

## VOORWAARDELIJK VRIJWILLIG OPENBAAR OVERNAMEBOD IN CONTANTEN

gevolgd, al naargelang het geval, door een vereenvoudigd

uitkoopbod door

### **GREINER AG**

Oostenrijkse aandelenvennootschap (*Aktiengesellschaft*)  
Greinerstrasse 70, 4550 Kremsmünster, Oostenrijk  
ingeschreven in het handelsregister (*Firmenbuch*) onder registratienummer FN 174160 v  
(**Greiner** of de **Bieder**)

voor

**alle nog niet aan de bieder of aan haar verbonden personen toebehorende aandelen en inschrijvingsrechten (anders dan de 15.094.410 aandelen die krachtens de koopovereenkomst met Compagnie du Bois Sauvage SA zullen worden verkregen)**

uitgegeven door

### **RECTICEL SA/NV**

Belgische naamloze vennootschap (*société anonyme*)  
Bourgetlaan 42, 1130 Brussel, België  
ingeschreven in het Belgische rechtspersonenregister (Brussel, Nederlandstalige afdeling) onder  
nummer 0405.666.668  
(**Recticel** of het **Bedrijf**)

## MEMORIE VAN ANTWOORD VAN DE RAAD VAN BESTUUR VAN RECTICEL SA/NV



**28 oktober 2021**

## 1 Inleiding

### 1.1 Definities

Begrippen met een hoofdletter die in onderhavige Memorie van Antwoord worden gebruikt, hebben de betekenis die hieronder of elders in onderhavige Memorie van Antwoord wordt vermeld. Indien zij niet in deze Memorie van Antwoord zijn gedefinieerd, hebben begrippen met een hoofdletter de betekenis die daaraan in het Prospectus wordt toegekend.

"**Raad van Bestuur**" betekent de raad van bestuur van de Vennootschap.

"**Vennootschap**" betekent Recticel SA/NV, een Belgische naamloze vennootschap (*société anonyme*) met maatschappelijke zetel te Bourgetlaan 42, 1130 Brussel, België en ingeschreven in het Belgische rechtspersonenregister (Brussel, Nederlandstalige afdeling) onder nummer 0405.666.668

"**FSMA**" betekent de Belgische Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten.

"**Bod**" betekent het voorwaardelijke vrijwillige bod in contanten, uitgegeven door de Bieder, op de Aandelen en de Inschrijvingsrechten, waarvan de voorwaarden in het Prospectus zijn uiteengezet.

"**Bieder**" betekent Greiner AG, een Oostenrijkse aandelenvennootschap (*Aktiengesellschaft*), opgericht naar Oostenrijks recht, met maatschappelijke zetel te Greinerstrasse 70, 4550 Kremsmünster, Oostenrijk en ingeschreven in het handelsregister (Firmenbuch) onder registratienummer FN 174160 v.

"**Biedprijs**" betekent de Biedprijs per Aandeel en de Biedprijs per Inschrijvingsrecht.

"**Prospectus**" betekent het prospectus van de Bieder waarin de voorwaarden van het Bod worden uiteengezet, met inbegrip van de bijlagen en eventuele aanvullingen daarop zoals goedgekeurd door de FSMA op 5 oktober 2021.

"**Verbonden Persoon**" betekent een persoon die verbonden is met de Bieder in de zin van artikel 1:20 van het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen.

"**Memorie van Antwoord**" betekent deze onderhavige memorie van antwoord.

"**Aandelen**" betekent elk van de 40.804.010 aandelen in de Vennootschap waarop het Bod betrekking heeft (het Bod heeft echter geen betrekking op Aandelen die reeds door de Bieder of de aan hem Verbonden Personen worden gehouden en de Aandelen in de Vennootschap die Compagnie du Bois Sauvage SA aan de Bieder heeft verkocht, zoals beschreven in Rubriek 1.2.2 van deze Memorie van Antwoord).

"**Biedprijs per Aandeel**" betekent de vergoeding in contanten die door de Bieder wordt toegekend voor elk Aandeel dat wordt aangeboden in het kader van het Bod, d.w.z. 13,50 EUR per Aandeel.

"**Inschrijvingsrecht**" verwijst naar de 1.777.500 momenteel uitstaande inschrijvingsrechten om aandelen van de Vennootschap te verwerven, waarbij alle inschrijvingsrechten die kunnen worden uitgeoefend of vervallen, waarvoor het Bod wordt gedaan, geacht worden van dit bedrag te zijn uitgesloten.

"**Biedprijs per Inschrijvingsrecht**" betekent de contante vergoeding die wordt geboden door het Bod voor elk Inschrijvingsrecht dat is aangeboden in het kader van het Bod, d.w.z. tussen 5,20 EUR en 8,07 EUR per Inschrijvingsrecht.

"**Overnamebesluit**" verwijst naar het Koninklijk Besluit van 27 april 2007 inzake openbare overnamebiedingen, zoals gewijzigd.

"**Overnamewet**" verwijst naar de Wet van 1 april 2007 betreffende openbare overnamebiedingen, zoals gewijzigd.

## 1.2 Beschrijving van het Bod

### 1.2.1 Inleiding

Op 14 mei 2021 maakte de Bieder bekend dat hij met Compagnie du Bois Sauvage SA een akkoord heeft bereikt om haar volledige belang van 27,03% in Recticel te verwerven tegen een prijs van 13,50 EUR per aandeel en zijn voornemen om een vrijwillig voorwaardelijk overnamebod in contanten te doen tegen dezelfde prijs van 13,50 EUR per Aandeel en tegen een prijs tussen 5,20 EUR en 8,07 EUR voor elk Inschrijvingsrecht, afhankelijk van de uitoefenprijs en looptijd van de Inschrijvingsrechten.

Op 16 mei 2021 heeft de Bieder een persbericht uitgebracht ter verduidelijking van bepaalde informatie met betrekking tot de overeenkomst met Compagnie du Bois Sauvage SA om haar aandelen in de Vennootschap te verwerven. De Bieder verduidelijkte meer bepaald dat de afronding van de overeenkomst tot verwerving van het gehele belang van 27,03% van Compagnie du Bois Sauvage in de Vennootschap niet onderhevig is aan het succes van het beoogde voorwaardelijke vrijwillige openbaar overnamebod op de Vennootschap. De Bieder heeft voorts aangegeven dat de overname van het belang van Compagnie du Bois Sauvage in de Vennootschap definitief is, met als enige uitzondering dat de Bieder de overeenkomst kan beëindigen indien bepaalde beschermingsmaatregelen door de aandeelhoudersvergadering van de Vennootschap zouden worden goedgekeurd en dat de sluiting van de overname zal plaatsvinden, behoudens voornoemde uitzondering, nadat de bevoegde mededingingsautoriteiten hun respectieve beslissingen hebben genomen, hoewel dergelijke beslissingen geen opschortende voorwaarden vormen. De Bieder verduidelijkte dat de Bieder derhalve in ieder geval verplicht is de transactie af te ronden voor zover dit op grond van het mededingingsrecht is toegestaan en aandeelhouder van de Vennootschap zal worden (bijvoorbeeld onder een deelnemingspercentage dat aanleiding zou geven tot aanmeldingsverplichtingen). Op grond van de overeenkomst verkoopt Compagnie du Bois Sauvage hoe dan ook haar gehele belang in de Vennootschap.

Op 18 mei 2021 heeft de Bieder het formele Bod bij de FSMA ingediend, met inbegrip van het ontwerp-Prospectus.

Op 5 oktober 2021 heeft de FSMA het Prospectus goedgekeurd en op dezelfde dag meegedeeld aan de Raad van Bestuur overeenkomstig artikel 27 van het Overnamebesluit.

Onderhavige Memorie van Antwoord is opgesteld op basis van en naar aanleiding van het Prospectus, zoals goedgekeurd door de FSMA.

De Raad van Bestuur heeft KBC Securities aangesteld als financieel adviseur die onafhankelijk optreedt om een waardering uit te voeren met het oog op een fairness opinion over de Biedprijs aan de onafhankelijke leden van de Raad van Bestuur. De fairness opinion letter is gedateerd 6 oktober 2021 en is als bijlage 1 bij deze Memorie van Antwoord gevoegd.

### 1.2.2 Aandelen, Inschrijvingsrechten en Biedprijs

Het Bod heeft betrekking op:

- (i) 40.804.010 aandelen van de Vennootschap, d.w.z. alle door de Vennootschap uitgegeven Aandelen, met uitzondering van de 15.094.410 aandelen die worden aangehouden door Compagnie du Bois Sauvage SA en die de Bieder zal verkrijgen krachtens een tussen de Bieder en Compagnie du Bois Sauvage SA op 14 mei 2021 gesloten aandelenkoopovereenkomst; en
- (ii) alle 1.777.500 Inschrijvingsrechten uitgegeven door de Vennootschap.

De prijs die wordt aangeboden voor elk Aandeel waarop het Bod betrekking heeft, bedraagt 13,50 EUR.

De aangeboden prijs voor elk Inschrijvingsrecht waarop het Bod betrekking heeft, varieert naargelang van de uitoefenprijs en de looptijd en bedraagt tussen 5,20 EUR en 8,07 EUR per Inschrijvingsrecht.

### 1.2.3 Opschortende voorwaarden

Dit Bod is onderworpen aan de volgende voorwaarden:

- (i) de aangeboden (en niet ingetrokken) Aandelen die aan het einde van de Initiële Aanvaardingsperiode van het Bod ten minste 23,00% van het totale aantal Aandelen plus één Aandeel vertegenwoordigen of toegang geven tot ten minste 23,00% van het totale aantal Aandelen plus één Aandeel, wat betekent dat de Bieder, samen met de Aandelen die door de Bieder moeten worden verworven ingevolge de aandelenkoopovereenkomst met Compagnie du Bois Sauvage SA van 14 mei 2021, beoogt Aandelen te verwerven die 50% van het totale aantal Aandelen plus één Aandeel vertegenwoordigen;
- (ii) het verkrijgen van wettelijke Fase I-goedkeuringen van bevoegde antitrust- of mededingingsrechtelijke autoriteiten in de Europese Unie en andere relevante jurisdicties; de Bieder zal proactief samenwerken met de relevante autoriteiten om mogelijke bezwaren adequaat aan te pakken teneinde de noodzakelijke goedkeuringen zo snel mogelijk te verkrijgen;
- (iii) gedurende de periode voorafgaand aan de publicatie van de resultaten van de Initiële Aanvaardingsperiode, de slotkoers van de Bel 20-index niet met meer dan 15,0% is gedaald ten opzichte van de slotkoers van de Bel 20-index op de dag voorafgaand aan de formele kennisgeving van het Bod aan de FSMA overeenkomstig artikel 5 van het Overnamebesluit (i.e. 4.072,15 punten op 17 mei 2021). Indien de Bieder besluit het Bod niet in te trekken op een moment dat de slotkoers van de Bel 20-index lager is dan 3.461,33 punten, en deze slotkoers vervolgens weer stijgt tot dit niveau, zal de Bieder niet langer kunnen profiteren van deze eerdere en tijdelijke daling van de Bel 20-index. Elke beslissing van de Bieder om het aanbod te handhaven gedurende een periode waarin de slotkoers van de Bel 20-index tijdelijk onder de 3.461,33 punten is gedaald, doet geen afbreuk aan het recht van de Bieder om zich niettemin op de voorwaarde te beroepen en het Bod in te trekken ingeval, na een herstel, de slotkoers van de Bel 20-index vervolgens opnieuw onder de 3.461,33 punten daalt; en
- (iv) gedurende de periode voorafgaand aan de publicatie van de resultaten van de Initiële Aanvaardingsperiode geen verandering of gebeurtenis heeft plaatsgevonden die leidt, of waarschijnlijk zal leiden (in dergelijk geval, zoals bevestigd door een onafhankelijke expert), tot een verlies (met inbegrip van verlies van intrinsieke waarde) of aansprakelijkheid van de Vennootschap of haar dochterondernemingen, als geheel, met een impact op de geconsolideerde intrinsieke waarde van de Vennootschap en haar dochterondernemingen op een basis na belastingen van meer dan 50 mln. EUR (een **Materiële Nadelige Verandering**); met dien verstande echter dat geen van de volgende gebeurtenissen op zichzelf beschouwd zal worden een Materiële Nadelige Verandering te vormen: (i) een wijziging in de marktprijs of het handelsvolume van Aandelen; (ii) een algemene evolutie op de beursmarkten; (iii) een nadelig effect als gevolg van of voortvloeiend uit de

aankondiging of voltooiing van het Bod, met inbegrip van dergelijke effecten op werknemers, klanten, verkopers, leveranciers, distributeurs, partners, kredietverstrekkers, opdrachtnemers of andere derden; (iv) wijzigingen in toepasselijke wetgeving (of de interpretatie daarvan); (v) de dreiging, voorval, escalatie, uitbraak of verergering van een natuurramp, geval van overmacht, oorlogshandelingen, politie- of militaire acties, gewapende vijandigheden, sabotage of terrorisme of (vi) elke verandering die voortvloeit uit omstandigheden die de economie of de industrie van de Vennootschap in het algemeen beïnvloeden en die de Vennootschap niet treft op een wezenlijk disproportionele manier ten opzichte van andere deelnemers in respectievelijk de economie of dergelijke industrie.

### **1.3 Verantwoordelijke personen**

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

De samenstelling van de Raad van Bestuur is opgenomen in Rubriek 2.

De Vennootschap, vertegenwoordigd door haar Raad van Bestuur, verklaart dat, voor zover haar bekend, de gegevens in onderhavige Memorie van Antwoord in overeenstemming zijn met de werkelijkheid en dat geen gegevens zijn weggelaten waarvan de vermelding de strekking van de Memorie van Antwoord zou wijzigen.

### **1.4 Goedkeuring door de FSMA**

De Memorie van Antwoord is goedgekeurd door de Raad van Bestuur op 11 oktober 2021. Alle bestuurders waren aanwezig of rechtsgeldig vertegenwoordigd. Zoals hierna in Rubriek 4.7 is uiteengezet, hebben Bois Sauvage (vertegenwoordigd door Frédéric Van Gansberghe) en Compagnie du Bois Sauvage Services SA (vertegenwoordigd door Benoît Deckers) zich van stemming over de Memorie van Antwoord onthouden. De Memorie van Antwoord is in definitieve versie bij de FSMA ingediend op 25 oktober 2021.

De Memorie van Antwoord is goedgekeurd door de FSMA op 28 oktober 2021, in overeenstemming met artikel 28, §3, van de Overnamewet. Deze goedkeuring houdt geen beoordeling of oordeel in van de FSMA over de verdiensten en de kwaliteit van het Bod.

### **1.5 Toekomstgerichte verklaringen**

De Memorie van Antwoord bevat toekomstgerichte verklaringen, vooruitzichten en ramingen met betrekking tot de verwachte toekomstige prestaties van de Vennootschap, haar dochterondernemingen of gelieerde entiteiten en de markten waarin zij actief zijn. Sommige van deze toekomstgerichte verklaringen, vooruitzichten en ramingen worden gekenmerkt door het gebruik van termen zoals (niet-limitatieve lijst): "getuigen", "denkt", "verwacht", "anticipeert", "zoekt", "zou", "plant", "beoogt", "berekent", "kan", "zal", "blijft", "wenst", "begrijpt", "zou willen", "is van plan", "rekent op", "probeert", "schat", "gelooft dat", en soortgelijke uitdrukkingen, in de toekomstige en de voorwaardelijke tijd.

Dergelijke verklaringen, vooruitzichten en ramingen zijn gebaseerd op een aantal veronderstellingen en beoordelingen van bekende en onbekende risico's, onzekerheden en andere factoren die op het moment van hun beoordeling redelijk en aanvaardbaar kunnen zijn, maar die in de toekomst al dan niet correct kunnen zijn. Feitelijke gebeurtenissen zijn moeilijk te voorspellen en kunnen afhangen van factoren die buiten de invloedssfeer van de Vennootschap liggen.

Bijgevolg is het mogelijk dat de resultaten, financiële positie, prestaties of successen van de

Vennootschap of de resultaten van de sector in werkelijkheid wezenlijk afwijken van de toekomstige resultaten, prestaties of successen die in dergelijke toekomstgerichte uitspraken, vooruitzichten of schattingen worden beschreven of gesuggereerd.

De verklaringen, vooruitzichten en ramingen zijn enkel geldig vanaf de datum van deze Memorie van Antwoord en de Vennootschap verbindt zich er niet toe om dergelijke verklaringen, vooruitzichten en ramingen bij te werken om rekening te houden met mogelijke wijzigingen in haar verwachtingen ter zake of wijzigingen in de gebeurtenissen, voorwaarden of omstandigheden waarop dergelijke verklaringen, vooruitzichten of ramingen zijn gebaseerd, behalve wanneer een dergelijke aanpassing vereist is door artikel 30 van de Overnamewet.

## 1.6 Disclaimer

Niets in deze Memorie van Antwoord dient te worden geïnterpreteerd als beleggings-, belasting-, juridische, financiële, boekhoudkundige of andere adviezen. Deze Memorie van Antwoord is niet bedoeld voor gebruik door of verspreiding aan personen indien het ter beschikking stellen van de informatie aan dergelijke personen verboden is op grond van enige wet of jurisdictie. Aandeelhouders dienen hun eigen beoordeling van het Bod te maken alvorens een beleggingsbeslissing te nemen en worden uitgenodigd om advies in te winnen bij professionele adviseurs om hen te helpen bij het nemen van een dergelijk besluit.

## 2 Samenstelling van de Raad van Bestuur

<b>Naam</b>	<b>Afloop van het mandaat</b>	<b>Functie</b>	<b>Deelname aan Commissies</b>
<b>Johnny Thijs BV, (vertegenwoordigd door haar vaste vertegenwoordiger Johnny Thijs)</b>	Na de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering van 2022	Voorzitter, Onafhankelijk Bestuurder	Lid van de Auditcommissie en de Remuneratie- en Nominatiecommissie
<b>Olivier Chapelle SRL (vertegenwoordigd door haar vaste vertegenwoordiger Olivier Chapelle)</b>	Na de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering van 2022	Algemeen Directeur, Uitvoerend Bestuurder	Lid van het Directiecomité
<b>Compagnie du Bois Sauvage Services SA (vertegenwoordigd door haar vaste vertegenwoordiger Benoit Deckers)</b>	Na de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering van 2024	Niet-uitvoerend Bestuurder	Lid van de Auditcommissie
<b>Imrada BV (vertegenwoordigd door haar vaste vertegenwoordiger Ingrid Merckx)</b>	Na de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering van 2022	Onafhankelijk Bestuurder	Lid van de Auditcommissie
<b>Lubis BV (vertegenwoordigd door haar vaste vertegenwoordiger Luc Missorten)</b>	Na de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering van 2024	Onafhankelijk Bestuurder	Lid van de Auditcommissie en de Remuneratie- en Nominatiecommissie

<b>Carpe Valorem BV</b> (vertegenwoordigd door haar vaste vertegenwoordiger Kurt Pierloot)	Na de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering van 2024	Onafhankelijk Bestuurder	Lid van de Remuneratie- en Nominatiecommissie
<b>Compagnie du Bois Sauvage SA</b> (vertegenwoordigd door haar vaste vertegenwoordiger Frédéric Van Gansberghe)	Na de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering van 2022	Niet-uitvoerend Directeur	Lid van de Remuneratie- en Nominatiecommissie
<b>Moroxco BV</b> (vertegenwoordigd door haar vaste vertegenwoordiger Elisa Vlerick)	Na de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering van 2022	Onafhankelijk Bestuurder	-
<b>Carla Sinanian</b>	Na de jaarlijkse aandeelhoudersvergadering van 2023	Onafhankelijk Bestuurder	-

### 3 Recente gebeurtenissen - Voorgenomen verkoop Engineered Foam

Na het ongevraagde Bod van de Bieder in mei 2021 concludeerde de Raad van Bestuur dat het Bod niet in het belang was van aandeelhouders en andere belanghebbenden en de Vennootschap aanzienlijk onderwaardeerde.

Vervolgens is de Raad van Bestuur begonnen met een volledige herziening van zijn strategische alternatieven, rekening houdend met de belangen van alle belanghebbenden. Na overweging van deze alternatieven kwam de Raad van Bestuur tot de conclusie dat een beter strategisch project en superieure waarde kan worden gecreëerd door een strategie te voeren om haar activiteiten op te splitsen en Engineered Foams te verkopen.

Op 11 oktober 2021 kondigde de Vennootschap aan dat zij een bindend bod had ontvangen van Carpenter Co. voor haar Engineered Foams activiteiten voor een bedrag in contanten gebaseerd op een enterprise value van 656 mln. EUR wat 11,65 EUR per Recticel-aandeel vertegenwoordigt op een volledig verwaterde basis. Het Bod wordt gedaan op een contante en schuldenvrije basis. De Raad van Bestuur zal in een later stadium de opties bekijken voor het gebruik van de opbrengst van de verkoop van de Engineered Foams activiteiten, rekening houdend met de belangen van alle belanghebbenden, met inbegrip van de mogelijke gedeeltelijke uitkering aan aandeelhouders op een fiscaal efficiënte manier (kapitaalvermindering, inkoop van eigen aandelen).

Carpenter Co., gevestigd in de VS (Richmond, Virginia), is een van 's werelds grootste producenten van schuimproducten met meer dan 4.000 werknemers en meer dan 50 locaties in Noord-Amerika en Europa. Carpenter is opgericht in 1948 en is sinds de oprichting in privé-handen en actief in de VS, Canada, het Verenigd Koninkrijk, België, Frankrijk, Duitsland en Zweden. Carpenter realiseert circa 2 miljard USD (of ca. 1,7 miljard EUR) aan jaaromzet.

Door Recticel's Engineered Foams-activiteiten te combineren met Carpenter's Foams-activiteiten, ontstaat de grootste verticaal geïntegreerde producent van polyurethaanschuim en gespecialiseerde polymeerproducten ter wereld. De Engineered Foams-afdeling van Recticel zal de Europese divisie van Carpenter aanzienlijk versterken, de Noord-

Amerikaanse divisie aanvullen en voet aan de grond zetten in Azië.

De voorgenomen verkoop van de Engineered Foams-activiteiten is onderworpen aan goedkeuring van aandeelhouders en aan bepaalde gebruikelijke voorwaarden, waaronder goedkeuringen van toezichthouders en bevestigend due diligence. Het bindende bod van Carpenter is niet onderworpen aan enige financieringsvoorwaarde. De goedkeuringen van toezichthouders hebben onder andere betrekking op antitrust toestemmingen. De uitkomst van het bevestigend due diligence-onderzoek zal bekend zijn vóór de algemene vergadering die over de transactie zal beslissen. Nadere details van de voorgenomen verkoop zullen worden meegedeeld bij publicatie van de oproeping voor deze algemene vergadering. Deze algemene vergadering van aandeelhouders is verplicht overeenkomstig art. 7:152 van het Wetboek van Vennootschappen in het kader van het huidige overnamebod en is gepland voor begin december 2021. De afronding van de transactie zal naar verwachting in het tweede kwartaal van 2022 plaatsvinden.

## **4 Beoordeling van het vrijwillige Bod**

### **4.1 Inleiding**

De Bieder heeft een ongevraagd Bod uitgebracht, zonder voorafgaand contact op te nemen met de Raad van Bestuur voor het Bod werd aangekondigd in de pers op 14 mei 2021.

De Raad van Bestuur heeft het ongevraagde Bod beoordeeld en besproken met het oog op het vormen van een gemotiveerd oordeel over het Bod op basis van de huidige situatie.

De Raad van Bestuur heeft zijn beoordeling van het Bod gebaseerd op het fundamentele uitgangspunt dat zij moet handelen in het belang van Recticel en haar activiteiten, alle aandeelhouders en andere belanghebbenden.

Na zorgvuldige overweging is de Raad van Bestuur van mening dat het Bod niet tegemoetkomt aan de positie en de legitieme belangen van alle belanghebbenden en de Vennootschap wezenlijk onderwaardeert. Het Bod wordt derhalve niet door de Raad van Bestuur ondersteund om de redenen zoals uiteengezet in deze Memorie van Antwoord.

De Raad van Bestuur merkt voorts op dat het Bod onderworpen is aan de opschortende voorwaarden die hierboven zijn uiteengezet, en spreekt in het bijzonder met betrekking tot de goedkeuringen van de mededingingsautoriteiten zijn bezorgdheid uit over het feit dat deze voorwaarde tot aanzienlijke vertraging kan leiden. In dit verband is het onduidelijk of door de Bieder corrigerende maatregelen zullen moeten worden ingediend om goedkeuring te kunnen verkrijgen inzake mededinging, en of de Bieder in staat zal zijn tijdig passende corrigerende maatregelen in te dienen.

Bij gebreke van een constructieve dialoog met de Raad van Bestuur en overeengekomen governance-verplichtingen blijven de intenties van de Bieder onduidelijk en zijn diens belangen mogelijk niet afgestemd op die van de andere aandeelhouders.

### **4.2 Gevolgen voor de belangen van de effectenhouders**

#### **4.2.1 Biedprijs**

De Raad van Bestuur heeft KBC Securities aangesteld als onafhankelijke deskundige om een fairness opinion over de Biedprijs te verstrekken. De brief van KBC Securities over de billijkheid van de in het vrijwillig overnamebod geboden vergoeding in contanten, gedateerd 6 oktober 2021, is als bijlage bij deze Memorie van Antwoord gevoegd.

KBC Securities is tot de volgende conclusies gekomen met betrekking tot de waardering van de aandelenkoers van de Vennootschap: (uittreksel uit hun fairness opinion letter, vertaald vanuit het Engels) "*Op basis van en onder voorbehoud van het voorgaande en rekening houdend met de waarderingsoefening die aan de onafhankelijke bestuurders is voorgelegd in het "Valuation Conclusions Report", is het onze mening dat, op de datum van dit*



*document, de prijs van 13,50 EUR per aandeel die door Greiner in het kader van de VOB wordt geboden, vanuit financieel oogpunt niet billijk is voor de aandeelhouders van de Vennootschap."*

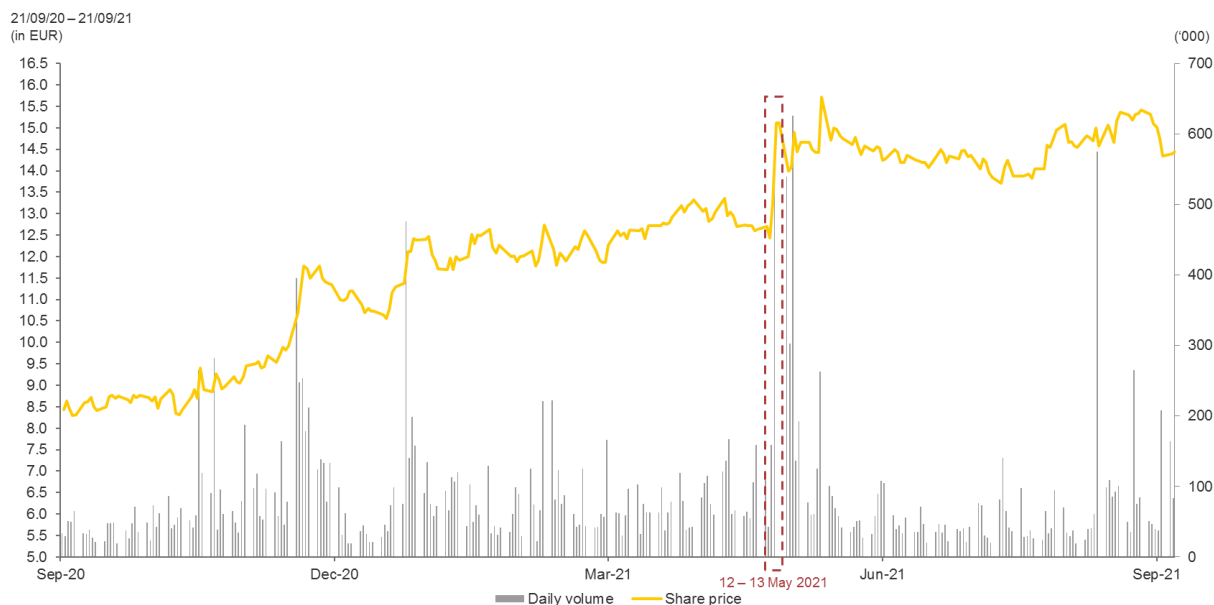
De Raad van Bestuur is het eens met de conclusie van KBC Securities,

De Raad van Bestuur benadrukt dat hij van mening is dat het waardepotentieel van Recticel onvoldoende wordt weerspiegeld in de Biedprijs.

Hieronder volgt een aantal opmerkingen van de Raad van Bestuur die de aandacht vestigen op belangrijke waarderingsverschillen ten opzichte van de waardering zoals die door de Bieder in het Prospectus zijn uiteengezet.

**1. Referentiedatum:**

- Naar de mening van de Raad van Bestuur zou de eigenlijke referentiedatum 12 mei 2021 moeten zijn (met een slotkoers van 13,24 EUR /aandeel), in plaats van 11 mei 2021 (met een slotkoers van 12,44 EUR /aandeel zoals vermeld door de Bieder). Dit wordt verklaard door:
  - De piek in het handelsvolume deed zich voor op 13 mei 2021 en niet op 12 mei 2021, zoals door de Bieder wordt gesuggereerd. Zie onderstaande grafiek (uit pagina 39 van het Prospectus),



Bron: FactSet (per 21 september 2021)

Recticel trading	10/05/2021	11/05/2021	12/05/2021	13/05/2021
<b>Aandelenkoers</b>	12,70	12,44	13,24	15,12
<b>1D performance</b>	0,5%	(2,0%)	6,4%	14,2%
<b>Verhandeld volume ('000)</b>	109,03	42,97	158,48	558,07
<b>Vs 6m ADTV</b>	1,2x	0,5x	1,7x	6,1x

Bron: FactSet

- Het gemiddelde dagelijkse handelsvolume ("ADTV") voor de laatste 1 maand/3 maanden/6 maanden bedroeg op 12 mei 2021 respectievelijk 88k, 82k en 92k. Tot 12 mei waren de handelsvolumes in lijn met de historische niveaus. Op 12 mei 2021 bedroeg het verhandelde volume 158k (c.1,7x vs 6 maand ADTV per 12 mei 2021) en steeg de aandelenkoers met 6%, wat samenviel met de publicatie van een aandelenonderzoeksrapport door ING bij het sluiten van de handel op 11 mei 2021. In dit rapport heeft de onderzoeksanalist van ING zijn streefprijs voor Recticel verhoogd van 15 EUR /aandeel naar 18 EUR /aandeel.
  - Een vergelijkbare trend werd waargenomen toen ING op 7 december 2020 een aandelenonderzoek publiceerde, waardoor de richtkoers voor Recticel werd verhoogd van 12 EUR /aandeel naar 15 EUR /aandeel. De stijging van het intraday-aandeel bedroeg 8% met 396k handelsvolume (c. 5,8x vs. 6 maands ADTV van 69k per 7 december 2020), wat aantoont dat de koers van Recticel bij eerdere gelegenheden ook reageerde op de beoogde koerswijzigingen op vergelijkbare wijze en omvang.
- Op 13 mei 2021 steeg de handelsvolumes tot 558k (meer dan 6x de historische handelsvolumes per 12 mei 2021).

## 2. Premie betaald ten opzichte van de historische aandelenkoers

- De Biedprijs vertegenwoordigt een zeer bescheiden (en vrijwel onbestaande) premie van slechts 2% ten opzichte van de historische aandelenprijs van 13,24 EUR /aandeel (per 12 mei 2021, wat volgens de Raad van Bestuur de correcte referentiedatum is), wat zeer laag is in de context van de premie die wordt betaald bij openbare

overnamebiedingen en in schril contrast staat met de premie van 8,5% die door de Bieder wordt vermeld (berekend op basis van een historische aandelenprijs van 12,44 EUR /aandeel per 11 mei 2021).

- De gemiddelde en mediane premie die tussen 2001 en 2021 YTD in Belgische openbare overnamebiedingen werd betaald, bedraagt respectievelijk 32,3% en 24,5% op basis van 43 transacties - waarbij alleen rekening wordt gehouden met openbare biedingen met een transactieomvang van meer dan 100 mln. EUR en die op 5 oktober 2021 zijn afgerond (gedetailleerde tabel in bijlage).

### 3. Premie betaald ten opzichte van de gemiddelde richtkoers van de broker

De Raad van Bestuur is van mening dat de gemiddelde richtkoers van de broker van 17,88 EUR /aandeel per 5 oktober als referentie dient te worden gebruikt in plaats van de 14,88 EUR /aandeel per 12 mei 2021 die door de Bieder werd gebruikt in zijn prospectus dat leidde tot een korting van slechts 9,3%. De Biedprijs vertegenwoordigt een korting van 24,5% ten opzichte van de gemiddelde richtkoers van 17,88 EUR /aandeel van de broker per 5 oktober (datum van goedkeuring door de FSMA van het Prospectus van de Bieder).

#### ***Recticels gemiddelde richtkoers van de broker (per 5 oktober 2021) vs. gemiddelde richtkoers van de broker (per 11 mei 2021), zoals gebruikt door de Bieder in het Prospectus***

EUR /aandeel	Datum	
<b>Laatste herziene consensus</b>		
Kepler Cheuvreux	10-Sep-21	16,20
KBC Securities (Research)	9-Sep-21	16,00
Berenberg	1-Sep-21	19,00
Degroof Petercam	26-Aug-21	18,20
ING	7-Jun-21	20,00
<b>Gemiddelde per 05 oktober 2021</b>		<b>17,88</b>
<b>Mediaan per 05 oktober 2021</b>		<b>18,20</b>
<b>Richtkoers gebruikt om korting in het prospectus te berekenen</b>		
ING	12-mei-21	18,00
Kepler Cheuvreux	29-apr-21	13,40
KBC Securities (Research)	27-apr-21	14,00
Degroof Petercam	27-apr-21	13,00
Berenberg	27-apr-21	16,00
<b>Gemiddelde per dinsdag 11 mei 2021</b>		<b>14,88</b>
<b>Mediaan per dinsdag 11 mei 2021</b>		<b>14,00</b>

- Na de aankondiging door de Vennootschap van de voorgenomen verkoop van Engineered Foams-activiteiten aan Carpenter op 11 oktober 2021 hebben vier brokers hun richtkoersen naar boven bijgesteld. Deze updates (zoals uiteengezet in de onderstaande tabel) resulteren nu in een herziene consensus van de richtkoersen van de brokers van 19,54/19,00 EUR (gemiddelde/mediaan) ten opzichte van 17,88/18,20 EUR vóór de aankondiging (per 5 oktober 2021), wat een korting van 30,9% impliceert ten opzichte van de Biedprijs van 13,5 EUR /aandeel versus de herziene gemiddelde richtkoers van de brokers van 19,54 EUR /aandeel.

### **Recticels huidige gemiddelde richtkoers van de broker (per 15 oktober 2021)**

EUR /aandeel	Datum	
<b>Laatste herziene consensus</b>		
ING	12-okt-21	22,00
Degroof Petercam	12-okt-21	20,70
KBC Securities (Research)	12-okt-21	18,00
Kepler Cheuvreux	12-okt-21	18,00
Berenberg	1-Sep-21	19,00
<b>Gemiddelde per dinsdag 15 oktober 2021</b>		<b>19,54</b>
<b>Mediaan per dinsdag 15 oktober 2021</b>		<b>19,00</b>

#### **4. Verdisconteerde kasstroomanalyse**

- Consensusprognose van de broker
  - De consensusprognose van de brokers waarnaar de Bieder verwijst als basis voor hun verdisconteerde kasstroomwaardering ("DCF") dateert van vóór de aankondiging van hun voorgenomen aanbod en weerspiegelt niet de herziene verbeterde vooruitzichten die door de Vennootschap op 19 mei 2021 zijn verstrekt. Deze verbeterde vooruitzichten werden op 27 augustus 2021 opnieuw bevestigd door de sterke financiële prestaties in 1H 2021. De Bieder verwijst (uitsluitend voor illustratieve doeleinden) naar een recentere consensus tussen brokers per 27 augustus 2021, maar deze consensus weerspiegelt de sterke 1H 2021-prestaties niet volledig aangezien de brokers hun herziene prognose op de datum van de bekendmaking van de resultaten (27 augustus 2021) nog niet hadden gepubliceerd.
  - Zoals in de onderstaande tabel is aangegeven, is de Raad van Bestuur van mening dat de financiële cijfers door de recentste consensusprognose van het de brokers (per 5 oktober 2021) aanzienlijk hoger zijn dan de financiële gegevens die door de Bieder in het Prospectus zijn weergegeven.
  - Na de aankondiging van de Vennootschap van de voorgenomen verkoop van de Engineered Foams-activiteiten aan Carpenter op 11 oktober 2021, hebben brokers hun Adj EBITDA-richtlijnen voor Recticel verder naar boven bijgesteld. De onderstaande tabel geeft details over de gemiddelde consensus van de brokers op drie data: (i) 15 oktober 2021 (na de aankondiging van de voorgenomen verkoop van Engineered Foams-activiteiten aan Carpenter, (ii) 5 oktober 2021 (dwz de datum waarop het prospectus van de Bieder werd goedgekeurd door de FSMA) en (iii) 27 augustus 2021 (dwz de datum gebruikt door de Bieder voor de illustratieve brokersconsensus) De gemiddelde Recticel brokersconsensus voor Adj EBITDA is verder gestegen van 127 mln. EUR naar 129 mln. EUR voor 2021E (een stijging met 1,6% ), van 143 mln. EUR tot 145 mln. EUR voor 2022E (een stijging van 1,8%) en van 155 mln. EUR tot 157 mln. EUR voor 2023E (een stijging van 1,0%) tussen 5 oktober en 15 oktober.

**Vergelijkende analyse van de Aangepaste EBITDA- brokersconsensus van Recticel: huidige consensus (15 okt 2021) vs. consensus per datum van goedkeuring prospectus door FSMA (5 okt 2021) vs. consensus waarnaar door de Bieder wordt verwezen in zijn Prospectus (27 aug 2021)**

<b>Groep</b>				
EUR mln.	Datum	2021E	2022E	2023E
Degroof Petercam	12-okt-21	136	151	162
KBC Securities (Research)	12-okt-21	127	145	155
Kepler Chevreux	12-okt-21	125	137	149
Berenberg	1-sep-21	127	148	160
<b>Huidige gemiddelde consensus (per 05 okt 2021) - incl. G3r-Stal</b>		<b>129</b>	<b>145</b>	<b>157</b>
Kepler Chevreux	10-sep-21	125	137	149
KBC Securities (Research)	9-sep-21	127	145	N.v.t.
Berenberg	1-sep-21	127	148	160
ING	7-jun-21	130	144	163
Degroof Petercam	21-mei-21	126	139	148
<b>Gemiddelde consensus (per 05 okt 2021) - incl. G3r-Stal</b>		<b>127</b>	<b>143</b>	<b>155</b>
KBC (Research)	27-aug-21	128	142	N.v.t.
Kepler Chevreux	27-aug-21	124	133	137
ING	7-jun-21	130	144	163
Berenberg	27-mei-21	124	146	155
<b>Bieder, consensus ter illustratie (per 27 aug 2021) - excl. G3r-Stal</b>		<b>125</b>	<b>139</b>	<b>149</b>
<b>Isolatie</b>				
EUR mln.	Datum	2021E	2022E	2023E
Degroof Petercam	12-okt-21	N.v.t.	56	N.v.t.
KBC Securities (Research)	12-okt-21	52	51	53
Kepler Cherveux	12-okt-21	55	50	50
Berenberg	1-sep-21	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.
<b>Huidige gemiddelde consensus (per 05 okt 2021) - incl. G3r-Stal</b>		<b>53</b>	<b>52</b>	<b>51</b>
Kepler Chevreux	10-sep-21	55	50	50
KBC Securities (Research)	9-sep-21	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.
Berenberg	1-sep-21	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.
ING	7-jun-21	47	43	48
Degroof Petercam	21-mei-21	51	49	51
<b>Gemiddelde consensus (per 05 okt 2021) - incl. G3r-Stal</b>		<b>51</b>	<b>47</b>	<b>50</b>
KBC (Research)	27-aug-21	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.
Kepler Chevreux	27-aug-21	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.
ING	7-jun-21	46	40	45
Berenberg	27-mei-21	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.
<b>Bieder, consensus ter illustratie (per 27 aug 2021) - excl. G3r-Stal</b>		<b>46</b>	<b>40</b>	<b>45</b>
<b>REF</b>				
EUR mln.	Datum	2021E	2022E	2023E
Degroof Petercam	12-okt-21	N.v.t.	89	N.v.t.
KBC Securities (Research)	12-okt-21	81	84	92
Kepler Cherveux	12-okt-21	84	85	94
Berenberg	1-sep-21	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.
<b>Huidige gemiddelde consensus (per 05 okt 2021)</b>		<b>82</b>	<b>86</b>	<b>93</b>

Kepler Cheuvreux	10-sep-21	84	85	94
KBC Securities (Research)	9-sep-21	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.
Berenberg	1-sep-21	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.
ING	7-jun-21	85	91	102
Degroof Petercam	21-mei-21	82	85	91

---

**Gemiddelde consensus (per 05 okt 2021)** **84** **87** **96**

KBC (Research)	27-aug-21	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.
Kepler Cheuvreux	27-aug-21	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.
ING	7-jun-21	85	91	102
Berenberg	27-mei-21	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.

---

**Bieder, consensus ter illustratie (per 27 aug 2021)** **85** **91** **102**

Opmerking: de 2021E aangepaste EBITDA consensus van de broker in de bovenstaande tabel voor REF is aangepast om de impact van FoamPartner tijdens Q1 2021 weer te geven door 10 mln. EUR toe te voegen, in lijn met de Greiner-aanpak die gebruikt is op pagina 60 en 61 van het Prospectus waarbij 10 mln. EUR werd toegevoegd om de Q1 impact van FoamPartner weer te geven om pro-forma aangepaste 2021E weer te geven. Ook neemt Greiner de overname van G6r-Stal niet op in zijn consensus, terwijl de brokers de overname van G6r-Stal wel opnemen in hun prognoses (impact van c. 1 mln. EUR EBITDA in 2021 en c. 3 mln. EUR EBITDA in 2022)

<b>Bedding</b>				
EUR mln.	Datum	2021E	2022E	2023E
Degroof Petercam	12-okt-21	N.v.t.	22	N.v.t.
KBC Securities (Research)	12-okt-21	20	24	25
Kepler Cherveux	12-okt-21	11	16	19
Berenberg	1-sep-21	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.
<b>Huidige gemiddelde consensus (per 05 okt 2021)</b>		<b>15</b>	<b>21</b>	<b>22</b>
Kepler Cheuvreux	10-sep-21	11	16	19
KBC Securities (Research)	9-sep-21	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.
Berenberg	1-sep-21	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.
ING	7-jun-21	22	24	28
Degroof Petercam	21-mei-21	19	22	22
<b>Gemiddelde consensus (per 05 okt 2021)</b>		<b>17</b>	<b>21</b>	<b>23</b>
KBC (Research)	27-aug-21	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.
Kepler Cheuvreux	27-aug-21	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.
ING	7-jun-21	22	24	28
Berenberg	27-mei-21	N.v.t.	N.v.t.	N.v.t.
<b>Bieder, consensus ter illustratie (per 27 aug 2021)</b>		<b>22</b>	<b>24</b>	<b>28</b>

- WACC

- De aandelenrisicopremie ("ERP") waarvan de Bieder uitgaat in zijn WACC-berekening, namelijk 7,77%, is zeer hoog in vergelijking met de ERP van 6% in december 2020, zoals gepubliceerd in het jaarverslag 2020 van Recticel. De wijziging van de ERP-schatting van 7,77% naar 6,0% en het gelijk houden van de andere schattingen zou resulteren in een WACC van c.7,70% (delta van c.1,71% ten opzichte van de WACC van de Bieder van 9,41%). Ter vergelijking, een verandering van +/- 100 basispunten in de WACC zou leiden tot een impliciet effect van ongeveer 1,5-2,0 EUR per aandeel (volgens het prospectus van Greiner, p. 49).

- De Bieder hanteert een omvangpremie van 1.93%. Ter referentie, de Vennootschap hanteert in haar jaarverslag 2020 een omvangpremie van 1,65%. Als de raming van de omvangpremie wordt gewijzigd van 1,93% in 1,65% en de andere ramingen gelijk worden gehouden, zou de WACC uitkomen op c.9,15% (delta van c.0,26% ten opzichte van de WACC van de Bieder van 9,41%).
- Van de 5 brokers die de Vennootschap volgen (Kepler Cheuvreux, Degroof Petercam, ING, Berenberg en KBC Securities (Research)) hebben slechts 2 brokers (Kepler Cheuvreux en ING) hun WACC-veronderstellingen openbaar gemaakt in hun verslagen: Kepler Cheuvreux met 8,4% (10 sept 2021); en ING: 7,5% (4 dec 2020), terwijl de Bieder uitgaat van een WACC van 9,41%.
- Bovendien verwezen geen van de brokers die de Vennootschap volgen en hun WACC-veronderstellingen openbaar maakten, naar een vereiste voor een landenrisico- of omvangpremie.
- Zoals hierboven uiteengezet, is de Raad van Bestuur er van overtuigd dat de WACC, zoals aangenomen door de Bieder, zeer hoog is, en bijgevolg de Vennootschap aanzienlijk onderwaardeert. Voorts heeft de Vennootschap in haar jaarverslag 2020 ook verwezen naar een WACC van 8,71% (delta van 0,70% vs. de WACC van de Bieder van 9,41%). Ter vergelijking, een verandering van +/- 100 basispunten in de WACC zou leiden tot een impliciet effect van ongeveer 1,5-2,0 EUR per aandeel (volgens het prospectus van Greiner, p. 49).
- Groeiprognose op lange termijn na consensus van de brokers
  - De Raad van Bestuur is van mening dat de segmentgroeipercentages voor isolatie- en schuimmarkten voor DCF-waardering na de periode van de consensusprognoses van de brokers hoger zouden moeten zijn dan de groeipercentages die door de Bieder zijn aangenomen (dwz omzet CAGR van 1,7% van 2024 tot 2029) aangezien de Raad van Bestuur ervan overtuigd is competitief te blijven en het marktaandeel van de Vennootschap in de toekomst te verdedigen en als gevolg daarvan gelooft dat de Vennootschap ruim boven dit tempo zal groeien. Het verwachte gewone gemiddelde inflatiepercentage van de belangrijkste Europese landen (Oostenrijk, Duitsland, Frankrijk, België, Nederland, Italië, Verenigd Koninkrijk, Spanje, Polen en Finland) bedraagt ongeveer 2% van 2023 tot 2029 en de Raad van Bestuur verwacht dat de Vennootschap beter dan het inflatiepercentage in Europa zal presteren, zodat de veronderstelling van een groeipercentage van 1,7% zeer laag is volgens de Raad van Bestuur.
- Aanpassingen van enterprise value naar de equity value
  - Recticel heeft een aanzienlijk bedrag aan uitgestelde belastingvorderingen (DTA) die behoren tot ongebruikte fiscale verliezen van 141 mln. EUR per 31 december 2020. Van de 141 mln. EUR is 24 mln. EUR opgenomen in de balans, terwijl 117 mln. EUR niet is opgenomen. De Bieder heeft echter geen van deze fiscale verliezen - zowel op de balans als buiten de balans - in aanmerking genomen bij zijn waardering. De Raad van Bestuur is van mening dat het geschikter zou zijn geweest om ook het erkende deel van de DTA van 24 mln. EUR in de aanpassingen op te nemen. Deze toevoeging zou leiden tot een verhoging van de waardering van 0,43 EUR /aandeel door middel van het nemen van volledig verwaterde aandelen van 56,3 mln. EUR. Volgens pagina 42 van het Prospectus. Hoewel de behandeling van niet-erkende DTA onzeker is, verwacht de Raad van Bestuur dat de Bieder in bepaalde mate van deze verliezen zou kunnen profiteren.

- De door de Bieder in het Prospectus verstrekte aanpassingen aan vaste waarde omvatten 50,9 mln. EUR aan pensioengerelateerde verplichtingen. De Raad van Bestuur is van mening dat deze pensioengerelateerde verplichtingen dienen te worden gecorrigeerd voor de overeenkomstige uitgestelde belastingvorderingen om de netto-impact van dergelijke pensioengerelateerde verplichtingen weer te geven. Volgens het jaarverslag 2020 van de Vennootschap bedragen de uitgestelde belastingvorderingen voor pensioenverplichtingen 7,3 mln. EUR. Het toevoegen van dit bedrag zou leiden tot een verhoging van de waardering van 0,13 EUR /aandeel op grond van 56,3 mln. EUR uitgegeven aandelen op volledig verwaterde basis.

## 5. Trading comparables

- De Raad van Bestuur is van mening dat een andere reeks vergelijkbare ondernemingen geschikter zouden zijn geweest dan die door de Bieder werden geselecteerd. De Raad van Bestuur is van mening dat bepaalde vergelijkbare ondernemingen waarnaar de Bieder verwijst in feite geen relevante vergelijkbare ondernemingen zijn en dat bepaalde vergelijkbare ondernemingen niet zijn opgenomen in de reeks vergelijkbare ondernemingen waarnaar de Bieder verwijst. Als voorbeeld, de referentiegroep voor Engineered Foams omvat upstream chemieproducenten (bv. Huntsman, Dow, BASF en Covestro) die chemische grondstoffen leveren aan Recticel om schuim te produceren. Ook al leveren deze bedrijven tot op zekere hoogte schuim (bv. styreenschuim van BASF), het zijn nog steeds voornamelijk chemische producenten, zoals ook blijkt uit het feit dat geen van de brokers deze bedrijven als gelijken van de schuimproducenten beschouwt. De groep van vergelijkbare ondernemingen voor isolatie zoals gebruikt door de Bieder omvat bedrijven zoals Owens Corning en Saint Gobain voor wie isolatie niet de hoofdactiviteit is (d.w.z. minder dan 50% van de omzet van de respectieve bedrijven).
- De Raad van Bestuur is van mening dat het niet geschikt is om bovenvermelde bedrijven te gebruiken als vergelijkingsbasis door de Bieder, aangezien de multiples van deze bedrijven een mix weerspiegelen van verschillende activiteiten die verschillende kenmerken hebben.
- De Raad van Bestuur is van mening dat ondernemingen zoals Zotefoams en Sheela Foams betere vergelijkbare ondernemingen zijn voor het segment Engineered Foams, terwijl SleepNumber, Tempur-Sealy en in mindere mate BeterBed meer accurate vergelijkbare ondernemingen zijn voor het segment Bedding.
- De tabel hieronder vergelijkt de trading multiple ranges die brokers in hun SoTP-analyse hebben toegepast met de multiples die de Bieder heeft gebruikt. In vergelijking met de trading multiple ranges die door de brokers worden gehanteerd, zijn de multiples van de Bieder lager en onderwaarden zij de Vennootschap naar het oordeel van de Raad van Bestuur. Dit is in het bijzonder zo voor de afdeling Isolatie, die de Bieder waardeert tegen een EV/EBITDA 2022E multiple van 10,5x (per 11 mei 2021) tegenover de gemiddelde multiple van 12,9x gebruikt door de brokers (per 5 oktober 2021, wanneer het prospectus van de Bieder werd goedgekeurd door FSMA), wat het grote waarderingsverschil verklaart tussen de Bieder op 411 mln. EUR en de waardering van de brokers op 608 mln. EUR op 5 oktober 2021.

***Vergelijkende analyse van de gemiddelde brokersconsensus SoTP (per 5 oktober 2021; datum van goedkeuring van het Prospectus door de FSMA) versus de handelswaardering van de Bieder in zijn Prospectus (per 11 mei 2021)***



<b>Isolatie</b>	<b>Datum</b>	<b>Metric</b>	<b>Multiple</b>	<b>Bieder</b>
Degroof	21-mei-21	2022	14,0x	
KBC Securities (Research)	9-sep-21	2022	11,5x	
Kepler Cheuvreux	10-sep-21	2022	12,0x	
ING	7-jun-21	2022	14,0x	
<b>Gemiddeld</b>			<b>12,9x</b>	<b>10,5x</b>
<b>EBITDA 22E (EUR mln.)</b>			<b>47</b>	<b>39</b>
<b>Waardering (EUR mln.)</b>			<b>608</b>	<b>411</b>

<b>REF</b>		<b>Metric</b>	<b>Multiple</b>	<b>Bieder</b>
Degroof	21-mei-21	2022	8,5x	
KBC Securities (Research)	9-sep-21	2022	7,5x	
Kepler Cheuvreux	10-sep-21	2022	8,3x	
ING	7-jun-21	2022	7,3x	
<b>Gemiddeld</b>			<b>7,9x</b>	<b>7,4x</b>
<b>EBITDA 22E (EUR mln.)</b>			<b>87</b>	<b>84</b>
<b>Waardering (EUR mln.)</b>			<b>686</b>	<b>622</b>

<b>Bedding</b>		<b>Metric</b>	<b>Multiple</b>	<b>Bieder</b>
Degroof	21-mei-21	2022	5,5x	
KBC Securities (Research)	9-sep-21	2022	5,5x	
Kepler Cheuvreux	10-sep-21	2022	7,1x	
ING	7-jun-21	2022	6,0x	
<b>Gemiddeld</b>			<b>6,0x</b>	<b>4,5x</b>
<b>EBITDA 22E (EUR mln.)</b>			<b>21</b>	<b>23</b>
<b>Waardering (EUR mln.)</b>			<b>124</b>	<b>104</b>

<b>Corporate</b>		<b>Metric</b>	<b>Multiple</b>	<b>Bieder</b>
Degroof	21-mei-21	2022	8,0x	
KBC Securities (Research)	9-sep-21	2022	N.v.t.	
Kepler Cheuvreux	10-sep-21	2022	8,7x	
ING	7-jun-21	2022	8,9x	
<b>Multiple</b>			<b>8,5x</b>	<b>8,3x</b>
<b>EBITDA 22E (EUR mln.)</b>			<b>(15)</b>	<b>(14)</b>
<b>Waardering (EUR mln.)</b>			<b>(126)</b>	<b>(114)</b>

<b>Totale Groepswaarde</b>			<b>1.292</b>	<b>1.023</b>
<b>Totaale EBITDA 22E van de Groep</b>			<b>140</b>	<b>132</b>

- Na de aankondiging van de Vennootschap van de voorgenomen verkoop van de Engineered Foam-activiteiten aan Carpenter op 11 oktober 2021, hebben brokers hun richtlijnen voor de bedrijfswaarde verder naar boven bijgesteld (zoals weergegeven in de onderstaande tabel). De gemiddelde waardering van de brokers voor de divisie Isolatie bedraagt nu bijvoorbeeld 708 mln. EUR (per 15 oktober 2021) versus 608 mln. EUR (per 5 oktober 2021) – een stijging van 16,4%. Dit zou een verschil vertegenwoordigen van ongeveer 5,3 EUR /aandeel tussen de huidige Isolatie waardering van 708 mln. EUR versus de Insulation waardering van de Bieder van 411 mln. EUR op basis van verwaterde NOSH (aantal uitstaande aandelen) van 56,3 mln. in overeenstemming met het prospectus.

**Vergelijkende analyse van de laatste gemiddelde brokersconsensus SoTP (per 15 oktober 2021) versus de handelswaardering van de Bieder in zijn Prospectus (per 11 mei 2021)**

<b>Isolatie</b>	<b>Datum</b>	<b>Metric</b>	<b>Multiple</b>	<b>Bieder</b>
Degroof Petercam	12-okt-21	2022	14,0x	
KBC Securities (Broker)	12-okt-21	2022	13,0x	
Kepler Cheuvreux	12-okt-21	2022	13,7x	
<b>Gemiddeld</b>			<b>13,6x</b>	<b>10,5x</b>
<b>EBITDA 22E (EUR mln.)</b>			<b>52</b>	<b>39</b>
<b>Waardering (EUR mln.)</b>			<b>708</b>	<b>411</b>

<b>REF</b>		<b>Metric</b>	<b>Multiple</b>	<b>Bieder</b>
Degroof Petercam	12-okt-21	2022	7,4x	
KBC Securities (Broker)	12-okt-21	2022	7,8x	
Kepler Cheuvreux	12-okt-21	2022	7,7x	
<b>Gemiddeld</b>			<b>7,6x</b>	<b>7,4x</b>
<b>EBITDA 22E (EUR mln.)</b>			<b>86</b>	<b>84</b>
<b>Waardering (EUR mln.)</b>			<b>658</b>	<b>622</b>

<b>Bedding</b>		<b>Metric</b>	<b>Multiple</b>	<b>Bieder</b>
Degroof Petercam	12-okt-21	2022	5,5x	
KBC Securities (Broker)	12-okt-21	2022	5,5x	
Kepler Cheuvreux	12-okt-21	2022	7,1x	
<b>Gemiddeld</b>			<b>6,0x</b>	<b>4,5x</b>
<b>EBITDA 22E (EUR mln.)</b>			<b>21</b>	<b>23</b>
<b>Waardering (EUR mln.)</b>			<b>125</b>	<b>104</b>

<b>Corporate</b>		<b>Metric</b>	<b>Multiple</b>	<b>Bieder</b>
Degroof Petercam	12-okt-21	2022	8,0x	
KBC Securities (Broker)	12-okt-21	2022	9,4x	
Kepler Cheuvreux	12-okt-21	2022	8,9x	
<b>Multiple</b>			<b>8,8x</b>	<b>8,3x</b>
<b>EBITDA 22E (EUR mln.)</b>			<b>(15)</b>	<b>(14)</b>
<b>Waardering (EUR mln.)</b>			<b>(129)</b>	<b>(114)</b>

<b>Totale Groeps waarde</b>			<b>1.362</b>	<b>1.023</b>
<b>Totaale EBITDA 22E van de Groep</b>			<b>144</b>	<b>132</b>

## 6. Transactievergelijkingen

- De Raad van Bestuur van Recticel is van mening dat een andere reeks transactievergelijkingen geschikter zouden zijn geweest dan die door de Bieder werden geselecteerd.
- De Eurofoam-transactie is bijvoorbeeld niet opgenomen in de Engineered Foams-transacties zoals die door de Bieder zijn opgesomd. Het toont ook een lagere multiple die betaald is voor de FoamPartner-overname door Recticel (7,2x zoals vermeld door de Bieder in het Prospectus versus 8,6x FV/EBITDA 2019/20 zoals aangekondigd in het persbericht van Recticel op 10 november 2020 ). De Raad van Bestuur is ook van mening dat het geschikter zou zijn om de Owens Corning-overname van Paroc tegen 12,0x FV/EBITDA multiple, de LafargeHolcim-overname van Firestone tegen 12,6x en de USG-overname van Knauf tegen 13,9x op te nemen, aangezien dit enkele van de grootste bouwisolatietransacties zijn die in Europa in de afgelopen 5 jaar zijn aangekondigd.
- Ook gezien de buitengewone impact van COVID-19, is de Raad van Bestuur van mening dat PF 2021E Adjusted EBITDA en 2022E Adjusted EBITDA geschikter zouden zijn geweest als basis voor een transactievergelijkende waardering in plaats van LTM PF 2021A Adjusted EBITDA en 2022E Adjusted EBITDA die momenteel worden gebruikt door de Bieder.
- De onderstaande tabel toont de impact van het gebruik van de hierboven geschetste transactie multiples om te komen tot een transactievergelijkende waardering van 16,49 EUR /aandeel versus de waardering van de Bieder van 13,24 EUR /aandeel in het Prospectus op 2022E EBITDA basis (wat een delta vertegenwoordigt van 24,5%).

### Engineered Foams

Overnamedatum	Doelvennootschap	Overnemer	x EBITDA
20 apr	Eurofoam	Greiner	9,5x
21 maa	FoamPartner	Recticel	8,6x
<b>Gemiddeld</b>			<b>9,1x</b>

### Isolatie

Overnamedatum	Doelvennootschap	Overnemer	x EBITDA
17 okt	Ursa	Xella	7,6x
18 feb	Paroc	Owens Corning	12,0x
18 jun	Knauf	USG	13,9x
20 feb	Armacell	PAI	11,0x
21 jan	Brandsteen	LafargeHolcim	12,6x
21 mar	Gór-Stal	Recticel	12,0x
<b>Gemiddeld</b>			<b>11,4x</b>

<b>Transactievergelijking</b>	<b>EBITDA 2022E (EUR mln.)</b>	<b>EV / Aangep. EBITDA</b>	<b>EV (EUR mln.)</b>
Engineered Foams	84	9,1x	760
Isolatie	39	11,4x	447
Bedding	23	6,5x	150
Bedrijfskosten	(14)	9,3x	(130)
<b>Totaal</b>	<b>132</b>	<b>9,3x</b>	<b>1226</b>
Aanpassingen EV- naar EqV			298
Eigen vermogen			929
Verwaterde aandelen o/s			56,32
<b>Impliciete aandelenkoers</b>			<b>16,49</b>
vs Greiner-waarde			13,24
<b>Delta</b>			<b>24,5%</b>

Bron: Mergermarket, bedrijfswebsites van bedrijven die betrokken zijn bij transacties waarnaar hierboven wordt verwezen, namelijk:

1. Eurofoam Greiner op 9,5x – Kepler Cheuvreux rapport van 08 april 2020
2. FoamPartner Recticel op 8.6x – Recticels Investor-presentatie van 10 november 2020
3. Ursa Xella op 7,6x – Prospectus van de Bieder p. 63
4. Paroc Owens Corning op 12.0x – Mergermarket
5. Knaf USG op 13,9x – Mergermarket
6. Armacell PAI van 10,6x – Dealomvang van 1,4 miljard EUR volgens Mergermarket gedeeld door Armacells 2019 EBITDA van 133,5 mln. EUR volgens de website van het bedrijf
7. Firestone LafargeHolcim op 12,6x - LafargeHolcims Investor-presentatie van 7 januari 2021
8. G6r-Stal Recticel op 12.0x – Recticels Investor-presentatie van 19 maart 2021

- Zoals hierboven uiteengezet, is de Raad van Bestuur dan ook sterk van mening dat de Biedprijs van 13,50 EUR /aandeel aanzienlijk laag is, en de Vennootschap onderwaardeert.

## 7. Synergieën

- De Raad van Bestuur heeft voorts geconstateerd dat de Bieder geen enkele indicatie heeft gegeven van mogelijke synergieën die naar verwachting door de Bieder zullen worden gerealiseerd, ook al vermeldt de Bieder dat hij bepaalde gebieden heeft geïdentificeerd die tot potentiële synergieën zouden kunnen leiden. Recticel is beursgenoteerd en deelt een lange geschiedenis met de Bieder, aangezien de Vennootschap eerder betrokken was bij een 50/50 JV met de Bieder, Eurofoam genaamd, die actief was sinds 1992. Eurofoam is een producent van speciaalschuim en de Bieder heeft recentelijk, in april 2020, het 50%-belang van de Vennootschap in de JV verworven. Er zijn duidelijke overlappingsen en bepaalde complementaire gebieden tussen de twee entiteiten. Hieronder volgt een overzicht van vergelijkbare transacties in elk van Recticel's activiteiten, waarbij de gerealiseerde synergieën worden weergegeven als percentage van de opbrengsten, wat aangeeft dat dergelijke transacties vrijwel altijd gepaard gaan met duidelijke synergieën.

### Recticel Engineered Foams

Ann. Datum	Doelvennootschap	Overnemer	Synergieën	% beoogde omzet
20 nov	Foam Partner	Recticel	18 mln. EUR per 2023	c.8%

### Isolatie

Ann. Datum	Doelvennootschap	Overnemer	Synergieën	% beoogde omzet
17 okt	Paroc	Owens Corning	15 mln. EUR in 2019	c.4%
21 jan	Brandsteen	LafargeHolcim	95 mln. EUR binnen 2 jaar na closing	c.6%

### Bedding

Ann. Datum	Doelvennootschap	Overnemer	Synergieën	% beoogde omzet
12 sept	Sealy	Tempur	c. 35 mln. EUR in 2016	c.4%

Bron: Mergermarket, Bedrijfswebsites van bedrijven die betrokken zijn bij transacties waarnaar hierboven wordt verwezen, namelijk:

1. FoamPartner Recticel – Synergieën zoals bekendgemaakt in persbericht Recticel 1H 2021 van 27 augustus 2021 en FoamPartner 2020-verkopen van 234 mln. EUR (254 mln. CHF volgens het jaarverslag van Conzeta) met een wisselkoers van van 0,92 CHF/EUR
2. Paroc Owens Corning – Mergermarket
3. Firestone LafargeHolcim – Mergermarket
4. Sealy Tempur – Synergieën zoals bekendgemaakt in gezamenlijk persbericht van Tempur Sealy op 24 januari 2020 met Sealy-omzet van 924 mln. EUR per Mergermarket tegen USD/EUR-wisselkoers van 0,87

Volgens de Raad van Bestuur zou het dus geschikter zijn dat deze synergieën zouden worden gekwantificeerd om een globaal beeld te geven van het waardevoorstel aan haar aandeelhouders en andere belanghebbenden, zodat zij een geïnformeerd besluit kunnen nemen met betrekking tot het Bod.

#### 4.2.2 Invloed op corporate governance

Met betrekking tot governance stelt de Bieder in het Prospectus dat:

- indien zij de controle over Recticel verwerft, zij voornemens is de Raad van Bestuur van Recticel samen te stellen uit een meerderheid van bestuurders die de meerderheidsaandeelhouder vertegenwoordigen en ervoor te zorgen dat drie bestuurders in de Raad van Bestuur van Recticel zullen worden aangemerkt als onafhankelijke bestuurders (tegenover zes onafhankelijke bestuurders momenteel);
- zij haar stemrechten op zodanige zal wijze gebruiken dat de strategische, operationele en financiële doelstellingen en het beleid van Recticel op één lijn worden gebracht met die van Greiner, naar behoren rekening houdend met het vennootschappelijk belang en de onafhankelijkheid van Recticel als afzonderlijke juridische entiteit;
- indien zij geen controle over Recticel verwerft, zij haar stemrechten op zodanige wijze zal gebruiken dat de waarde van haar belang in Recticel wordt gemaximaliseerd.

De Raad van Bestuur betreurt de weigering van de Bieder om samen te werken en gesprekken aan te gaan met de Raad van Bestuur over de toekomstige governance van de Vennootschap en over het instellen van checks and balances ten voordele van andere belanghebbenden (met inbegrip van de minderheidsaandeelhouders), des te meer gezien het feit dat de Bieder één van de belangrijkste concurrenten van de Vennootschap is.

De Raad van Bestuur spreekt zijn zorgen uit over het voornemen van de Bieder om na het Bod een significante invloed te hebben op de governance van de Vennootschap en in het bijzonder over de onduidelijkheid met betrekking tot de benoeming van de meerderheid van de bestuurders door de Bieder. Uit de geschiedenis blijkt dat zelfs met 27,03% van de Aandelen de Bieder naar verwachting de meerderheid van de stemmen op de aandeelhoudersvergadering van de Vennootschap zal vertegenwoordigen en het is op dit moment onduidelijk of de Bieder voornemens is een meer dan evenredig aantal bestuurders bij de Raad van Bestuur te benoemen.

Bovendien is het volgens de Raad van Bestuur niet duidelijk hoe de Bieder zou omgaan met potentiële belangenconflicten en transacties met verbonden partijen. De Bieder heeft aangegeven dat hij de Belgische vennootschapsrechtelijke bepalingen inzake belangenconflicten en transacties met verbonden partijen zal naleven. In dit verband merkt de Raad van Bestuur op dat niet alle relevante transacties, met name op het niveau van dochterondernemingen, onder toepassing van bepalingen inzake transacties met verbonden partijen zouden vallen. Het blijft voor de Raad van Bestuur onduidelijk hoe de Bieder in de praktijk zal voorkomen dat hij zichzelf bevoordeelt ten opzichte van de Vennootschap en er voor zal zorgen dat de huidige klanten, knowhow en intellectuele eigendom van de Vennootschap bij de Vennootschap blijven en niet aan de Bieder worden overgedragen.

In het licht daarvan dringt de Raad van Bestuur erop aan dat een relationship agreement met de Bieder wordt opgesteld om te verzekeren dat de rechten van de minderheidsaandeelhouders worden gerespecteerd, dat alle transacties die tussen de Vennootschap en de Bieder worden aangegaan tegen marktconforme voorwaarden plaatsvinden en dat de Bieder niet meer dan zijn evenredige aandeel van de bestuurders in de Raad van Bestuur benoemt. De Raad van Bestuur betreurt dat de vertegenwoordigers van de Bieder in dit verband geen gesprekken zijn aangegaan met de Raad van Bestuur en duidelijk hebben gemaakt dat zij

voornemens zijn om slechts te voldoen aan de minimumeisen die in dit verband door de wet worden opgelegd.

De Raad van Bestuur is ook onzeker over de gevolgen voor de Vennootschap en de minderheidsaandeelhouders van het voornemen van de Bieder om "de strategische, operationele en financiële doelstellingen van Recticel op één lijn te brengen met die van Greiner" en, meer in het algemeen, de algemene plannen van de Bieder met betrekking tot kapitaal- en investeringsstrategieën, dividend- en aandeelhoudersbeloningsbeleid en M&A-activiteiten. In dit opzicht is het mogelijk dat de belangen van de Bieder, als concurrent van de Vennootschap, niet op één lijn liggen met die van de andere belanghebbenden.

#### **4.3 Gevolgen voor de belangen van de werknemers, waaronder gevolgen voor de werkgelegenheid**

De Bieder geeft in het Prospectus aan dat:

- hij meent dat de werknemers van Recticel de vruchten zullen plukken van de ruimere kansen die een grotere groep kan bieden.;
- hij de intentie heeft een aantrekkelijke arbeidsomgeving te handhaven voor de werknemers van Recticel;
- hij niet de intentie heeft om per datum van het Prospectus de huidige arbeidsvoorwaarden binnen Recticel te wijzigen;
- hij nog geen beslissing heeft genomen over het huidige management van Recticel en ernaar streeft samen te werken met het huidige management van Recticel en eventuele toekomstige beslissingen over managementposities te nemen op basis van hoe een nauwere samenwerking zich in de toekomst ontwikkelt en wat de partijen bepalen dat het beste is voor de activiteiten van Recticel.

De Raad van Bestuur is van oordeel dat de Bieder niet aangeeft welke de concrete voordelen van het Bod zijn voor de werknemers, noch wat de intentie is van de Bieder om het huidige dienstverband te handhaven. De Raad van Bestuur merkt op dat in het Bod geen melding wordt gemaakt van enige toezegging ten aanzien van het management en de werknemers van de Vennootschap op het gebied van aanmoediging, terwijl de Vennootschap in het verleden de groei en het succes van de Vennootschap altijd nauw verbonden heeft met haar management en werknemers.

#### **4.4 Strategische plannen Bieder voor de Vennootschap**

De Raad van Bestuur betreurt het dat, ondanks het feit dat de Bieder één van de belangrijkste concurrenten van de Vennootschap is en derhalve goed op de hoogte is van de activiteiten van de Vennootschap, zijn strategische plannen voor de toekomst van de Vennootschap niet duidelijk zijn voor de Raad van Bestuur en, naar haar mening, hij geen voorstellen doet die de Vennootschap ten goede zouden komen.

Aangezien de Bieder niet actief is in de sector van de isolatie/bouw, wordt zijn bijdrage tot de afdeling Isolatie geacht onbestaande te zijn in de zin van technologische bijdrage, complementariteit met de klanten, operationele of organisatorische synergiën. Wat de afdeling Engineered Foams betreft, heeft Recticel in 2020 besloten om zijn internationale bereik uit te breiden en een echte wereldwijde speler te worden in oplossingen met hoge toegevoegde waarde, door 100% van de aandelen van FoamPartner te verwerven en door zijn 50%-belang in Eurofoam JV te verkopen aan de Bieder. De inbreng van de Bieder in Engineered Foams zou dus een stap terug betekenen.

De Raad van Bestuur is van mening dat de Vennootschap in staat is om haar ontwikkeling

op een stand-alone basis voort te zetten, zoals zij tot nu toe met succes heeft gedaan, en de Bieder zou geen bijdrage leveren om verder te groeien en haar huidige strategie voort te zetten.

#### **4.5 Gevolgen voor de belangen van de schuldeisers**

De Bieder gaat in het Prospectus niet uitdrukkelijk in op de mogelijke impact van het Bod op de schuldeisers van de Vennootschap en blijft in dit opzicht vaag. De Raad van Bestuur heeft geen reden om aan te nemen dat het Bod de belangen van de schuldeisers van de Vennootschap aanzienlijk (negatief of positief) zal beïnvloeden.

#### **4.6 Algemene beoordeling van het Bod**

Rekening houdend met de hiervoor in Rubriek 4 van deze Memorie van Antwoord uiteengezette overwegingen, ondersteunt de Raad van Bestuur het Bod niet en heeft zij besloten haar aandeelhouders te adviseren om hun Aandelen niet aan de Bieder te verkopen in het kader van het Bod.

De Raad van Bestuur is van mening dat het Bod niet ingaat op de positie en gerechtvaardigde belangen van alle belanghebbenden en de Vennootschap aanzienlijk onderwaardeert.

#### **4.7 Positie van Compagnie du Bois Sauvage SA ("Bois Sauvage") (vertegenwoordigd door Frédéric Van Gansberghe) en Compagnie du Bois Sauvage Services SA (vertegenwoordigd door Benoît Deckers), als bestuurders van Recticel, in overeenstemming met Art. 28 van het Koninklijk Besluit van 27 april 2007 op de openbare overnamebiedingen, zoals gewijzigd**

Op 14 mei 2021 sloten Bois Sauvage en Greiner een aandelenkoopovereenkomst waarbij Bois Sauvage ermee instemde om alle 15.094.410 aandelen van Recticel die Bois Sauvage in handen had en die 27,03% van haar kapitaal vertegenwoordigden (de "**Aandelenkoopovereenkomst**"), te verkopen en Greiner, te kopen tegen een aankoopprijs van 13,50 EUR per aandeel, die gelijk is aan de prijs van het overnamebod. De aankoopprijs onder de Aandelenkoopovereenkomst staat vast en is definitief, en is niet onderhevig aan enige aanpassing. De afwikkeling van de koop in het kader van de Aandelenkoopovereenkomst is niet afhankelijk van het resultaat van het vrijwillige openbare overnamebod dat door Greiner is uitgebracht. De overname van de aandelen in Recticel die in handen zijn van Bois Sauvage is definitief, met als enige uitzondering dat Greiner de overeenkomst kan beëindigen indien bepaalde beschermingsmaatregelen door de aandeelhoudersvergadering van Recticel zouden worden goedgekeurd.

Op basis van de informatie waarover zij beschikte op het ogenblik van de ondertekening van de Aandelenkoopovereenkomst, en rekening houdend met de omvang van haar participatie in Recticel, acht Bois Sauvage de overnameprijs bevredigend. Er werd een aanzienlijke premie geboden boven de gemiddelde beurskoers van Recticel aandelen in de afgelopen maanden en jaren (voorafgaand aan de datum van ondertekening van de Aandelenkoopovereenkomst).

Bois Sauvage handelt niet in overleg met Greiner in het overnamebod en doet geen uitspraken over de gegrondheid van het Bod (met inbegrip van de gevolgen ervan voor de belangen van de effectenhouders en de werknemers en voor de strategische plannen van Greiner). Bois Sauvage is van mening dat aandeelhouders, op basis van hun eigen financiële situatie en analyse, met behulp van hun effecten broker of financieel adviseur hun eigen mening moeten vormen alvorens hierover een beslissing te nemen. De aandeelhouders kunnen de volgende elementen in overweging nemen: (i) Greiner's doelstellingen en redenen voor het uitbrengen van het Bod, zoals uiteengezet in Hoofdstuk 6.5 (Intenties van de Bieder) van het Prospectus, (ii) Recticel's recente strategie-update,

zoals uiteengezet in Hoofdstuk 3 (Recente gebeurtenissen – Voorgenomen verkoop van Engineered Foam) van deze Memorie van Antwoord en (iii) de marktprijs per Aandeel aan het einde van de Initiële Aanvaardingsperiode versus de Biedprijs van het Aandeel. Hoewel Bois Sauvage zich niet uitspreekt over de gegrondheid van de beoogde strategieën van Greiner of Recticel, dienen aandeelhouders zich ervan bewust te zijn dat de implementatie van dergelijke strategieën de marktprijs per Aandeel in de toekomst kan beïnvloeden, die hoger of lager kan zijn dan de Biedprijs van de Aandelen of de marktprijs per Aandeel momenteel beschikbaar voor de aandeelhouders.

Om voornoemde redenen hebben Bois Sauvage (vertegenwoordigd door Frédéric Van Gansberghe) en Compagnie du Bois Sauvage Services SA (vertegenwoordigd door Benoît Deckers) zich onthouden van stemming over de Memorie van Antwoord.

## **5 Intentieverklaring met betrekking tot de aandelen gehouden door de bestuurders en door de personen vertegenwoordigd door deze bestuurders**

Compagnie du Bois Sauvage SA zal haar aandelen aan de Bieder overdragen overeenkomstig de op 14 mei 2021 met de Bieder (en niet via het Bod) gesloten overeenkomst.

Compagnie du Bois Sauvage Services SA bezit geen aandelen van Recticel.

Benoît Deckers, vaste vertegenwoordiger van Compagnie du Bois Sauvage Services SA, bezit 2.700 Aandelen en is voornemens zijn aandelen niet aan de Bieder aan te bieden in het kader van het Bod.

De overige bestuurders (zoals hieronder uiteengezet) hebben bevestigd dat zij voornemens zijn hun Aandelen niet aan de Bieder aan te melden in het kader van het Bod.

<b>Naam</b>	<b>Functie</b>	<b>Aantal aandelen</b>
<b>Johnny Thijs BV, (vertegenwoordigd door haar vaste vertegenwoordiger Johnny Thijs)</b>	Voorzitter, Onafhankelijk Bestuurder	22.949
<b>Olivier Chapelle , vaste vertegenwoordiger van Olivier Chapelle SRL</b>	Algemeen Directeur, Uitvoerend Bestuurder	272.598
<b>Imrada BV (vertegenwoordigd door haar vaste vertegenwoordiger Ingrid Merckx)</b>	Onafhankelijk Bestuurder	0
<b>Lubis BV (vertegenwoordigd door haar vaste vertegenwoordiger Luc Missorten)</b>	Onafhankelijk Bestuurder	0
<b>Carpe Valorem BV (vertegenwoordigd door haar vaste vertegenwoordiger Kurt Pierloot)</b>	Onafhankelijk Bestuurder	0
<b>Moroxco BV (vertegenwoordigd door haar vaste vertegenwoordiger Elisa Vlerick)</b>	Onafhankelijk Bestuurder	0
<b>Carla Sinanian</b>	Onafhankelijk Bestuurder	0



Op de datum van deze Memorie van Antwoord zijn geen bestuurders noch hun vaste vertegenwoordigers (al naargelang van toepassing) vertegenwoordigers van derden.

Alle leden van het uitvoerend management en hun vaste vertegenwoordigers (zoals hieronder uiteengezet) hebben bevestigd dat zij voornemens zijn hun Aandelen en hun Inschrijvingsrechten niet aan de Bieder aan te bieden in het kader van het Bod.

<b>Naam</b>	<b>Functie</b>	<b>Aantal aandelen</b>
<b>Olivier Chapelle, vaste vertegenwoordiger van Olivier Chapelle SRL</b>	Chief Executive Officer en Group General Manager Bedding	Zie hierboven
<b>Ralf Becker</b>	Group General Manager Insulation	500
<b>Betty Bogaert</b>	Chief Information Officer	26.504
<b>Jean-Pierre De Kesel</b>	Chief Sustainable Innovation Officer	55.818
<b>François Desné</b>	Group General Manager Flexible Foams	6.250
<b>Rob Nijskens</b>	Chief Human Resource Officer	0
<b>François Petit</b>	Chief Procurement Officer	20.628
<b>Dirk Verbruggen, vaste vertegenwoordiger van Roffoelkin BV</b>	General Counsel & Chief Financial Officer	43.042

De Vennootschap zal haar 326.800 eigen aandelen niet aanbieden aan de Bieder in het kader van het Bod.

## **6 Toepassing goedkeuringsclausules en voorkeursrechten**

De statuten van de Vennootschap bevatten geen goedkeuringsclausules of voorkeursrechten met betrekking tot de overdracht van Aandelen waarop het Bod betrekking heeft.

## **7 Oordeel van de ondernemingsraad van de Vennootschap**

Het Prospectus is meegedeeld aan de ondernemingsraden van de Vennootschap, teneinde haar in staat te stellen haar mening te geven over het Bod en de gevolgen daarvan voor het dienstverband in overeenstemming met artikel 44 van de Overnamewet. Er is geen advies uitgebracht op de datum van deze Memorie van Antwoord.

## **8 Diversen**

### **8.1 Aanvulling**

De informatie in deze Memorie van Antwoord verwijst naar de status per de datum van de Memorie van Antwoord. Elk nieuw belangrijk feit, of wezenlijke fout of onjuistheid met betrekking tot de informatie in de Memorie van Antwoord, dat van invloed kan zijn op de beoordeling van het Bod en dat ontstaat of bekend wordt bij de Raad van Bestuur tussen de datum van goedkeuring van de Memorie van Antwoord en het einde van de Aanvaardingsperiode, zal in België openbaar worden gemaakt door middel van een aanvulling op de Memorie van Antwoord in overeenstemming met artikel 30 van de

Overnamewet.

## **8.2 Talen**

De Memorie van Antwoord is beschikbaar in het Engels, de versie die door de FSMA is goedgekeurd.

Er is een vertaling van de Memorie van Antwoord beschikbaar in het Frans op de volgende website: [www.recticel.com](http://www.recticel.com). De Vennootschap heeft de vertalingen geverifieerd en is verantwoordelijk voor de consistentie tussen de taalversies.

## **8.3 Adviseurs van de Vennootschap**

JP Morgan heeft de Vennootschap geadviseerd over bepaalde financiële aspecten in verband met het Bod. Deze diensten zijn uitsluitend aan de Vennootschap verleend en kunnen niet door enige andere partij worden ingeroepen. JP Morgan aanvaardt geen enkele verantwoordelijkheid voor de in de Memorie van Antwoord opgenomen informatie.

Allen & Overy LLP heeft de Vennootschap geadviseerd met betrekking tot bepaalde juridische zaken in verband met het Bod. Deze diensten zijn uitsluitend aan de Vennootschap verleend en kunnen niet door enige andere partij worden ingeroepen. Allen & Overy LLP aanvaardt geen enkele verantwoordelijkheid voor de in de Memorie van Antwoord opgenomen informatie.

## **8.4 Beschikbaarheid van de Memorie van Antwoord**

Deze Memorie van Antwoord is digitaal beschikbaar op de volgende website: [www.recticel.com](http://www.recticel.com).

Papieren exemplaren van de Memorie van Antwoord zijn kosteloos verkrijgbaar op de maatschappelijke zetel van de Vennootschap of door een verzoek per e-mail te sturen naar de heer Michel De Smedt, Investor Relations naar het e-mailadres [desmedt.michel@recticel.com](mailto:desmedt.michel@recticel.com).

**Bijlage 1**

**Fairness Opinion Letter KBC Securities**

**Private and Confidential**

To the independent members of the Board of Directors  
Recticel NV  
Bourgetlaan 42 Avenue du Bourget  
B-1130 Brussels

Brussels, 6 October 2021

Dear Sirs,

KBC Securities NV (“**We**”, “**us**” or “**KBC Securities**”) has been requested to provide the independent members of the Board of Directors of Recticel NV (“**Recticel**” or the “**Company**”) with our opinion as to the fairness, from a financial point of view, of the cash consideration offered by Greiner AG (“**Greiner**”) in the voluntary tender offer it has announced to launch on Recticel (the “**VTO**”) being 13.50 EUR per share of Recticel (each a “**Share**”) (the “**Consideration**”). The VTO follows an agreement concluded between Greiner and Compagnie du Bois Sauvage SA (“**CBS**”) in which certain conditions were laid out under which Greiner could acquire the entire stake held by CBS in Recticel (the “**Acquisition**”).

For the purpose of the opinion set forth herein, we have performed the following actions:

- (i) performed a valuation analysis of the Company;
- (ii) reviewed certain publicly available information (financial and other) concerning the business of the Company and the evolution thereof (including the annual and semi-annual reports of the Company for the period 2018-2020, semi-annual report for H1 2021, as well as the Company’s trading updates);
- (iii) analysed the long term financial plan 2021-2024 prepared by the management of the Company, entailing the financial forecasts for the period 2021-2024 for the divisions: (i) Recticel Engineered Foams (“**REF**”), (ii) Insulation and (iii) Corporate & Others (representing intercompany transactions and central costs) and approved by the Company’s Board of Directors on 18/5/2021, entitled “20210928 RECTICEL BP 2019\_2024 FINAL.xlsx” and “Recticel Busines Plan 2021-2024 – 060721.pdf” (both files together the “**Business Plan**”), that was extrapolated for 2025 and 2026 by KBCS;
- (iv) discussed the historical financial performance and the Business Plan with senior executives of the Company and with senior executives of its business lines on 12/7/2021;
- (v) reviewed the non-audited consolidated and statutory financials of the Company for the six months ended 30/6/2021, as well as the audited consolidated and non-audited statutory financials for the financial years ended 31/12/2020 and 31/12/2019;
- (vi) analysed and reviewed the last twelve months financial metrics of the Company’s divisions as provided by the Company’s management with 30/6/2021 as cut-off date;
- (vii) analysed the financial information published in the semi-annual report 2021 of the Company to derive the net financial debt and EV-Equity bridge as per 30/6/2021;
- (viii) reviewed certain non-public information such as interalia the exit arrangements on the Company’s remaining exposure on the divested automotive operations, as per excerpts

from the shareholder agreements between Sekisui Plastics Co. Ltd and Recticel NV dated 18/12/2018 regarding the Proseat activities and between Temda 1 GmbH and Recticel Dämmsysteme GmbH dated 05/4/2020 regarding the Automotive Interiors activities;

- (ix) calculated and analysed the premia implied by the Consideration versus the closing share price of the Shares on Euronext Brussels on 12/5/2021 (i.e. one business day prior to announcement of the VTO by Greiner) and versus the volume weighted average share price (VWAP) of the Shares over respectively 1, 3, 6, 12 and 24 months preceding such announcement;
- (x) compared current and historical market prices of the Shares;
- (xi) compared the price of and trading activity in the Shares against those of the shares of certain other comparable publicly traded companies;
- (xii) analysed broker notes on Recticel published between 1/1/2021 and 28/9/2021 by KBC Securities NV; Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG; Bank Degroof Petercam SA; ING Bank NV and Kepler Cheuvreux SA;
- (xiii) engaged in specific discussions and clarifications with senior executives of the Company, including a bring-down call held on 6/10/2021 with senior management during which certain clarifications and assurances were received by us.

With regard to rendering our opinion, we have used the following valuation methodologies which we have deemed necessary or appropriate for the purposes hereof: a comparable transaction multiples analysis, a comparable trading multiples analysis and a two-stage discounted cashflow methodology (DCF) (based upon the Business Plan) including a sensitivity analysis of the key assumptions underlying the DCF conclusions. In addition, we have taken into consideration Recticel's share performance analysis and public takeover bid premia analysis.

We have further assumed and relied upon, without independent verification, the accuracy and completeness of the information reviewed by us for the purposes of this opinion, including certain statements by the Company's management, as well as the Business Plan, and we do not assume any responsibility or liability therefor. Without limiting the generality of the foregoing, we have assumed, based on assurances we have received from the Company's management, that there are no agreements, documents or arrangements, whether written or oral, between (i) the Company and (ii) CBS that could have a bearing upon our conclusions. In addition, we have assumed without verification that the Company's financial performance is not materially dependent upon any commodity prices and have not factored in any commodity market price risks into our valuation exercise. Given the ongoing divestment process of the bedding division, we have not separately valued the bedding division as such, but have used a broker consensus range in our conclusions.

We have not conducted any evaluation or appraisal of any assets or liabilities (including for the avoidance of doubt with respect to pension liabilities, contingent or otherwise, to real estate assets and to technical installations or machinery), nor have any such evaluations or appraisals been commissioned specifically for the purpose of this opinion or provided to us. We have not reviewed any of the commercial contracts of Recticel, including any agreements with its largest customers or suppliers and as such were unable to ascertain whether there is any level of economic dependency of Recticel on any of its customers or suppliers. For the avoidance of doubt, we have not taken into account any potential synergies between Recticel and Greiner.

Our opinion is necessarily based upon market, economic, financial and other conditions, as well as the information made available to us as of the date hereof. Any change in such conditions may require a re-evaluation of this opinion, but we do not have any obligation to update, revise, or reaffirm this opinion. We express no opinion (implied or otherwise) by this letter (or the attachment thereto) as to the price at which the shares of the Company will trade in the future. Similarly, we express no opinion herein as to the tax or accounting treatment of the VTO.

For our services to the independent members of the Board of Directors of the Company, organizing themselves in a specific subcommittee (the “**Strategic Committee**”) in assessing the fairness of the Consideration, we will receive a fee from the Company. As outlined in the attached ‘Declaration of Independence’ (the “**Declaration of Independence**”), KBC Group (to which KBC Securities belongs) has provided financial services to the Company in the past and has received fees for rendering these services. In the ordinary course of business, we and our affiliates may actively trade the debt and equity securities of the Company for our account or for the account of customers and, accordingly, we or they may at any time hold long or short positions in the Company’s securities. KBC Securities has internal policies in place for managing conflicts of interest and sharing of information.

For the avoidance of doubt, KBC Securities was not requested and did not provide services other than the delivery of this opinion. KBC Securities was not authorized to and did not solicit any expressions of interest from any other parties with respect to the purchase of shares of the Company. KBC Securities did not participate in negotiations or discussions with respect to the Acquisition or the terms thereof, nor the VTO or its pricing.

Based on and subject to the foregoing and taking into account the valuation exercise presented to the independent directors in the Valuation Conclusions Report, it is our opinion that, as at the date hereof, the price of 13.50 EUR per share offered by Greiner under the VTO is not fair to the shareholders of the Company from a financial point of view.

This opinion letter (including the attachment thereto) is provided solely for the benefit of the Strategic Committee strictly in connection with and for the purposes of its evaluation of the VTO and, as the case may be, the preparation of a memorandum in reply (or similar statement) in the context of the VTO and may not be used for any other purpose, nor distributed to any other person (or quoted) or reproduced without the prior written consent of KBC Securities. This opinion letter may however be reproduced (in its entirety and together with the attachment referred to herein and not by means of excerpt) as an annex to the “memorandum in reply” that itself will be made public in the Prospectus. This opinion letter and its attachment are solely addressed to the Strategic Committee and no party other than the independent members of the Board of Directors may rely on this opinion letter and its attachment.

For avoidance of doubt, this opinion letter, nor the Valuation Conclusions Report, qualify as an independent expert report in accordance with article 23 of the Belgian Royal Decree of 27 April 2007 on takeover bids.

Yours faithfully,

KBC Securities NV  
here represented by

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Frederik Vandepitte', written over a horizontal line.

Frederik Vandepitte  
CEO KBC Securities

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Dominique Deschamps', written over a horizontal line.

Dominique Deschamps  
Co-Head of M&A KBC Securities

## Bijlage

Naam van de Doelvennootschap	Naam vande Overnemer	Jaar van Aankondiging	Transactiewaarde <sup>1</sup> (EUR mln.)	Controlepremie One-day
Orange Belgium	Orange SA	2021	316	35,6%
Vastned Retail Belgium	Vastned Retail	2018	101	24,5%
RealDolmen	GFI Informatique	2018	195	11,1%
Ablynx	Sanofi	2018	4,221	21,2%
TiGenix	Takeda Pharmaceutical	2018	807	81,4%
Zetes Industries SA	Panasonic Holding BV	2016	156	19,9%
FNG Group NV	R&S Retail Group NV	2016	221	63,1%
CMB NV	Saverco NV	2015	567	20,5%
BHF KB Groep	Oddo&Cie	2015	757	23,4%
Spadel SA	Finances & Industries	2015	394	16,7%
Delhaize Groep <sup>2</sup>	Royal Ahold <sup>2</sup>	2015	10,554	24,4%
Henex	UFB	2013	390	26,5%
Compagnie d'Entreprises CFE	Ackermans & Van Haaren	2013	1,230	3,6%
Duvel Moortgat	Fibemi NV en Veerle Baert	2013	125	8,9%
VPK Packaging	Auriga Finance & Stak Packaging	2012	290	17,0%
DEVGEN	Syngenta	2012	403	69,7%
Telenet	LGI	2012	333	12,9%
Omega Pharma	Couckinvest	2011	941	12,6%
Compagnie Nationale à Portefeuille SA	Fingen	2011	1,502	21,7%
Auximines SA	Brederodes SA	2010	291	11,3%
Movetis NV	Shire Plc	2010	428	74,3%
METRIS NV	NIKON Corporation	2009	168	n.m.
Distrigaz SA	ENI Spa	2008	4,784	56,2%
Innogenetics	Solvay	2008	224	73,8%
Air Energy SA	Eneco	2008	175	80,1%
ICOS Vision Systems	KLA-Tencor Corporation	2008	385	66,4%
Brantano NV	Macintosh Retail Group	2007	152	29,4%
Artwork Systems Group	Esko Artwork	2007	196	n.m.
Cumerio SA	Norddeutsche Affinerie AG	2007	909	28,5%
Arinso International	Northgate Information Solutions	2007	150	22,8%
Quick Restaurants SA	CDC Capital Investments	2006	771	25,4%
TELINDUS Groep	Belgacom	2005	721	43,2%
Keytrade Bank SA	Credit Agricole Group	2005	110	5,8%
Docpharma NV	Matrixlaboratoria Ltd.	2005	254	13,3%
SOLVUS NV	USG People NV	2005	928	48,4%
Almanij NV	KBC Bank & Verzekeringen	2004	5,393	26,7%
Societe Belge des Betons	Besix en Orascom Bouw	2004	135	20,7%
Remi Claeys Aluminium	Sapa AB	2003	131	48,6%
Ontex	Dekking	2002	1,052	26,3%
GIB Group SA	Ackermans & Van Haaren	2002	1146	10,5%
Glaverbel SA	Asahi Glass Co Ltd	2001	462	32,1%
BarcoNet NV	Scientific Atlanta, Inc	2001	173	n.m
Cibix NV	Befimmo	2001	185	n.m
<b>Gemiddeld Mediaan</b>				<b>32,3%</b>
				<b>24,5%</b>

Bron: Factiva, Mergermarket, Dealogic, bedrijfswebsites van ondernemingen die betrokken zijn bij transacties waarnaar hierboven wordt verwezen: <sup>1</sup> Transactiewaarde volgens Dealogic; <sup>2</sup> Ahold/Delhaize was technisch gezien een juridische fusie en geen overnamebod