.
- Pipelife International GmbH is voor 50% overgenomen in mei 2012 door Wienerberger AG. Het bedrijf vervaardigde en distribueerde leidingsystemen.

Tabel 23: multiples in vergelijkbare overnames voor Industrial Solutions segment

Datum Voltooiing	Doel Onderneming	Bieder Onderneming	EV/EBITDA	EV/EBIT
Aug - 05	Wavin NV (46% Stake)	CVC Capital Partners Limited; Alpinvest Partners B.V.	6,3	9,6
Apr - 07	Wavin NV (45.65% Stake)	Ageas NV; ABN Amro Rothschild	8,8	12,7
Aug - 07	Polypipe Group plc	Caird Capital LLP	14,2	20,8
Aug - 07	Kemira Oyj (32.1% Stake)	Ilmarinen Mutual Pension Insurance Company; Suomi Mutual Life Assurance Company; Varma Mutual Pension Insurance Company; Mandatum Life Insurance Company Limited; Oras Invest Oy; Jari, Jukka and Pekka Paasikivi (private investors)	9,6	15,4
Mei - 12	Wavin NV (98% Stake)	Mexichem S.A.B.de C.V.	10,3	28,4
Mei - 12	Pipelife International GmbH (50% Stake)	Wienerberger AG	5,3	8,9
Gemiddelde			9,1x	16,0x
Mediaan			9,2x	14,0x

Bron: MergerMarket

De weerhouden *mid-point* waardering wordt hieronder samengevat in tabel 24.

Tabel 24: Weerhouden *mid-point* waardering van Industrial Solutions segment aan de hand van de vergelijkbare overnames multiple methode

	EV/REBITDA 14A	EV/REBIT 14A	EV/REBITDA 15E	EV/REBIT 15E	EV/REBITDA 16E	EV/REBIT 16E	Weerhouden gemiddelde
Multiple (mediaan)	9,2x	14,0x	9,2x	14,0x	9,2x	14,0x	
Metriek (m€)	28,9	8,1	42,2	16,6	43,8	21,6	
Ondernemingswaarde (m€)	265,1	113,9	386,6	232,7	401,2	303,9	283,9

(iv) *Sum-of-the-Parts*

De ondernemingswaarde wordt berekend aan de hand van de som van de ondernemingswaarden van de drie onderliggende business units. De weerhouden *mid-point* waardering wordt hieronder samengevat in Tabel 25.

Tabel 25: Weerhouden *mid-point* waardering van Tessenderlo Chemie NV aan de hand van de vergelijkbare overnames multiple methode

Item	Agro	Bio-valorization	Industrial Solutions	Total
Ondernemingswaarde (som van de gemiddelden)	1.195,1	161,9	283,9	1.640,9
Eigen Vermogenswaarde (m€)				1.429,54
# aandelen (m)				43,2
Waarde per aandeel (€)				33,1

(d) *Richtkoers van financiële analisten*

Vijf analisten (i.e. ABN Amro, Degroof Petercam Corporate Finance, ING, KBC Securities en Rabobank) volgen Tessenderlo Chemie NV en ze rapporteren periodiek over de onderneming (inclusief een richtkoers voor de aandelen, evenals een aanbeveling om de aandelen van de onderneming aan te kopen, te houden of te verkopen).

In de onderstaande tabel bedraagt het gemiddelde van de richtkoers EUR 35 en de mediaan EUR 34.

Tabel 26: Overzicht van de aanbevelingen en richtkoersen van financiële analisten

Beurshuis	Datum	Aanbeveling	Richtkoers
ABN Amro	28 nov '15	Kopen	39 (1)
Degroof Petercam Corporate Finance	27 okt '15	Kopen	38 (1)
ING	04 nov '15	Houden	32
KBC Securities	28 okt '15	Houden	32
Rabobank	27 aug '15	Houden	34
Gemiddelde			35
Mediaan			34

Bron: analistenrapporten, Bloomberg

- (1) ABN Amro's richtkoers van €39 omvat een waardering voor het Bio-valorization segment van EUR 422m, terwijl de EUR 38 richtkoers van Degroof Petercam Corporate Finance gebaseerd is op een multiple van Syngenta.

(e) *Historische prijsevolutie van de aandelen*

De onderstaande grafiek geeft de koersontwikkeling weer gedurende de afgelopen 2 jaar, sinds de intrede van Picanol in Tessenderlo, alsook de belangrijkste gebeurtenissen in deze periode



1	20 Nov 13	Verkoop van Aliphos' fosfaat activiteiten aan EcoPhos SA
2	26 Feb 14	Resultsaten 2013: verlies van €65m
3	30 Apr 14	Sterke 1Q resultaten
4	29 Aug 14	Sterke 1H resultaten; Sterker dan voorspellingen
5	16 Dec 14	Succesvolle <i>rights offering</i> van €175m om groei te financieren
6	11 Feb 15	Acquisitie van Herbicide norflurazon activa van Syngenta
7	24 Apr 15	<i>Outlook</i> 2015 verhoogd; Thio-Sul productie-eenheid in Rouen
8	19 Jun 15	Obligatie-uitgifte van max €250m, tweedelig (7Y & 10Y obligaties)
9	26 Aug 15	Gerapporteerde omzet verhoogd maar waarschuwing betreffende economische en financiële volatiliteit
10	2 Oct 15	Acquisitie van Global Hexazinone solo product & Hexazinone/Diuron-only mix van DuPont
11	28 Oct 15	3Q REBITDA omhoog met 23.5%, voornamelijk gedreven door Industrial Solutions

Bron: FactSet & Bedrijfsinformatie

Tot en met Q1 2015 heeft de aandelenkoers in lijn met de markt gepresteerd. Vanaf mei 2015 presteert Tessenderlo beter dankzij verbeterde vooruitzichten en groei-investeringen. In Q4 2015 is de aandelenkoers onder druk gekomen. Over de besproken periode is de aandelenkoers gestegen met 43,1% (op basis van een slotkoers van EUR 18,46 en EUR 26,40 op respectievelijk 1 november 2013 en 11 december 2015) en overtrof het zo de BEL 20-index die een totaal rendement van 22,5% behaalde over dezelfde periode.

Tabel 27: Historische prestatie van Tessenderlo Chemie NV

In EUR	Laag	Hoog	VGGP ⁽¹⁾
1 maand	25,16	29,45	27,95
3 maanden	25,16	29,45	27,82
6 maanden	25,16	36,68	30,92
12 maanden	20,25	36,68	28,38

Bron: FactSet (11 december 2015) (1) Volume Gewogen Gemiddelde Prijs

2.3 Waarderingsmethodes voor Picanol

(a) *Discounted Cash Flow methode*

De raming met betrekking tot de verwachte prestaties van de business segmenten bestaat uit (i) een raming voor de periode 2015-2020 aangeleverd door senior management en voorgelegd aan de raad van bestuur op 11 juni 2015 en (ii) een raming voor de periode 2021-2024 gebaseerd op extrapolaties die zijn nagekeken door senior management.

Om toekomstige vrije kasstromen te berekenen, is men van de volgende parameters uitgegaan:

- de geschatte jaarlijkse groei van de omzet voor de periode 2015-2020 en 2021-2024 bedraagt respectievelijk 2,8% en 3,3%, respectievelijk 2,1% voor 2015-2024). Deze verwachte groei is voornamelijk afkomstig van hun Industries activiteiten;
- voor de periode 2015-2020 en 2021-2024 wordt respectievelijk een gemiddelde EBITDA-marge van 17,2% en 17,5% verwacht, iets lager dan het gemiddelde van 18% in 2012-2014.
- voor de periode 2015-2020 en 2021-2024 wordt een jaarlijks investeringsbudget voor machines van respectievelijk gemiddeld 1,7% en 1,5% van de omzet verondersteld.
- de ramingen van het netto-werkkapitaal zijn gebaseerd op inschattingen door senior management van de rotatie van de voorraden en de betalingsvoorwaarden met de klanten en de leveranciers. Dit resulteert in een netto-werkkapitaal dat stabiel zal blijven als percentage van de verwachte omzet over de periode (gemiddeld 7,6% voor 2015-2024);

Toekomstige vrije kasstromen zijn verdisconteerd tegen een gewogen kost van het kapitaal van 8,80%, wat eigenlijk de kost van het eigen vermogen is gezien Picanol NV geen schulden heeft. De belangrijkste parameters hiervan worden hieronder weergegeven:

- een risicovrije rentevoet van 1,67%, gebaseerd op de gemiddelde langetermijnrente (10 jaar) van Duitse overheidsobligaties gedurende de afgelopen 5 jaar;
- een marginaal belastingtarief van 26%;
- de kost van het eigen vermogen, berekend volgens het Capital Asset Pricing Model aan de hand van een “*unlevered beta*” van 1,05, gebaseerd op de *Machinery*-industrie beta volgens

Damodaran en een marktrisicopremie van 6,75% (gebaseerd op de risicopremie van een mature markt en een additionele land-specifieke risicopremie volgens Damodaran); en

- de huidige gearing ratio (schuld / marktwaarde van het eigen vermogen) van 0,0%.

Op basis van een kapitaalkost van 8,80% en de variërende lange termijn groeivoet ("LTG") van 0,5% / 2,5% resulteert de DCF-waardering in een eigen vermogenswaarde tussen de EUR 698 miljoen en EUR 809 miljoen met een middelpunt van EUR 746 miljoen per 30 september 2015.

In het midden van de vork (LTG: 1,5%, WACC: 8,80%) vertegenwoordigt de restwaarde 50% van de ondernemingswaarde.

Tabel 28: Sensitiviteit op de DCF-waarderingsmethode (in miljoenen euro)

	Ondernemingswaarde (€m) (1)					Eigen vermogenswaarde (€m) (1)					Waarde per aandeel (€) (1)				
	Lange Termijn groeivoet (%)					Lange Termijn groeivoet (%)					Lange Termijn Groeivoet (%)				
	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
7,8%	842	873	910	953	1004	799	831	868	911	962	45,2	46,9	49,0	51,5	54,3
8,3%	788	814	845	880	921	746	772	782	837	879	42,1	43,6	45,3	47,3	49,6
8,8%	741	763	788	817	851	698	721	746	775	809	39,4	40,7	42,1	43,8	45,7
9,3%	699	717	739	763	791	656	675	696	721	749	37,1	38,1	39,3	40,7	42,3
9,8%	661	677	695	716	739	619	635	653	673	697	35,0	35,9	36,9	38,0	39,4

(1) exclusief de Tessenderlo aandelen aangehouden door Picanol en EUR 49,8 m overtollige cash.

(b) *Trading multiples en vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen*

De trading multiples van vergelijkbare ondernemingen werden gehaald uit Factset. Elk van de ratio's weergegeven in dit onderdeel zijn gebaseerd op de financiële prognoses, de dato 10 november 2015, door de financiële analisten die de vergelijkbare ondernemingen volgen.

De in dit hoofdstuk opgenomen multiples zijn berekend aan de hand van zowel de beurskoers als het aantal uitstaande aandelen van de vergelijkbare ondernemen per 10 november 2015.

Op basis van een beschrijving van de activiteiten, werden de volgende genoteerde ondernemingen weerhouden in de analyse van de Picanol peer groep:

- Schweiter Technologies AG is gespecialiseerd in het ontwikkelen, produceren en verdelen van gesofisticeerde machines en composiet materialen. De onderneming heeft twee business units: Composites & SSM Textile Machinery.
- Lakshmi Machine Works Ltd. produceert en verkoopt spinmachines voor de textielindustrie, CNC (Computer Numerical Control) machine tools en componenten voor de

luchtvaartindustrie. De onderneming heeft drie business units: Textile Machinery, Machine Tools en Foundry.

- Nesco Ltd. produceert, ontwerpt en verwerkt ingenieur producten. Het produceert verschillende componenten en tools voor de textielindustrie en pompen voor on-shore olie terugwinning.
- OC Oerlikon Corp. AG voorziet verscheidene technologie oplossingen. De onderneming heeft de volgende business units: Surface Solutions, Manmade Fibers, Drive Systems & Vacuum. Het Manmade Fibers segment ontwikkelt en produceert textielmachines.
- Rieter Holding AG produceert textielmachines en componenten gebruikt in het spinproces. Het heeft de volgende business units: Spun Yarn Systems and Premium Textile Components. Het Spun Yarn Systems segment ontwikkelt en produceert machines en systemen voor het verwerken van natuurlijke en synthetische draden tot garen.
- Shima Seiki Manufacturing, Ltd. ontwikkelt, produceert en verkoopt geautomatiseerde stikmachines. De onderneming heeft de volgende business units: Flat Knitting Machine, Design System-related, Glove & Sock Knitting Machine, en Others.
- Zhejiang Jinggong Science & Technology Co., Ltd. ontwikkelt, produceert en verkoopt elektrische en mechanische integratieproducten, milieubeschermdere uitrusting, ingenieursuitrusting, brugkranen, auto-onderdelen en textielmachines.
- Componenta Oyj levert giet-oplossingen. Het heeft de volgende segmenten: Foundry, Machine Shop, Aluminum en Other Business
- Juki Corp. produceert en verkoopt zaagmachines en industriële uitrustingen. De onderneming heeft de volgende business units: Sewing Machinery, Electronic Assembly Systems, en Others. Met het Sewing Machinery segment produceert en verkoopt de onderneming industriële en huishoudelijke stikmachines.
- Ningbo Cixing Co., Ltd. levert ontwikkelt, produceert en verdeelt verschillende soorten geautomatiseerde stikmachines.
- Zhejiang RIFA Precision Machinery Co., Ltd. produceert CNC machine tools en draaibank producten. Hun producten zijn gecategoriseerd in de volgende divisies: CNC Vertical Lathe, CNC Horizontal Lathe, CNC Vertical Machining Center, CNC Horizontal Machining Center, CNC Gantry Machining Center, Floor Type Boring Machine, Automatic Bearing System, Automatic Bearing Systems, en Specialized Grinding Machines.

Tabel 29 hieronder geeft een overzicht van de belangrijkste waarderings- en financiële maatstaven van de geselecteerde vergelijkbare ondernemingen voor 2015E en 2016E.

Tabel 29: Overzicht van waarderingsmaatstaven voor de geselecteerde peer group

Bedrijf	Marktwaaarde (m€)	Ondernemingswaarde (m€)	Omzet (m€)	EBITDA (m€)	EV/EBITDA		EBITDA CAGR	EV/EBIT		EBIT CAGR
					2015E	2016E	2014A-2016E	2015E	2016E	2014A-2016E
Schweiter Technologies	1,092	985	845	88	10.8x	9.6x	20.30%	15.2x	13.6x	20.50%
Lakshmi M.W.	566	421	349	43	9.8x	8.3x	16.20%	12.4x	10.2x	28.50%
Nesco Ltd.	319	261	33	24	10.8x	9.0x	27.10%	10.6x	8.7x	19.80%
OC Oerlikon Corp.	3,179	3,173	2,867	469	6.6x	6.0x	6.50%	9.9x	8.9x	5.60%
Rieter Holding AG	702	555	924	95	5.6x	5.8x	-8.20%	8.7x	9.3x	-11.80%
Shima Seiki M. Ltd.	501	476	317	43	9.4x	6.9x	10.60%	13.3x	9.5x	7.00%
Componenta Oyj	68	303	507	38	8.2x	5.5x	18.50%	16.4x	8.7x	31.80%
Zhejiang Jinggong S&T. Corp	770	793	59	4	*180.4x	*49.2x	-5.30%	*1.804x	*59.5x	40.10%
Juki Corp.	357	809	877	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	11.1x	9.6x	21.70%
Ningbo Cixing Co	1,735	1,5	126	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	*426.6x	*44.3	n.a.
Zhejiang RIFA P.M.	1,213	1,245	118	22	*56.0x	*34.3x	64.60%	*93.4x	*44.6	95.20%
Gemiddelde	955	957	638	92	8.7x	11.4x	16.70%	12.2x	9.8x	25.80%
Mediaan	702	793	349	43	9.4x	6.9x	16.20%	11.8x	9.4x	21.10%
Picanol NV	915	905	516	99	9.2x	9.0x	26.60%	10.1x	11.8x	15.70%

(1) Multiples geëxcludeerd uit gemiddelde en mediaan berekeningen omwille van niet-significante waarden.

De weerhouden *mid-point* waardering wordt hieronder samengevat in Tabel 30.

Tabel 30: Weerhouden *mid-point* waardering van Picanol aan de hand van de trading multiples -methode.

	EV/EBITDA 15E	EV/EBIT 15E	EV/EBITDA 16E	EV/EBIT 16E	Weerhouden gemiddelde
Multiple (mediaan)	9,4x	11,8x	6,9x	9,4x	
Metriek (m€)	89,3	84,6	76,7	68,5	
Ondernemingswaarde (m€)	835,7	995,8	530,1	642,1	750,9
# aandelen (m)	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7
Eigen Vermogenswaarde (m€)	793,4	953,5	487,8	599,8	708,6
Waarde per aandeel (€)	44,8	53,9	27,6	33,9	40,0

(c) *Multiples in vergelijkbare overnames*

Deze methode impliceert een beoordeling van de eigen vermogenswaarde aan de hand van overnames, die vergelijkbaar zijn wat betreft de activiteiten.

De weerhouden overnames voor Picanol zijn de volgende:

- In december 2006 heeft OC Oerlikon Corporation AG, de in Zwitserland gebaseerde technologiegroep, een belang van 75,9% verworven in Saurer AG, de in Zwitserland gevestigde fabrikant en verkoper van machines en transmissiesystemen.
- In september 2007 hebben Metall Zug AG, de Zwitserse industriële holding, en Huwa Finanz- und Beteiligungs AG, de Zwitserse investeringsholding, een belang van 36,2% verworven in Schlatter Holding AG, de in Zwitserland gebaseerde fabrikant van las- en weefmachines.
- In april 2008 heeft Renova Group, het Russisch conglomeraat met commerciële activiteiten in aluminium, olie, energie, telecommunicatie, een belang van 42,6% verworven in OC Oerlikon, de in Zwitserland gebaseerde technologiegroep.
- In juni 2011 is China Hi-Tech Group Corp, de in China gevestigde fabrikant van (textiel)machines en commerciële voertuigen, gefusioneerd met CHTC Fong's Industries Co., de Chinese fabrikant en verkoper van textielmachines.
- In juni 2011 heeft Alpha Group, de Europese Private Equity groep, een belang van 100% verworven in Savio Macchine Tessili S.p.a., de Italiaanse fabrikant en verkoper van textielmachines.
- In april 2012 heeft Toyota Industries Corp., de Japanse fabrikant van industrieel materieel, een belang van 49,66% verworven in Uster Technologies AG, de in Zwitserland gevestigde fabrikant van analytische instrumenten en monitoring systemen voor de textielindustrie.

Tabel 31: Multiples in vergelijkbare overnames voor Picanol

Datum Voltooiing	Doel Onderneming	Bieder Onderneming	EV/EBITDA	EV/EBIT
Dec-06	Saurer AG (75,9% belang)	OC Oerlikon Corporation AG	9,2x	15,8x
Sep-07	Schlatter Holding AG (36,2% belang)	Metall Zug AG; Huwa Finanz- und Beteiligungs AG	8,3x	11,9x
Apr-08	OC Oerlikon Corporation AG (42,6% belang)	Renova Group	9,3x	13,6x
Jun-11	CHTC Fong's Industries Co	China Hi-Tech Group Corp	7,3x	8,7x
Jun-11	Savio Macchine Tessili S.p.A.	Alpha Group	11,7x	13,7x
Apr-12	Uster Technologies AG (49,66% belang)	Toyota Industries Corporation	7,4x	10,3x
Gemiddelde			8,9x	12,3x
Mediaan			8,7x	12,7x

Bron: MergerMarket & Bedrijfsinformatie

De weerhouden *mid-point* waardering wordt hieronder samengevat in Tabel 32.

Tabel 32: Weerhouden *mid-point* waardering door middel van de vergelijkbare overnames methode

	EV/EBITD A 14A	EV/EBI T 14A	EV/EBITD A 15E	EV/EBI T 15E	EV/EBITD A 16E	EV/EBI T 16E	Weerhoude n Gemiddeld e
Multiple (mediaan)	8,7x	12,7x	8,7x	12,7x	8,7x	12,7x	
Metriek (m€) ⁸	66,8	56,3	89,3	84,6	76,7	68,5	
Ondernemingswaar de (m€)	581,6	717,1	777,8	1.077,6	667,6	872,3	782,4
# aandelen (m)	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7	17,7
Eigen Vermogenswaarde (m€)	539,3	674,8	735,5	1.035,3	625,3	830,0	740,1
Waarde per aandeel (€)	30,47	38,12	41,55	58,49	35,33	46,89	41,81

(d) *Richtkoers van financiële analist*

Eén onafhankelijke analist (i.e. KBC Securities) volgt Picanol NV op. Hij rapporteert periodiek over de onderneming (inclusief een richtkoers voor de aandelen, evenals een aanbeveling om de aandelen van de onderneming aan te kopen, te houden of te verkopen).

Tabel 33: Overzicht van de aanbevelingen en richtkoersen van de financiële analist

Beurshuis	Datum	Aanbeveling	Richtkoers
KBC Securities	28 okt '15	Houden	60 (1)

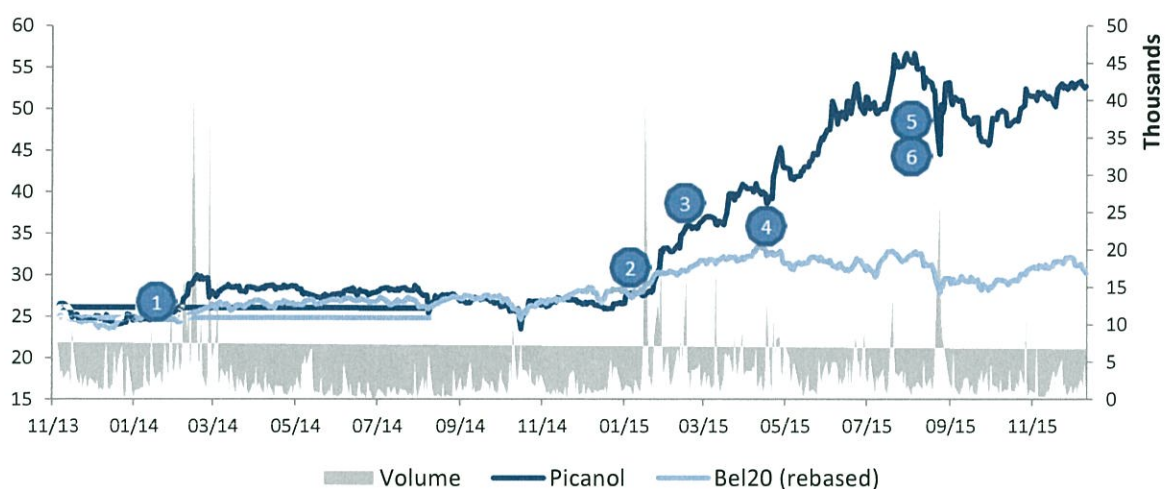
Bron: analistenrapporten, Bloomberg

(1) EUR 37,07 zonder Tessenderlo aandelen aangehouden door Picanol en EUR 49,8mio overtollige cash.

⁸ Picanol meldde geen niet-recurrente zaken die aanpassing behoeven in de EBITDA of EBIT voor 2014-2016.

(e) *Historische prijsevolutie van de aandelen*

De onderstaande grafiek geeft de koersontwikkeling gedurende de afgelopen twee jaar, alsook de belangrijkste gebeurtenissen in deze periode.



1	26 Feb 14	Verwachte omzet daling in 1H14 na teleurstellend 4e kwartaal
2	22 Jan 15	Luc Tack koopt 26,599 Picanol aandelen
3	11 Mar 15	Eerste dividend sinds 2008
4	22 Apr 15	KBCS verhoogt richtkoers naar €46
5	26 Aug 15	KBCS verhoogt richtkoers naar €60
6	26 Aug 15	Gerapporteerde 1H15 omzet van €259.9m maar waarschuwing betreffende eminente economische en financiële volatiliteit

Bron: FactSet (11 december 2015) & bedrijfsinformatie

Tot begin 2015 presteerde de aandelenkoers in lijn met de markt. Vanaf 2015 presteert het aandeel beter dankzij een sterk orderboek en terugkeer naar dividend sinds 2008. Over de besproken periode is de aandelenkoers gestegen met 113,6% (op basis van een slotkoers van EUR 26,03 en EUR 52,69 op respectievelijk 1 november 2013 en 11 december 2015) en overtrof het zo de BEL 20-index die een totaal rendement van 22,5% behaalde in dezelfde periode. Niettegenstaande deze sterke evolutie heeft het aandeel een beperkte liquiditeit door de beperkte free float.

Tabel 34: Historische prestatie van Picanol aandeel ⁽¹⁾

In EUR	Laag	Hoog	VGGP ⁽²⁾
1 maand	50,25	53,32	52,26
3 maanden	45,65	53,32	50,23
6 maanden	44,50	56,65	51,07
12 maanden	25,85	56,65	43,83

Bron: FactSet (11 december 2015) & bedrijfsinformatie

(1) Tussen de EUR 2,92 en EUR 33,72 zonder de Tessenderlo aandelen aangehouden door Picanol en EUR 49,8m overtollige cash

(2) Volume Gewogen Gemiddelde Prijs

* *

*