

OFFRE PUBLIQUE D'ACQUISITION VOLONTAIRE CONDITIONNELLE EN ESPÈCES

suivie, le cas échéant, d'une offre de reprise simplifiée

par

GREINER AG

une société par actions autrichienne (*Aktiengesellschaft*)
Greinerstrasse 70, 4550 Kremsmünster, Autriche
inscrite au registre du commerce (*Firmenbuch*) sous le numéro d'immatriculation FN 174160 v
(Greiner ou l'Offrant)

portant sur

**l'ensemble des actions et droits de souscription non encore détenus par l'Offrant
ou ses personnes liées (autres que les 15 094 410 actions à acquérir en vertu de
la convention d'acquisition d'actions conclue avec Compagnie du Bois Sauvage
SA)**

émise par

RECTICEL SA/NV

Société anonyme de droit belge (*société anonyme / naamloze vennootschap*)
Avenue du Bourget 42, 1130 Bruxelles, Belgique
inscrite au registre belge des personnes morales (Bruxelles, division néerlandaise) sous le numéro
0405.666.668
(Recticel ou la Société)

MÉMOIRE EN RÉPONSE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE RECTICEL SA/NV



28 octobre 2021

1 Introduction

1.1 Définitions

Les termes commençant par une majuscule utilisés dans le présent Mémoire en Réponse ont la signification qui leur est attribuée ci-dessous ou dans d'autres parties du présent Mémoire en Réponse. S'ils ne sont pas définis dans le présent Mémoire en Réponse, les termes commençant par une majuscule auront le sens qui leur est attribué par le Prospectus.

Le terme « **Conseil d'Administration** » désigne le conseil d'administration de la Société.

Le terme « **Société** » désigne Recticel SA/NV, une société anonyme de droit belge dont le siège social est sis au 42, avenue du Bourget, 1130 Bruxelles, Belgique, inscrite au registre belge des personnes morales (Bruxelles, division néerlandaise) sous le numéro 0405.666.668

Le terme « **ASMF** » désigne l'Autorité belge des services et des marchés financiers.

Le terme « **Offre** » désigne l'offre d'achat volontaire et conditionnelle en espèces, émise par l'Offrant, sur les Actions et les Droits de Souscription, dont les conditions générales sont précisées dans le Prospectus.

Le terme « **Offrant** » désigne Greiner AG, une société anonyme de droit autrichien (*Aktiengesellschaft*), constituée et régie par le droit autrichien, dont le siège social est sis au 70, Greinerstrasse, 4550 Kremsmünster, Autriche et inscrite au Registre du Commerce (Firmenbuch) sous le numéro FN 174160 v.

Le terme « **Prix de l'Offre** » désigne le Prix de l'Offre d'Actions et le Prix de l'Offre de Droits de Souscription.

Le terme « **Prospectus** » désigne le prospectus de l'Offrant qui énonce les conditions générales de l'Offre accompagné de ses annexes et suppléments, tel qu'approuvé par l'ASMF le 5 octobre 2021.

Le terme « **Personnes Liées** » désigne une personne liée à l'Offrant au sens de l'article 1:20 du Code des Sociétés et Associations.

Le terme « **Mémoire en Réponse** » désigne le présent mémoire en réponse.

Le terme « **Actions** » désigne chacune des 40 804 010 actions de la Société à laquelle l'Offre se rapporte (l'Offre ne concerne toutefois pas les Actions déjà détenues par l'Offrant ou ses Personnes Liées ni les Actions de la Société cédées à l'Offrant par Compagnie du Bois Sauvage SA tel que décrit à l'article 1.2.2 du présent Mémoire en Réponse).

Le terme « **Prix de l'Offre d'Actions** » désigne la contrepartie en espèces versée par l'Offrant pour chaque Action proposée dans le cadre de l'Offre, soit 13,50 euros par Action.

Le terme « **Droit de Souscription** » désigne les 1 777 500 droits de souscription en circulation portant sur l'acquisition des actions de la Société, dont le montant sera réputé exclure les Droits de Souscription pouvant être exercés ou s'éteindre à tout moment et sur lesquels porte l'Offre.

Le terme « **Prix de l'Offre de Droits de Souscription** » désigne la compensation en espèces prévue dans l'Offre pour chaque Droit de Souscription proposé dans le cadre de l'Offre, soit entre 5,20 euros et 8,07 euros par Droit de Souscription.

Le terme « **Arrêté d'OPA** » désigne l'arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition, tel que modifié.

Le terme « **Loi sur les OPA** » désigne la loi du 1er avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition, telle que modifiée.

1.2 Description de l'Offre

1.2.1 Introduction

Le 14 mai 2021, l'Offrant a annoncé avoir conclu un accord avec Compagnie du Bois Sauvage SA pour acquérir la totalité de sa participation (27,03 %) dans Recticel au prix de 13,50 euros par action et son intention de lancer une offre publique d'acquisition volontaire conditionnelle en espèces au même prix de 13,50 euros par action et à un prix compris entre 5,20 euros et 8,07 euros pour chaque Droit de Souscription en fonction du prix d'exercice et de l'échéance des Droits de Souscription.

Le 16 mai 2021, l'Offrant a publié un communiqué de presse visant à clarifier certaines informations concernant l'accord conclu avec Compagnie du Bois Sauvage SA en vue de l'acquisition des actions dans la Société. En particulier, l'Offrant a précisé que la conclusion de l'accord d'acquisition de la totalité de la participation de Compagnie du Bois Sauvage de 27,03 % dans la Société n'était pas subordonnée au succès de l'offre publique d'acquisition conditionnelle volontaire envisagée pour la Société. L'Offrant a en outre indiqué que l'acquisition de la participation de Compagnie du Bois Sauvage dans la Société était définitive, à la seule exception près que l'Offrant pouvait résilier le contrat au cas où certaines mesures de défense étaient approuvées par l'assemblée générale de la Société et que la conclusion de l'acquisition interviendrait, sous réserve de l'exception susvisée, après que les autorités de concurrence compétentes auraient rendu leurs décisions respectives étant entendu, cependant, que ces décisions ne constitueraient pas des conditions suspensives. L'Offrant a précisé qu'en tout état de cause, l'Offrant serait tenu de réaliser l'opération dans la mesure autorisée par le droit de la concurrence et deviendrait actionnaire de la Société (p.ex. en dessous d'un niveau de participation qui déclencherait des obligations de notification en matière de droit de la concurrence). En vertu de la convention, Compagnie du Bois Sauvage cédera en tout état de cause l'intégralité de sa participation dans la Société.

Le 18 mai 2021, l'Offrant a déposé l'Offre officielle auprès de l'AMSF, y compris le projet de Prospectus.

Le 5 octobre 2021, l'AMSF a approuvé le Prospectus et l'a communiqué le même jour au Conseil d'Administration conformément à l'Article 27 de l'Arrêté d'OPA.

Le présent Mémoire en Réponse a été préparé sur la base du Prospectus approuvé par l'AMSF et en réponse à ce Prospectus.

Le Conseil d'Administration a désigné KBC Securities comme conseiller financier indépendant pour effectuer une évaluation en vue de fournir un avis portant sur le caractère équitable du Prix de l'Offre aux membres indépendants du Conseil d'Administration. La lettre d'avis portant sur le caractère équitable est datée du 6 octobre 2021 et est jointe à l'Annexe 1 au présent Mémoire en Réponse.

1.2.2 Actions, Droits de Souscription et Prix de l'Offre

L'Offre porte sur :

- (i) 40 804 010 Actions de la Société, c'est-à-dire toutes les Actions émises par la Société en dehors des 15 094 410 actions détenues par Compagnie du Bois Sauvage SA, que l'Offrant acquerra en vertu d'une convention d'acquisition d'actions conclue entre l'Offrant et Compagnie du Bois Sauvage SA le 14 mai 2021 ; et
- (ii) les 1 777 500 Droits de Souscription émis par la Société.

Le prix proposé pour chaque Action soumise à l'Offre s'élève à 13,50 euros.

Le prix proposé pour chaque Droit de Souscription soumis à l'Offre varie en fonction

du prix d'exercice et de la maturité et varie entre 5,20 euros et 8,07 euros pour chaque Droit de Souscription.

1.2.3 Conditions suspensives

L'Offre est soumise aux conditions ci-après :

- (i) les Actions apportées à l'Offre (et non retirées) doivent représenter ou donner accès à au moins 23,00 % du nombre total d'Actions plus une Action à l'issue de la Période d'Acceptation Initiale de l'Offre, ce qui signifie que l'Offrant vise à obtenir un nombre d'Actions représentant 50 % du nombre total d'Actions plus une Action si l'on ajoute ces Actions à celles devant être acquises par l'Offrant en vertu de la convention d'acquisition d'actions conclue avec Compagnie du Bois Sauvage SA le 14 mai 2021 ;
- (ii) l'obtention des autorisations réglementaires de phase I auprès des autorités compétentes en matière de droit de la concurrence dans l'Union européenne et d'autres juridictions pertinentes ; l'Offrant communiquant de manière proactive avec les autorités compétentes pour répondre de manière adéquate à toute préoccupation potentielle afin d'obtenir les autorisations nécessaires le plus rapidement possible ;
- (iii) durant la période préalable à la publication des résultats de la Période Initiale d'Acceptation, le cours de clôture de l'indice Bel 20 n'a pas diminué de plus de 15,00 % par rapport au cours de clôture de l'indice Bel 20 du jour précédant la notification formelle de l'Offre à l'AMSF conformément à l'article 5 de l'Arrêté d'OPA (c.-à-d. 4 072,15 points au 17 mai 2021). Si l'Offrant décide de ne pas retirer l'Offre à un moment où le cours de clôture de l'indice Bel 20 est inférieur à 3 461,33 points et que ce cours de clôture remonte par la suite à ce niveau, l'Offrant ne pourra plus se prévaloir ultérieurement de cette baisse antérieure et temporaire de l'indice Bel 20. Toute décision de l'Offrant de maintenir l'Offre pendant une période au cours de laquelle le cours de clôture de l'indice Bel 20 a chuté temporairement en dessous de 3 461,33 points est sans préjudice du droit de l'Offrant de se prévaloir de la condition et de retirer l'Offre dans l'hypothèse où, après une reprise, le cours de clôture de l'indice Bel 20 retombe par la suite en dessous de 3 461,33 points ; et
- (iv) durant la période préalable à la publication des résultats de la Période Initiale d'Acceptation, aucun changement ou événement ne survient qui entraîne ou est raisonnablement susceptible d'entraîner (ceci étant confirmé par un expert indépendant), une perte (y compris une perte de valeur de l'actif net) ou un passif de la Société ou de ses filiales, prises dans leur ensemble, ayant une incidence totale sur la valeur de l'actif net consolidé de la Société et de ses filiales après impôt, qui dépasse 50 millions d'euros (un **Evènement Défavorable Important**); sous réserve toutefois qu'aucun des éléments suivants ne sera considéré comme constituant un Evènement Défavorable Important: (i) toute évolution du cours du marché ou du volume de négociation des Actions ; (ii) toute évolution générale des marchés boursiers ; (iii) tout effet négatif résultant ou découlant de l'annonce ou de la réalisation de l'Offre, y compris les effets sur les employés, clients, vendeurs, fournisseurs, distributeurs, partenaires, prêteurs, entrepreneurs ou autres tiers ; (iv) toute modification du droit applicable (ou son interprétation) ; (v) la menace, la survenance, l'escalade, l'éclatement ou l'aggravation de toute catastrophe naturelle, tout cas de force majeure, tout acte de guerre, toute mesure de police ou toute action militaire, toutes hostilités armées, tout acte de sabotage ou tout

acte de terrorisme ou (vi) toute condition affectant l'économie ou le secteur d'activité de la Société en général qui n'affecte pas cette dernière d'une manière disproportionnée par rapport aux autres acteurs économiques ou du secteur, respectivement.

1.3 Responsables

La Société, représentée par son Conseil d'Administration, est responsable des informations figurant dans le présent Mémoire en Réponse.

La composition du Conseil d'Administration figure à l'article 2.

La Société, représentée par son Conseil d'Administration, déclare qu'à sa connaissance, les informations contenues dans le présent Mémoire en Réponse sont conformes aux faits et n'omettent aucun point susceptible d'affecter leur portée.

1.4 Autorisation de l'AMSF

Le Mémoire en Réponse a été approuvé par le Conseil d'Administration le 11 octobre 2021. Tous les administrateurs étaient présents ou valablement représentés. Comme indiqué à l'article 4.7 ci-dessous, Bois Sauvage (représentée par Frédéric Van Gansberghe) et Compagnie du Bois Sauvage Services SA (représentée par Benoît Deckers) se sont abstenues de voter sur le Mémoire en Réponse. Le Mémoire en Réponse a été soumis à l'AMSF dans sa version définitive le 25 octobre 2021.

Le Mémoire en Réponse a été approuvé par l'AMSF le 28 octobre 2021 conformément à l'Article 28, para. 3, de la Loi sur les OPA. Cette autorisation n'implique aucune évaluation de l'Offre sur le fond et du point de vue de sa qualité par l'AMSF.

1.5 Déclarations prospectives

Le Mémoire en Réponse contient des énoncés prospectifs, des perspectives et des estimations concernant la performance future attendue de la Société, de ses filiales ou de ses entités liées et des marchés sur lesquels elles sont actives. Certains de ces énoncés prospectifs, perspectives et estimations sont caractérisés par l'utilisation de termes tels que (liste non exhaustive) : « croire », « penser », « s'attendre », « prévoir », « chercher à », « serait », « souhaite », « envisage », « calcule », « peut », « sera », « reste », « voudrait », « comprend », « vise à », « a l'intention de », « s'appuie sur », « tente de », « considérer » et les expressions similaires ainsi que l'usage du futur et du conditionnel.

Ces énoncés, perspectives et estimations sont fondés sur un certain nombre d'hypothèses et d'évaluations des risques, incertitudes et autres facteurs connus et inconnus qui peuvent s'avérer raisonnables et acceptables au moment où ils sont établis, mais qui pourraient ne pas s'avérer exacts à l'avenir. Les événements réels sont difficiles à prévoir et peuvent dépendre de facteurs indépendants de la volonté de la Société.

Par conséquent, il est possible que les résultats, la situation financière, la performance ou les réalisations de la Société ou les résultats du secteur s'écartent substantiellement, en réalité, des résultats, des performances ou des réalisations futures décrits ou suggérés dans ces énoncés prospectifs, perspectives ou estimations.

Les énoncés, perspectives et estimations ne sont valables qu'à la date du présent Mémoire en Réponse et la Société ne s'engage pas à mettre à jour ces énoncés, perspectives et estimations afin de tenir compte de l'évolution éventuelle des attentes à cet égard ou de l'évolution des événements, conditions ou circonstances sur lesquels ces énoncés, perspectives ou estimations sont fondés, sauf si un tel ajustement est requis par l'article 30 de la Loi sur les OPA.

1.6 Clause de non-responsabilité

Aucune disposition du présent Mémoire en Réponse ne doit être interprétée comme un conseil en investissement, fiscal, juridique, financier, comptable ou autre. Le présent Mémoire en Réponse n'est pas destiné à être diffusé à des personnes auxquelles la loi ou les tribunaux interdisent de le divulguer, ni à être utilisé par ces personnes. Les actionnaires doivent évaluer l'Offre par eux-mêmes avant de prendre toute décision d'investissement et sont invités à faire appel à des conseillers professionnels pour obtenir une aide à la prise de décision.

2 Composition du Conseil d'Administration

Nom	Expiration du mandat	Fonction	Participation aux comités
Johnny Thijs BV (représentée par son représentant permanent Johnny Thijs)	Après l'assemblée générale annuelle de 2022	Président et administrateur indépendant	Membre du Comité d'audit et du Comité des rémunérations et des nominations
Olivier Chapelle SRL (représentée par son représentant permanent Olivier Chapelle)	Après l'assemblée générale annuelle de 2022	Directeur Général, directeur exécutif	Membre du Comité de Direction
Compagnie du Bois Sauvage Services SA (représentée par son représentant permanent Benoit Deckers)	Après l'assemblée générale annuelle des actionnaires de 2024	Administrateur non exécutif	Membre du Comité d'audit
Imrada BV (représentée par sa représentante permanente Ingrid Merckx)	Après l'assemblée générale annuelle de 2022	Administrateur indépendant	Membre du Comité d'audit
Lubis BV (représentée par son représentant permanent Luc Missorten)	Après l'assemblée générale annuelle des actionnaires de 2024	Administrateur indépendant	Membre du Comité d'audit et du Comité des rémunérations et des nominations
Carpe Valorem BV (représentée par son représentant permanent Kurt Pierloot)	Après l'assemblée générale annuelle des actionnaires de 2024	Administrateur indépendant	Membre du Comité des rémunérations et des nominations
Compagnie du Bois Sauvage SA (représentée par son représentant permanent Frédéric Van Gansberghe)	Après l'assemblée générale annuelle de 2022	Administrateur non exécutif	Membre du Comité des rémunérations et des nominations
Moroxco BV (représentée par sa représentante permanente Elisa Vlerick)	Après l'assemblée générale annuelle de 2022	Administrateur indépendant	-
Carla Sinanian	Après l'assemblée générale annuelle	Administrateur indépendant	-

3 Événements récents - Projet de vente de l'activité Engineered Foams

À la suite de l'offre non sollicitée de l'Offrant en mai 2021, le Conseil d'Administration a conclu que l'Offre n'était pas dans l'intérêt des actionnaires et autres parties prenantes, et qu'elle se basait sur une valorisation de la Société beaucoup trop faible.

Par la suite, le Conseil d'Administration a mené un examen complet de ses alternatives stratégiques en tenant compte de l'intérêt de toutes les parties prenantes. Le Conseil d'Administration, après avoir pris ces alternatives en considération, est parvenu à la conclusion qu'un projet stratégique meilleur et à forte valeur ajoutée pouvait être mis en place dans le cadre d'un plan visant à diviser ses activités et à céder l'activité Engineered Foams.

Le 11 octobre 2021, la Société a annoncé avoir reçu une offre ferme de la part de Carpenter Co. pour son activité Engineered Foams, moyennant une contrepartie en espèces basée sur une valeur d'entreprise de 656 millions d'euros qui représente 11,65 euros par action Recticel sur une base entièrement diluée. L'offre est faite sur une base sans liquidités ni dettes. Le Conseil d'Administration examinera, à un stade ultérieur, les options d'affectation du produit de la vente de l'activité Engineered Foams, en tenant compte des intérêts de toutes les parties prenantes, y compris la distribution partielle éventuelle aux actionnaires, d'une manière fiscalement avantageuse (réduction de capital, rachat d'actions propres).

Carpenter Co., dont le siège social est sis aux États-Unis (Richmond, Virginie), est l'un des plus grands producteurs mondiaux de mousses et compte plus de 4 000 employés et plus de 50 sites en Amérique du Nord et en Europe. Fondée en 1948 et demeurée privée depuis, Carpenter est active aux États-Unis, au Canada, au Royaume-Uni, en Belgique, en France, en Allemagne et en Suède. Carpenter réalise environ 2 milliards de dollars (soit environ 1,7 milliard d'euros) de chiffre d'affaires annuel.

Le regroupement des activités de Engineered Foams de Recticel et de Foams de Carpenter donnera naissance au plus grand fabricant verticalement intégré de mousses en polyuréthane et de produits de polymères spécialisés. L'activité Engineered Foams de Recticel renforcera considérablement la division européenne de Carpenter tout en complétant sa division d'Amérique du Nord et en lui offrant un ancrage en Asie.

Le projet de vente de l'activité Engineered Foams est soumis à l'approbation des actionnaires et à certaines conditions habituelles, y compris les autorisations réglementaires et une due diligence confirmatoire. L'offre ferme de Carpenter n'est soumise à aucune condition de financement. Les autorisations réglementaires se rapportent entre autres aux autorisations anti-trust. Le résultat de la due diligence confirmatoire sera connu avant l'Assemblée Générale qui décidera de la transaction. Plus de détails à propos du projet de vente seront communiqués dès la publication de la convocation à cette Assemblée Générale.

L'approbation de l'Assemblée Générale des actionnaires qui est requise selon l'art. 7:152 du Code des sociétés et associations belge dans le cadre de l'offre publique d'acquisition en cours, sera organisée début décembre 2021. La clôture de l'opération devrait avoir lieu au deuxième trimestre 2022.

4 Évaluation de l'Offre volontaire

4.1 Introduction

L'Offrant a présenté une Offre non sollicitée et sans engagement préalable au Conseil d'Administration avant l'annonce de l'Offre dans la presse le 14 mai 2021.

Le Conseil d'Administration a examiné et discuté de l'Offre non sollicitée en vue de se faire un avis motivé sur l'Offre en fonction de la situation actuelle.

Pour évaluer l'Offre, le Conseil d'Administration s'est fondé sur un principe directeur fondamental : agir dans l'intérêt de Recticel et de ses activités, de tous les actionnaires et des autres parties prenantes.

À l'issue d'un examen minutieux, le Conseil d'Administration a conclu que l'Offre ne correspondait pas à la situation ni aux intérêts légitimes de toutes les parties prenantes et qu'elle se basait sur une valorisation de la Société trop faible. Pour les raisons exposées dans le présent Mémoire en Réponse, le Conseil d'Administration ne soutient donc pas l'Offre.

Le Conseil d'Administration constate en outre que l'Offre est soumise aux conditions suspensives énoncées ci-dessus et, en particulier, exprime son inquiétude quant au retard important qui pourrait découler de l'obtention des autorisations des autorités de concurrence. À cet égard, il n'est pas clair si l'Offrant devra présenter des mesures correctives afin d'obtenir les autorisations des autorités de concurrence et si l'Offrant sera en mesure de soumettre les mesures correctives nécessaires en temps utile.

En l'absence d'un dialogue constructif avec le Conseil d'Administration et d'engagements de gouvernance convenus, les intentions de l'Offrant demeurent assez vagues et ses intérêts pourraient s'écarter de ceux des autres actionnaires.

4.2 Effet sur les intérêts des porteurs de titres

4.2.1 Prix de l'Offre

Le Conseil d'Administration a nommé KBC Securities en tant qu'expert indépendant aux fins de formuler un avis sur le caractère équitable du Prix de l'Offre. La lettre de KBC Securities sur le caractère équitable de la contrepartie en espèces proposée dans l'offre publique d'acquisition volontaire en date du 6 octobre 2021 est jointe au présent Mémoire en Réponse.

KBC Securities a tiré les conclusions suivantes concernant l'évaluation du cours des actions de la Société : (extrait de son avis relatif au caractère équitable, traduit de l'anglais) « *Selon et sous réserve de ce qui précède et compte tenu de la valorisation présentée aux administrateurs indépendants dans le Rapport sur les conclusions de la valorisation, nous estimons qu'à la date des présentes, le prix de 13,50 euros par action proposé par Greiner dans le cadre de la OAV n'est pas équitable pour les actionnaires de la Société d'un point de vue financier* ».

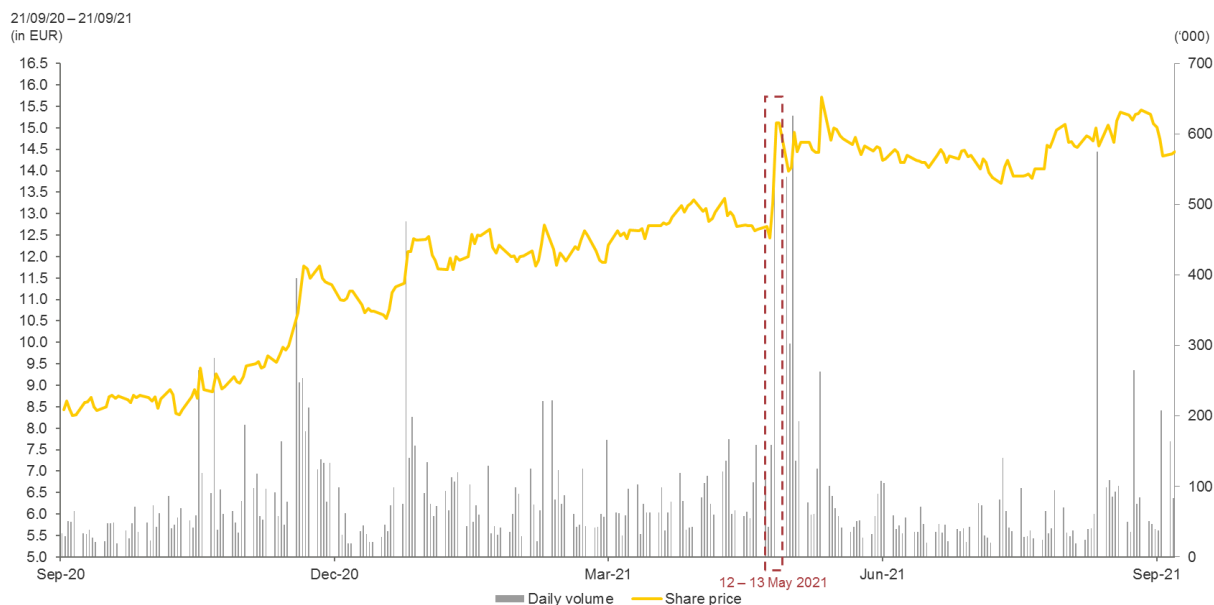
Le Conseil d'Administration est d'accord avec la conclusion de KBC Securities.

Le Conseil d'Administration fait remarquer que le Prix de l'Offre ne reflète pas comme il se doit le potentiel de valeur de Recticel.

Un certain nombre d'observations du Conseil d'Administration mettant en évidence les principales différences entre la valorisation réelle et celle adoptée par l'Offrant dans le Prospectus sont énumérées ci-dessous.

1. Date de référence :

- De l'avis du Conseil d'Administration, la date effective de référence devrait être le 12 mai 2021 (avec un cours de 13,24 euros par action à la clôture) au lieu du 11 mai 2021 (avec le cours de 12,44 euros par action à la clôture citée par l'Offrant). Ceci s'explique par :
 - La hausse du volume de négociation qui s'est produite le 13 mai 2021 et non le 12 mai 2021, comme le suggère l'Offrant. Voir le graphique ci-dessous (extrait de la page 39 du Prospectus),



Source : FactSet (au 21 septembre 2021)

Négociation Recticel	10/5/21	11/05/2021	12/05/2021	13/05/2021
Cours de l'action	12,70	12,44	13,24	15,12
Rendement à 1 jour	0,5 %	(2,0 %)	6,4 %	14,2 %
Volume d'opérations (en milliers)	109,03	42,97	158,48	558,07
contre 6 m VMOQ	1,2 x	0,5 x	1,7 x	6,1 x

Source : FactSet

- Le volume moyen d'opérations quotidiennes (« VMOQ ») pour le mois dernier/les 3 derniers mois/les 6 derniers mois au 12 mai 2021 était de 88k, 82k et 92k respectivement. Jusqu'au 12 mai 2021, les volumes d'opérations étaient conformes aux niveaux historiques. Le 12 mai 2021, les volumes d'opérations étaient de 158k (env.1,7 x vs 6 mois de VMOQ au 12 mai 2021) et le cours de l'action a augmenté de 6 %, ce qui a coïncidé avec la publication d'un rapport de recherche sur les actions d'ING à la clôture des activités le 11 mai 2021. Dans ce rapport, l'analyste d'ING augmentait son cours cible de 15 euros par action à 18 euros par action pour Recticel.
 - Une tendance similaire a été observée lorsqu'ING a publié, le 7 décembre 2020, des recherches sur les actions dans lesquelles elle augmentait le cours cible de Recticel de 12 euros par action à 15 euros par action. Le cours de l'action intrajournalier a augmenté de 8 % pour un volume échangé de 396k (env. 5,8 x contre un VMOQ à 6 mois de 69k au 7 décembre 2020), ce qui montre que le cours de l'action Recticel avait réagi de la même manière et avec la même intensité aux variations antérieures des cours cibles.
- Le 13 mai 2021, les volumes d'opérations sont passés à 558k (plus de 6x les volumes d'opérations historiques au 12 mai 2021).

2. Prime versée sur le cours historique de l'action

- Le Prix de l'Offre représente une prime très modeste (et pratiquement inexistante) de seulement 2 % par rapport au cours historique de l'action de 13,24 euros par action (au 12 mai 2021, c'est-à-dire la date que le Conseil d'Administration considère comme la date de référence appropriée), ce qui est très faible dans le contexte des primes

versées dans le cadre des offres publiques d'achat et contraste fortement avec la prime de 8,5 % mentionnée par l'Offrant (calculée sur la base d'un cours historique de 12,44 euros par action au 11 mai 2021).

- La prime moyenne et la prime médiane versées dans le cadre des appels d'offres publics belges de 2001 à 2021 s'élèvent à 32,3 % et 24,5 % respectivement sur la base de 43 opérations, compte tenu uniquement des offres publiques de plus de 100 millions d'euros en matière de taille des opérations, achevées au 5 octobre 2021 (tableau détaillé inclus en annexe).

3. Prime versée sur les cours cibles moyens des analystes

Le Conseil d'Administration estime que les cours cibles moyens des analystes de 17,88 euros par action au 5 octobre doivent être utilisés comme référence au lieu de 14,88 euros par action au 12 mai 2021 qui a été utilisé par l'Offrant dans son prospectus qui a mené à une décote de seulement 9,3%. Par rapport aux cours cibles moyens des analystes de 17,88 euros par action au 5 octobre (date d'approbation du prospectus de l'Offrant par l'ASMF), le Prix de l'Offre représente une décote de 24,5%.

Cours cibles moyens des analystes de Reticel (au 5 octobre 2021) par rapport aux cours cibles moyens des analystes (au 11 mai 2021) visés par l'Offrant dans le Prospectus

EUR/action	Date	
Dernier consensus révisé		
Kepler Cheuvreux	10 sept. 21	16,20
KBC Securities (Research)	9 sept. 21	16,00
Berenberg	1 sept. 21	19,00
Degroof Petercam	26 août 21	18,20
ING	7 juin 21	20,00
Moyenne au 5 octobre 2021		17,88
Médiane au 5 octobre 2021		18,20
Prix cible utilisé pour calculer la décote dans le prospectus		
ING	12 mai 21	18,00
Kepler Cheuvreux	29 avril 21	13,40
KBC Securities (Research)	27 avril 21	14,00
Degroof Petercam	27 avril 21	13,00
Berenberg	27 avril 21	16,00
Moyenne au 11 mai 2021		14,88
Médiane au 11 mai 2021		14,00

- Après l'annonce par la Société du projet de vente de l'activité Engineered Foams à Carpenter le 11 octobre 2021, quatre analystes ont revu leurs cours cibles à la hausse. Ces mises à jour (telles que décrites dans le tableau ci-dessous) aboutissent désormais à un consensus révisé sur les cours cibles des analystes de 19,54/19,00 euros (moyenne/médiane) contre 17,88/18,20 euros avant l'annonce (au 5 octobre 2021), ce qui implique une décote de 30,9 % sur le Prix de l'Offre de 13,5 euros par action par rapport aux cours cibles moyens des analystes de 19,54 euros par action.

Cours cibles moyens actuels des analystes de Recticel (au 5 octobre 2021)

EUR/action	Date	
Dernier consensus révisé		
ING	12 oct. 21	22,00
Degroef Petercam	12 oct. 21	20,70
KBC Securities (Research)	12 oct. 21	18,00
Kepler Cheuvreux	12 oct. 21	18,00
Berenberg	1 sept. 21	19,00
Moyenne au 15 octobre 2021		19,54
Médiane au 15 octobre 2021		19,00

4. Analyse des flux de trésorerie actualisés

- Prévisions du consensus des analystes
 - Les prévisions du consensus des analystes sur lesquelles l'Offrant se base pour la valorisation des flux de trésorerie actualisés (« FTA ») sont antérieures à l'annonce de l'offre envisagée et ne reflètent pas les perspectives améliorées fournies par la Société le 19 mai 2021. Cette amélioration des perspectives a été confirmée le 27 août 2021, la Société ayant enregistré une solide performance financière au premier semestre 2021. L'Offrant fait référence (à titre indicatif uniquement) à un consensus de analystes plus récent au 27 août 2021, cependant ce consensus ne reflète pas complètement la forte performance du premier semestre 2021 car les analystes n'avaient pas encore publié leurs prévisions révisées à la date de l'annonce des résultats (27 août 2021).
 - Comme indiqué dans le tableau ci-dessous, le Conseil d'Administration estime que si l'on tient compte des dernières prévisions du consensus des analystes (au 5 octobre 2021), les perspectives sont beaucoup plus optimistes que celles retenues par l'Offrant dans le Prospectus.
 - Après l'annonce par la Société du projet de vente de l'activité de Engineered Foams à Carpenter le 11 octobre 2021, les analystes ont encore revu à la hausse leurs prévisions du BAIIA ajusté pour Recticel. Le tableau ci-dessous fournit des détails sur le consensus moyen des analystes à trois dates : (i) le 15 octobre 2021 (après l'annonce du projet de vente de l'activité Engineered Foams à Carpenter, (ii) le 5 octobre 2021 (c'est-à-dire la date à laquelle le prospectus de l'Offrant a été approuvé par l'ASMF) et (iii) le 27 août 2021 (c'est-à-dire la date utilisée par l'Offrant pour le consensus illustratif des analystes). Le consensus moyen des analystes de Recticel pour le BAIIA ajusté a encore augmenté de 127 millions d'euros à 129 millions d'euros pour 2021E (en hausse de 1,6%), de 143 millions d'euros à 145 millions d'euros pour 2022E (en hausse de 1,8%) et de 155 millions d'euros à 157 millions d'euros pour 2023E (en hausse de 1,0%) entre le 5 octobre et le 15 octobre.

Analyse comparative des BAIIA ajustés du consensus des analystes de Recticel : consensus actuels (15 octobre 2021) par rapport au consensus à la date d'approbation du prospectus par la ASMF et par rapport au consensus analystes visé par l'Offrant dans son Prospectus (27 août 2021)

Groupe				
Millions d'euros	Date	2021E	2022E	2023E
Degroof Petercam	12 oct. 21	136	151	162
KBC Securities (Research)	12 oct. 21	127	145	155
Kepler Cheuvreux	12 oct.21	125	137	149
Berenberg	1 sept. 21	127	148	160
Consensus moyen actuel (au 15 oct 2021), y compris G3r-Stal		129	145	157
Kepler Cheuvreux	10 sept. 21	125	137	149
KBC Securities (Research)	9 sept.21	127	145	N/A
Berenberg	1 sept. 21	127	148	160
ING	7 juin 21	130	144	163
Degroof Petercam	21 mai 21	126	139	148
Consensus moyen actuel (au 5 oct 2021), y compris G3r-Stal		127	143	155
KBC (Research)	27 août 21	128	142	N/A
Kepler Cheuvreux	27 août 21	124	133	137
ING	7 juin 21	130	144	163
Berenberg	27 mai 21	124	146	155
Consensus illustratif de l'Offrant (au 27 août 2021), hors G3r-Stal		125	139	149

Isolation				
Millions d'euros	Date	2021 E	2022 E	2023 E
Degroof Petercam	12 oct. 21	S/O	56	S/O
KBC Securities (Research)	12 oct. 21	52	51	53
Kepler Cheuvreux	12 oct. 21	55	50	50
Berenberg	1 sept. 21	S/O	S/O	S/O
Consensus moyen actuel (au 15 oct 2021), y compris G3r-Stal		53	52	51
Kepler Cheuvreux	10 sept. 21	55	50	50
KBC Securities (Research)	9 sept. 21	S/O	S/O	S/O
Berenberg	1 sept. 21	S/O	S/O	S/O
ING	7 juin 21	47	43	48
Degroof Petercam	21 mai 21	51	49	51
Consensus moyen (au 5 oct 2021), y compris G3r-Stal		51	47	50
KBC (Research)	27 août 21	S/O	S/O	S/O
Kepler Cheuvreux	27 août 21	S/O	S/O	S/O
ING	7 juin 21	46	40	45
Berenberg	27 mai 21	S/O	S/O	S/O
Consensus illustratif de l'Offrant (en date du 27 août 2021) - hors G3r-Stal		46	40	45

RÉF.				
Millions d'euros	Date	2021 E	2022 E	2023 E
Degroof Petercam	12 oct. 21	S/O	89	S/O
KBC Securities (Research)	12 oct. 21	81	84	92
Kepler Cheuvreux	12 oct. 21	84	85	94
Berenberg	1 sept. 21	S/O	S/O	S/O
Consensus moyen actuel (au 15 oct 2021)		82	86	93

Kepler Cheuvreux	10 sept. 21	84	85	94
KBC Securities (Research)	9 sept. 21	S/O	S/O	S/O
Berenberg	1 sept.21	S/O	S/O	S/O
ING	7 juin 21	85	91	102
Degroof Petercam	21 mai 21	82	85	91
Consensus moyen (au 5 oct 2021)		84	87	96
KBC (Research)	27 août 21	S/O	S/O	S/O
Kepler Cheuvreux	27 août 21	S/O	S/O	S/O
ING	7 juin 21	85	91	102
Berenberg	27 mai 21	S/O	S/O	S/O
Consensus illustratif de l'Offrant (au 27 août 2021)		85	91	102

Remarque : le BAIIA du consensus des analystes ajusté pour 2021E dans le tableau ci-dessus pour REF a été modifié pour tenir compte de l'impact de FoamPartner au 1er trimestre 2021 en ajoutant 10 millions d'euros, conformément à l'approche Greiner utilisée aux pages 60 et 61 du Prospectus, en vertu de laquelle 10 millions d'euros avaient été ajoutés pour refléter l'impact au 1er trimestre de FoamPartner pour parvenir au modèle 2021E ajusté. En outre, Greiner n'intègre pas l'acquisition de GóR-Stal dans son consensus alors que, de fait, les analystes intègrent l'acquisition de GóR-Stal dans leurs prévisions (impact du BAIIA d'env. 1 mm d'euros en 2021 et d'env. 3 millions d'euros en 2022)

Literie				
Millions d'euros	Date	2021 E	2022 E	2023 E
Degroof Petercam	12 oct. 21	S/O	22	S/O
KBC Securities (Research)	12 oct. 21	20	24	25
Kepler Cheuvreux	12 oct. 21	11	16	19
Berenberg	1 sept. 21	S/O	S/O	S/O
Consensus moyen actuel (au 15 oct 2021)		15	21	22
Kepler Cheuvreux	10 sept. 21	11	16	19
KBC Securities (Research)	9 sept. 21	S/O	S/O	S/O
Berenberg	1 sept. 21	S/O	S/O	S/O
ING	7 juin 21	22	24	28
Degroof Petercam	21 mai 21	19	22	22
Consensus moyen (au 5 oct 2021)		17	21	23
KBC (Research)	27 août 21	S/O	S/O	S/O
Kepler Cheuvreux	27 août 21	S/O	S/O	S/O
ING	7 juin 21	22	24	28
Berenberg	27 mai 21	S/O	S/O	S/O
Consensus illustratif de l'Offrant (au 27 août 2021)		22	24	28

- **CMPC**
 - La prime de risque des actions (« PRA ») de 7,77 % retenue par l'Offrant dans son calcul du CMPC est très élevée par rapport à la PRA de 6 % de décembre 2020, telle que publiée dans le rapport annuel 2020 de Recticel. Si l'on abaisse l'estimation de la PRA de 7,77 % à 6,0 % et que l'on maintient les autres estimations au même niveau, le CMPC atteindrait env. 7,70 % (delta d'env.. 1,71 % par rapport au CMPC de 9,41 % retenu par l'Offrant). Pour référence, une évolution de +/- 100 points de base du CMPC donnerait lieu à un impact implicite d'env. 1,5 à 2,0 euros par action (selon le prospectus de Greiner, page 49).
 - L'Offrant utilise une prime de taille de 1,93%. Pour référence, la Société, dans son rapport annuel 2020, applique une prime de taille de 1,65 %. Si l'on abaisse l'estimation de la prime de taille de 1,93 % à 1,65 % et que l'on

maintient les autres estimations au même niveau, le CMPC atteindrait env. 9,15 % (delta d'env. 0,26 % par rapport au CMPC de 9,41 % retenu par l'Offrant).

- Sur les 5 analystes qui couvrent la Société (Kepler Cheuvreux, Degroof Petercam, ING, Berenberg et KBC Securities (Research)), seuls 2 (Kepler Cheuvreux et ING) ont rendu publiques leurs hypothèses CPMP dans leurs rapports : Kepler Cheuvreux à 8,4 % (10 sept. 2021) ; et ING à 7,5 % (4 déc. 2020), tandis que l'Offrant suppose un CMPC de 9,41 %.
- Par ailleurs, aucun des analystes couvrant la Société et ayant divulgué publiquement leurs hypothèses en matière de CMPC ne mentionne une quelconque exigence relative à une prime de risque pays ou de taille.
- Comme indiqué ci-dessus, le Conseil d'Administration estime que le CMPC indiqué par l'Offrant est très élevé et que par conséquent la valorisation de la Société est beaucoup trop faible. Par ailleurs, la Société a également retenu un CMPC de 8,71 % dans son rapport annuel 2020 (delta de 0,70 % par rapport au CMPC de 9,41 % cité par l'Offrant). Pour référence, une évolution de +/- 100 points de base du CMPC donnerait lieu à un impact implicite d'env. 1,5 à 2,0 euros par action (selon le prospectus de Greiner, page 49).
- Prévisions de croissance à long terme après consensus des analystes
 - Selon le Conseil d'Administration, les taux de croissance du segment pour les marchés de l'isolation et des mousses dans la valorisation FTA après la période de prévision du consensus des analystes devraient être supérieurs à ceux retenus par l'Offrant (à savoir, un TCAC sur les ventes de 1,7 % de 2024 à 2029). En effet, le Conseil d'Administration se sent capable de rester compétitif, de maintenir la part de marché de la Société et, en conséquence, pense que la Société va se développer à des niveaux bien supérieurs à ce taux. Les attentes du taux d'inflation moyen simple des principaux pays européens (Autriche, Allemagne, France, Belgique, Pays-Bas, Italie, Royaume-Uni, Espagne, Pologne et Finlande) devrait atteindre env. 2 % de 2023 à 2029 et le Conseil d'Administration s'attend à ce que la Société surpasse le taux d'inflation en Europe au moins. De toute évidence, l'hypothèse d'un taux de croissance de 1,7 % est très faible d'après le Conseil d'Administration.
- Ajustement relais de la valeur ferme à la valeur des fonds propres
 - Recticel possède un montant important d'actifs d'impôt différé (AID) qui correspondent à des pertes fiscales non utilisées de 141 millions euros au 31 décembre 2020. Sur 141 millions euros, 24 millions euros sont comptabilisés au bilan tandis que 117 millions euros restent non comptabilisés. Toutefois, l'Offrant n'a pris en compte aucune de ces pertes fiscales (portées au bilan ou non) dans son évaluation. Le Conseil d'Administration est d'avis qu'il aurait été plus approprié d'inclure également la partie des AID comptabilisés au bilan de 24 mm euros dans l'ajustement relais. L'ajout de ces AID entraînerait une augmentation de la valorisation de 0,43 euro par action par la prise en compte de 56,3 mm euros entièrement dilués en circulation conformément à la page 42 du Prospectus. Bien que le traitement des AID non comptabilisés soit incertain, le Conseil d'Administration s'attend à ce que l'Offrant puisse bénéficier de ces pertes dans une certaine mesure.
 - Les ajustements de la valeur ferme proposés par l'Offrant dans le Prospectus incluent 50,9 millions euros d'obligations liées aux régimes de retraite. Le

Conseil d'Administration est d'avis que ces obligations liées aux régimes de retraite soient ajustées en fonction des actifs d'impôt différé correspondants afin de tenir compte de l'impact net de ces obligations liées aux régimes de retraite. Conformément au rapport annuel 2020 de la Société, les actifs d'impôt différé au titre des obligations de retraite s'élèvent à 7,3 mm euros. L'ajout de ces derniers entraînerait une augmentation de la valorisation de 0,13 euros par action en prenant 56,3 millions d'euros d'actions en circulation sur une base entièrement diluée.

5. Comparaison avec des pairs

- Le Conseil d'Administration est d'avis qu'un autre groupe de pairs aurait été plus approprié que celui sélectionné par l'Offrant. Le Conseil d'Administration estime que certains pairs retenus par l'Offrant ne sont pas pertinents et que d'autres ne sont pas retenus dans la série de pairs visée par l'Offrant. À titre d'exemple, la série de pairs dans le domaine des Engineered Foams comprend des producteurs de produits chimiques en amont (p.ex. Huntsman, Dow, BASF et Covestro) qui fournissent des produits chimiques à Recticel pour produire de la mousse. Même si, dans une certaine mesure, ces sociétés fournissent bien de la mousse (p.ex. mousse styrénique de BASF), elles restent majoritairement des fabricants de produits chimiques, comme en témoigne le fait qu'aucun des analystes ne considère ces sociétés comme des pairs fabricants de mousse. Le groupe de pairs Isolation retenu par l'Offrant comprend des sociétés comme Owens Corning et Saint Gobain dont l'activité d'isolation ne constitue pas l'activité principale (c.-à-d. moins de 50 % du chiffre d'affaires des sociétés respectives).
- Selon le Conseil d'Administration il n'est pas pertinent, pour l'Offrant, de retenir les sociétés susmentionnées comme comparables car les valeurs enregistrées par ces pairs reflètent un mélange d'activités variées qui présentent des caractéristiques différentes.
- Le Conseil d'Administration estime que certaines entreprises, notamment Zotefoams et Sheela Foams, sont des pairs plus comparables pour le segment des Engineered Foams, tandis que SleepNumber, Tempur-Sealy et dans une moindre mesure BeterBed sont des pairs plus adéquats pour le segment Literie.
- Le tableau ci-dessous compare les fourchettes multiples d'opérations appliquées par les analystes dans leur analyse de la somme des parties avec les multiples utilisés par l'Offrant. Les multiples utilisés par l'Offrant sont plus faibles que les fourchettes multiples d'échange appliquées par les analystes, ce qui a pour effet, selon le Conseil d'Administration, de sous-valoriser la Société. C'est notamment le cas pour la division Isolation que l'Offrant évalue à un multiple VE/BAIIA 2022E de 10,5 x (au 11 mai 2021) contre le multiple de 12,9 x en moyenne utilisé par les analystes (au 5 octobre 2021, quand le prospectus de l'Offrant a été approuvé par l'ASMF, ce qui explique l'écart important de valorisation entre les 411 millions euros de l'Offrant et la valorisation des analystes à 608 millions d'euros.

Analyse comparative des consensus de analystes moyen SoTP (au 5 octobre 2021 ; date d'approbation par l'ASMF du Prospectus) contre la valorisation boursière de l'Offrant dans son Prospectus (au 11 mai 2021)

<u>Isolation</u>	<u>Date</u>	<u>Mesure</u>	<u>Multiple</u>	<u>Offrant</u>
Degroof	21 mai 21	2022	14,0 x	
KBC Securities (Research)	9 sept. 21	2022	11,5 x	
Kepler Cheuvreux	10 sept. 21	2022	12,0 x	

ING	7 juin 21	2022	14,0 x	
Moyenne			12,9 x	10,5 x
BAlIA 22E (millions d'euros)			47	39
Valorisation (millions d'euros)			608	411
RÉF.	Date	Mesure	Multiple	Offrant
Degroof	21 mai 21	2022	8,5 x	
KBC Securities (Research)	9 sept. 21	2022	7,5x	
Kepler Cheuvreux	10 sept. 21	2022	8,3 x	
ING	7 juin 21	2022	7,3 x	
Moyenne			7,9 x	7,4 x
BAlIA 22E (millions d'euros)			87	84
Valorisation (millions d'euros)			686	622
Literie	Date	Mesure	Multiple	Offrant
Degroof	21 mai 21	2022	5,5 x	
KBC Securities (Research)	9 sept. 21	2022	5,5 x	
Kepler Cheuvreux	10 sept. 21	2022	7,1 x	
ING	7 juin 21	2022	6,0 x	
Moyenne			6,0 x	4,5 x
BAlIA 22E (millions d'euros)			21	23
Valorisation (millions d'euros)			124	104
Société	Date	Mesure	Multiple	Offrant
Degroof	21 mai 21	2022	8,0 x	
KBC Securities (Research)	9 sept. 21	2022	S/O	
Kepler Cheuvreux	10 sept. 21	2022	8,7 x	
ING	7 juin 21	2022	8,9 x	
Multiple			8,5 x	8,3 x
BAlIA 22E (millions d'euros)			(15)	(14)
Valorisation (millions d'euros)			(126)	(114)
Valorisation totale du Groupe			1 292	1 023
BAlIA total du Groupe 22E			140	132

- Après l'annonce par la Société du projet de vente de l'activité Engineered Foams à Carpenter le 11 octobre 2021, les analystes ont encore révisé à la hausse leurs prévisions de valeur ferme (comme indiqué dans le tableau ci-dessous). Par exemple, la valorisation du consensus moyen des analystes pour la division Isolation s'élève désormais à 708 millions d'euros (au 15 octobre 2021) contre 608 millions d'euros (au 05 octobre 2021) – en hausse de 16,4 %. Cela représenterait une différence d'environ 5,3 euros par action entre la valorisation actuelle d'Isolation de 708 millions d'euros et la valorisation de l'Isolation faite par l'Offrant de 411 millions d'euros sur la base d'un NOSH dilué (nombre d'actions en circulation) de 56,3 millions d'euros conformément au prospectus.

Analyse comparative des derniers consensus de analystes moyen SoTP (au 15 octobre 2021) contre la valorisation boursière de l'Offrant dans son Prospectus (au 11 mai 2021)

Isolation	Date	Mesure	Multiple	Offrant
Degroof	12 oct. 21	2022	14,0 x	

KBC Securities (Broker)	12 oct. 21	2022	13,0 x	
Kepler Cheuvreux	12 oct. 21	2022	13,7 x	
Moyenne			13,6 x	10,5 x
BAIIA 22E (millions d'euros)			52	39
Valorisation (millions d'euros)			708	411

RÉF.	Date	Mesure	Multiple	Offrant
Degroof	12 oct. 21	2022	7,4 x	
KBC Securities (Broker)	12 oct. 21	2022	7,8 x	
Kepler Cheuvreux	12 oct. 21	2022	7,7 x	
Moyenne			7,6 x	7,4 x
BAIIA 22E (millions d'euros)			86	84
Valorisation (millions d'euros)			658	622

Literie	Date	Mesure	Multiple	Offrant
Degroof	12 oct. 21	2022	5,5 x	
KBC Securities (Broker)	12 oct. 21	2022	5,5 x	
Kepler Cheuvreux	12 oct. 21	2022	7,1 x	
Moyenne			6,0 x	4,5 x
BAIIA 22E (millions d'euros)			21	23
Valorisation (millions d'euros)			125	104

Société	Date	Mesure	Multiple	Offrant
Degroof	12 oct. 21	2022	8,0 x	
KBC Securities (Broker)	12 oct. 21	2022	9,4	
Kepler Cheuvreux	12 oct. 21	2022	8,9 x	
Multiple			8,8 x	8,3 x
BAIIA 22E (millions d'euros)			(15)	(14)
Valorisation (millions d'euros)			(129)	(114)
Valeur totale du Groupe			1 362	1 023
BAIIA total du Groupe 22E			144	132

6. Méthode des opérations comparables

- Selon le Conseil d'Administration de Recticel, un autre ensemble d'opérations comparables aurait été plus approprié que ceux sélectionnés par l'Offrant.
- À titre d'exemple, les activités Engineered Foams énumérées par l'Offrant n'incluent pas la transaction Eurofoam. L'Offrant utilise également un multiple trop faible payé pour l'acquisition de FoamPartner par Recticel (7,2 x annoncés par l'Offrant dans le Prospectus au lieu de 8,6 x VE/BAIIA 2019/20 tel qu'annoncé dans le communiqué de presse de Recticel du 10 novembre 2020). En outre, le Conseil d'Administration est d'avis qu'il serait plus approprié d'inclure l'acquisition d'Owens Corning de Paroc à un multiple de 12,0 x VE/BAIIA, l'acquisition par LafargeHolcim de Firestone à un multiple de 12,6 x et l'acquisition par USG de Knauf à un multiple de 13,9 x car ces opérations font partie des principales opérations d'isolation de bâtiments annoncées en Europe au cours des 5 dernières années.
- En outre, compte tenu de l'impact exceptionnel de la COVID-19, le Conseil

d'Administration estime que le FP BAIIA Ajusté de 2021E et le BAIIA Ajusté de 2022E auraient été plus appropriés comme base d'évaluation pour la méthode des opérations comparables que des valeurs DDM FP de BAIIA Ajusté de 2021E et de BAIIA Ajusté de 2022E comme utilisées par l'Offrant.

- Le tableau ci-dessous met en évidence l'impact de l'utilisation des multiples de transaction décrits ci-dessus pour parvenir à une valorisation basée sur les opérations comparables de 16,49 euros par action au lieu de la valorisation de l'Offrant à 13,24 euros par action dans le Prospectus, qui se basait sur le BAIIA de 2022E (représentant un delta de 24,5 %).

Engineered Foams

Date d'acquisition	Cible	Acquéreur	x BAIIA
Avr. 20	Eurofoam	Greiner	9,5 x
Mars 21	FoamPartner	Recticel	8,6 x
Moyenne			9,1 x

Isolation

Date d'acquisition	Cible	Acquéreur	x BAIIA
Oct. 17	Ursa	Xella	7,6 x
Fév. 18	Paroc	Owens Corning	12,0 x
Juin 18	Knauf	USG	13,9 x
Fév. 20	Armacell	PAI	11,0 x
Janv. 21	Firestone	LafargeHolcim	12,6 x
Mar-2021	Gór-Stal	Recticel	12,0 x
Moyenne			11,4 x

Opérations comparables	BAIIA 2022E (mm EUR)	BAIIA VE / Aj.	VE (mm EUR)
Engineered Foams	84	9,1 x	760
Isolation	39	11,4 x	447
Literie	23	6,5 x	150
Coûts d'entreprise	(14)	9,3 x	(130)
Total	132	9,3 x	1 226
Ajustements VE- à Vact			298
Valeur des actions			929
Actions ordinaires diluées			56,32
Cours implicite de l'action			16,49
par rapport à la valeur de Greiner			13,24
Delta			24,5 %

Source : Mergermarket, sites Web des sociétés impliquées dans les transactions référencées ci-dessus, à savoir:

1. Eurofoam Greiner à 9,5x – Rapport Kepler Cheuvreux du 08 avril 2020
2. FoamPartner Recticel at 8.6x – Présentation aux investisseurs de Recticel du 10 novembre 2020
3. Ursa Xella à 7,6x – Prospectus de l'offrant p. 63
4. Paroc Owens Corning à 12.0x – Mergermarket
5. Knauf USG à 13,9x – Mergermarket
6. Armacell PAI à 10,6x – Taille de la transaction de 1,4 milliard d'euros selon Mergermarket divisé par le BAIIA de 2019 d'Armacell de 133,5 millions d'euros selon le site Web de l'entreprise
7. Firestone LafargeHolcim à 12.6x – Présentation Investisseurs de LafargeHolcim du 07 janvier 2021
8. Gór-Stal Recticel at 12.0x – Présentation investisseurs de Recticel du 19 mars 2021

- Ainsi, comme exposé ci-dessus, le Conseil d'Administration estime que le Prix de l'Offre de 13,50 euros par action est très faible et sous valorise la Société.

7. Synergies

- Par ailleurs et même si l'Offrant mentionne avoir identifié d'éventuelles synergies dans certains domaines, le Conseil d'Administration a constaté qu'il n'en décrivait aucune. Recticel est cotée et a de longs antécédents de collaboration avec l'Offrant. En effet,

en 1992, la Société avait mis en place une coentreprise à parts égales avec l'Offrant appelée Eurofoam. En avril 2020, l'Offrant a repris la participation de 50 % de la Société dans la coentreprise de mousses de spécialité. Il est clair que ces activités se recoupent et que les deux entités pourront regrouper certaines fonctions qui se chevauchent. Voici un aperçu des opérations de chaque ligne d'activité de Recticel qui représentent des synergies potentielles en pourcentage des revenus. Pour la plupart de ces opérations, les synergies sont évidentes.

Engineered Foams Recticel				
Annonce Date	Cible	Acquéreur	Synergies	% chiffre d'affaires cible
20 nov.	Foam Partner	Recticel	18 mm EUR avant 2023	env.8 %
Isolation				
Annonce Date	Cible	Acquéreur	Synergies	
Oct. 17	Paroc	Owens Corning	15 mm EUR avant 2019	env. 4 %
janv. 21	Firestone	LafargeHolcim	95 mm EUR dans les 2 ans suivant la clôture	env. 6 %
Literie				
Annonce Date	Cible	Acquéreur	Synergies	
Sept. 12	Merly	TEMPUR	env.35 mm EUR avant 2016	env. 4 %

Source : Mergermarket, Sites Internet des sociétés impliquées dans les transactions référencées ci-dessus, à savoir:

1. FoamPartner Recticel – Synergies telles que divulguées dans le communiqué de presse Recticel du premier semestre 2021 du 27 août 2021 et ventes de FoamPartner 2020 de 234 millions d'euros (254 millions de CHF selon le rapport annuel Conzzeta) en utilisant le taux de change CHF/EUR de 0,92
2. Paroc Owens Corning – Mergermarket
3. Firestone LafargeHolcim – Mergermarket
4. Sealy Tempur - Synergies telles que divulguées dans le communiqué de presse conjoint de Tempur Sealy le 24 janvier 2020 avec un chiffre d'affaires Sealy de 924 millions d'euros selon Mergermarket au taux de change USD/EUR de 0,87

Selon l'avis du Conseil d'Administration, il serait donc plus approprié que les synergies soient quantifiées pour présenter une image globale de la proposition de valeur à ses actionnaires et autres parties prenantes afin de leur permettre de prendre une décision éclairée sur l'Offre.

4.2.2 Effet sur la gouvernance d'entreprise

En ce qui concerne la gouvernance, l'Offrant déclare dans le Prospectus que :

- s'il obtient le contrôle de Recticel, il entend que le Conseil d'Administration de Recticel soit composé d'une majorité d'administrateurs qui représentent l'actionnaire majoritaire et que trois administrateurs siégeant au Conseil d'Administration de Recticel soient considérés comme des administrateurs indépendants (contre six administrateurs indépendants actuellement) ;
- il utilisera ses droits de vote de manière à faire concorder les politiques et objectifs stratégiques, opérationnels et financiers de Recticel avec ceux de Greiner, en tenant dûment compte de l'intérêt social et de l'indépendance de Recticel en tant que personne morale distincte ;
- s'il n'obtient pas le contrôle de Recticel, il utilisera ses droits de vote de manière à optimiser la valeur de sa participation dans Recticel.

Le Conseil d'Administration déplore le refus de l'Offrant de coopérer et d'engager

des discussions avec le Conseil d'Administration sur la future gouvernance de la Société et concernant la mise en place de mesures de contrôle au bénéfice des autres parties prenantes (y compris les actionnaires minoritaires), d'autant plus que l'Offrant est l'un des principaux concurrents de la Société.

Le Conseil d'Administration exprime ses inquiétudes quant à l'intention de l'Offrant d'exercer une influence significative sur la gouvernance de la Société après l'Offre et notamment concernant le manque de clarté concernant la nomination de la majorité des administrateurs par l'Offrant. Le passé montre que même avec 27,03 % des Actions, il est attendu que l'Offrant représentera la majorité des voix lors de l'assemblée générale des actionnaires de la Société. Il est actuellement difficile de savoir si l'Offrant entend nommer un nombre supérieur au nombre proportionnel d'administrateurs au Conseil d'Administration.

En outre, selon le Conseil d'Administration, il n'est pas clair comment l'Offrant gérerait les conflits d'intérêts potentiels et les transactions entre parties liées. L'Offrant a indiqué qu'il se conformerait aux dispositions du droit des sociétés belges relatives aux conflits d'intérêts et aux transactions entre parties liées. À cet égard, le Conseil d'Administration souligne que toutes les transactions pertinentes, en particulier au niveau des filiales, ne tomberaient pas sous le champ d'application des dispositions relatives aux transactions entre parties liées. Le Conseil d'Administration ne comprend pas vraiment comment l'Offrant entend, en pratique, agir dans l'intérêt de la Société plutôt que dans son propre intérêt et faire en sorte que les clients actuels, le savoir-faire et la propriété intellectuelle de la Société demeurent auprès de la Société et ne soient pas transférés à l'Offrant.

À la lumière de ces considérations, le Conseil d'Administration demande la mise en place d'un relationship agreement avec l'Offrant afin de s'assurer que les droits des actionnaires minoritaires soient respectés, que toutes les opérations réalisées entre la Société et l'Offrant soient conclues at arm's length et que l'Offrant ne nomme pas un nombre d'administrateurs supérieur à sa part proportionnelle. Le Conseil d'Administration déplore que les représentants de l'Offrant n'aient pas entamé de discussions avec le Conseil d'Administration à cet égard et qu'ils aient clairement indiqué qu'ils entendaient se conformer uniquement aux exigences minimales imposées par la loi.

Le Conseil d'Administration s'inquiète également des conséquences pour la Société et les actionnaires minoritaires de l'intention de l'Offrant « de faire correspondre les objectifs stratégiques, opérationnels et financiers de Recticel avec ceux de Greiner » et, plus généralement, des plans généraux de l'Offrant concernant le capital et les stratégies d'investissement, la politique de dividendes et de rémunération des actionnaires et l'activité de fusion-acquisition. À cet égard, en tant que concurrent de la Société, l'Offrant a des intérêts qui peuvent ne pas correspondre à ceux des autres parties prenantes.

4.3 Effet sur les intérêts des salariés, incluant les conséquences sur l'emploi

L'Offrant indique dans le Prospectus :

- qu'il estime que les employés de Recticel bénéficieront des possibilités accrues qu'un groupe plus vaste pourrait offrir ;
- qu'il entend maintenir un environnement de travail attractif pour les employés de Recticel ;
- qu'il n'a pas l'intention, à la date du Prospectus, de modifier les conditions d'emploi actuelles au sein de Recticel ;

- qu'il n'a pas encore pris de décision quant à l'équipe de direction actuelle de Recticel et qu'il a l'intention de travailler avec la direction actuelle et de prendre toute décision future concernant les postes de direction en fonction de la manière dont une coopération plus étroite se développera à l'avenir et de ce que les parties déterminent comme étant le mieux pour les activités de Recticel.

Le Conseil d'Administration considère que l'Offrant n'indique pas les avantages concrets de l'Offre pour les employés ni son intention de maintenir les emplois actuels. Le Conseil d'Administration constate que l'Offrant ne mentionne aucun engagement envers la direction et les salariés de la Société en termes d'incitatifs alors que la Société a, par le passé, toujours fait profiter à ses dirigeants et à ses employés de la croissance et du succès de la Société.

4.4 Plans stratégiques de l'Offrant pour la Société

Le Conseil d'Administration déplore que, malgré le fait que l'Offrant soit l'un des principaux concurrents de la Société et qu'il connaît dès lors bien l'activité de la Société, les plans stratégiques de l'Offrant pour l'avenir de la Société ne sont pas clairs pour le Conseil d'Administration et, selon ce dernier, ne présentent pas de propositions concrètes avantageuses pour la Société.

Par ailleurs, l'Offrant n'étant pas actif dans le secteur de l'isolation/de la construction, sa contribution à la division Isolation est considérée comme inexistante en termes de contribution technologique, de complémentarité client, d'exploitation ou de synergies d'organisation. S'agissant de la division Engineered Foams, Recticel a décidé en 2020 d'étendre sa portée internationale et de devenir un acteur mondial des solutions à forte valeur ajoutée en acquérant 100 % des actions de FoamPartner et en vendant sa participation de 50 % dans Eurofoam JV à l'Offrant. La contribution de l'Offrant à la division Engineered Foams constituerait donc une régression.

Le Conseil d'Administration estime que la Société est en mesure de poursuivre son développement sur une base autonome, comme elle l'a fait avec succès jusqu'à présent et que l'Offrant n'apporterait aucune contribution à la croissance et à la poursuite de sa stratégie actuelle.

4.5 Effet sur les intérêts des créanciers

Dans le Prospectus, l'Offrant ne traite pas expressément de l'impact potentiel de l'Offre sur les créanciers de la Société et demeure vague à cet égard. Le Conseil d'Administration n'a aucune raison de croire que l'Offre affectera (négativement ou positivement) les intérêts des créanciers de la Société.

4.6 Évaluation globale de l'Offre

Compte tenu des considérations exposées ci-dessus à l'Article 4 du présent Mémoire en Réponse, le Conseil d'Administration a décidé de ne pas soutenir l'Offre et de conseiller à ses actionnaires de ne pas vendre leurs Actions à l'Offrant dans le cadre de l'Offre.

Le Conseil d'Administration considère que l'Offre ne correspond pas à la situation ni aux intérêts légitimes de toutes les parties prenantes et qu'elle se base sur une valorisation de la Société trop faible.

4.7 Avis de Compagnie du Bois Sauvage SA (« Bois Sauvage ») (représentée par Frédéric Van Gansberghe) et Compagnie du Bois Sauvage Services SA (représentée par Benoît Deckers), en qualité d'administrateurs de Recticel, conformément à l'art. 28 de l'arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux OPA, tel que modifié

Le 14 mai 2021, Bois Sauvage et Greiner ont conclu une convention s'acquisition d'actions en vertu de laquelle Bois Sauvage a accepté de vendre et Greiner a accepté d'acheter la

totalité des 15 094 410 actions de Recticel détenues par Bois Sauvage, ce qui représentait 27,03 % de son capital (la « **Convention d'Acquisition d'Actions** ») à un prix d'achat de 13,50 euros par action, c'est-à-dire le prix mentionné dans l'offre publique d'acquisition. Le prix d'achat dans la Convention d'Acquisition d'Actions est fixe et définitif et ne fait l'objet d'aucun ajustement. La réalisation de la vente au titre de la Convention d'Acquisition d'Actions ne dépend pas du résultat de l'offre publique d'acquisition volontaire lancée par Greiner. L'acquisition des actions de Recticel détenues par Bois Sauvage est définitive, à la seule exception près que Greiner pourra résilier la convention dans le cas où certaines mesures de défense seraient approuvées par l'assemblée générale de Recticel.

Sur la base des informations en sa possession au moment de la signature de la Convention d'Acquisition d'Actions et compte tenu de l'importance de sa participation dans Recticel, Bois Sauvage estime que le prix d'achat est satisfaisant. Une prime importante a été offerte sur le cours moyen des actions de Recticel au fil des derniers mois et années (avant la date de signature de la Convention d'Acquisition d'Actions).

Bois Sauvage n'agit pas de concert avec Greiner dans le cadre de l'offre publique d'acquisition et ne se prononce pas sur le bien-fondé de l'Offre (y compris sur son effet sur les intérêts des porteurs de titres et des salariés et sur les plans stratégiques de Greiner). Bois Sauvage estime que les actionnaires doivent se faire une idée en se basant sur leur propre situation financière et leur propre analyse avec l'aide de leur courtier en valeurs mobilières ou de leur conseiller financier, selon les cas, avant de prendre toute décision à cet égard. Les éléments suivants pourraient être considérés par les actionnaires : (i) les objectifs et les raisons de Greiner de faire l'Offre, tels que détaillés dans la Section 6.5 (Déclarations d'Intentions de l'Offrant) du Prospectus, (ii) la récente mise à jour de la stratégie de Recticel, telle que détaillée dans la Section 3 (Événements récents – Projet de Vente de Engineered Foams) du présent Mémoire en Réponse et (iii) le prix du marché par Action à la fin de la Période d'Acceptation Initiale par rapport au Prix d'Offre de l'Action. Bien que Bois Sauvage ne se prononce pas sur les mérites des stratégies envisagées par Greiner ou Recticel, les actionnaires doivent être conscients que la mise en œuvre de telles stratégies peut influencer le prix de marché par Action à l'avenir, qui pourrait être supérieur ou inférieur au Prix de l'Offre de l'Action ou au prix du marché par Action désormais disponible pour les actionnaires.

Pour les raisons susmentionnées, Bois Sauvage (représenté par Frédéric Van Gansberghe) et Compagnie du Bois Sauvage Services SA (représentée par Benoît Deckers) se sont abstenues de voter sur le Mémoire en Réponse.

5 Déclaration d'intention pour les Actions détenues par les administrateurs et par les personnes représentées de fait par ces administrateurs

Compagnie du Bois Sauvage SA transférera ses actions à l'Offrant conformément à la convention conclue le 14 mai 2021 avec l'Offrant (et non par l'intermédiaire de l'Offre).

Compagnie du Bois Sauvage Services SA ne détient aucune action de Recticel.

Benoît Deckers, représentant permanent de Compagnie du Bois Sauvage Services SA, détient 2 700 Actions et n'a pas l'intention d'apporter ses actions à l'Offrant dans le cadre de l'Offre.

Les autres administrateurs (voir ci-dessous) ont confirmé leur intention de ne pas remettre leurs Actions à l'Offrant dans le cadre de l'Offre.

Nom	Fonction	Nombre d'Actions
Johnny Thijs BV (représentée par son représentant permanent Johnny Thijs)	Président et administrateur Indépendant	22 949
Olivier Chapelle, représentant permanent de Olivier Chapelle SRL	Directeur Général, directeur exécutif	272 598
Imrada BV (représentée par sa représentante permanente Ingrid Merckx)	Administrateur indépendant	0
Lubis BV (représentée par son représentant permanent Luc Missorten)	Administrateur indépendant	0
Carpe Valorem BV (représentée par son représentant permanent Kurt Pierloot)	Administrateur indépendant	0
Moroxco BV (représentée par sa représentante permanente Elisa Vlerick)	Administrateur indépendant	0
Carla Sinanian	Administrateur indépendant	0

À la date du présent Mémoire en Réponse, ni les administrateurs ni leurs représentants permanents (le cas échéant) ne sont des représentants d'un tiers.

L'ensemble des membres de la direction générale et leur représentant permanent (énumérés ci-après) ont confirmé leur intention de ne pas remettre leurs Actions ni leur Droits de Souscription à l'Offrant dans le cadre de l'Offre.

Nom	Fonction	Nombre d'Actions
Olivier Chapelle, représentant permanent de Olivier Chapelle SRL	Directeur Général et Directeur Général Lingerie du Groupe	Voir ci-dessus
Ralf Becker	Directeur Général Isolation du Groupe	500

Betty Bogaert	Directeur de l'information	26 504
Jean-Pierre De Kesel	Directeur de l'innovation durable	55 818
François Desné	Directeur général des mousses flexibles du groupe	6 250
Rob Nijskens	Directeur des ressources humaines	0
François Petit	Directeur de l'approvisionnement	20 628
Dirk Verbruggen, représentant permanent de Roffoelkin BV	Directeur juridique et directeur financier	43 042

La Société ne remettra pas ses 326 800 actions propres à l'Offrant dans le cadre de l'Offre.

6 Application des clauses d'agrément et droit de préemption

Les statuts de la Société ne contiennent aucune clause d'agrément ni droit de préemption concernant la cession des Actions visées par l'Offre.

7 Avis du comité d'entreprise de la Société

Le Prospectus a été communiqué au comité d'entreprise de la Société afin de lui permettre de donner son avis sur l'Offre et sur son impact sur l'emploi conformément à l'article 44 de la Loi sur les OPA. Aucun avis n'a été rendu à la date du présent Mémoire en Réponse.

8 Conditions diverses

8.1 Supplément

L'information contenue dans le présent Mémoire en Réponse correspond à l'état des connaissances à la date dudit Mémoire en Réponse. Tout fait nouveau significatif ou toute erreur ou inexactitude substantielle concernant les informations contenues dans le Mémoire en Réponse, qui est susceptible d'influer sur l'évaluation de l'Offre et qui survient ou est porté à la connaissance du Conseil d'Administration entre la date d'approbation du Mémoire en Réponse et la fin de la Période d'Acceptation sera rendu public en Belgique au moyen d'un supplément au Mémoire en Réponse conformément à l'article 30 de la Loi sur les OPA.

8.2 Langues

Le Mémoire en Réponse est disponible en anglais, qui est la version approuvée par l'AMSF.

Une traduction du Mémoire en Réponse en néerlandais est disponible sur le site Internet suivant : www.recticel.com. La Société a vérifié les différentes versions et est responsable de leur cohérence.

8.3 Conseils de la Société

JP Morgan a informé la Société de certains aspects financiers liés à l'Offre. Ces services ont été fournis exclusivement à la Société et ne peuvent être invoqués par aucune autre partie. JP Morgan n'assume aucune responsabilité concernant les informations contenues dans le Mémoire en Réponse.

Allen & Overy LLP a conseillé la Société sur certains aspects juridiques liés à l'Offre. Ces services ont été fournis exclusivement à la Société et ne peuvent être invoqués par aucune autre partie. Allen & Overy LLP n'assume aucune responsabilité concernant les informations

contenues dans le Mémoire en Réponse.

8.4 Disponibilité du Mémoire en Réponse

Le présent Mémoire en Réponse est disponible par voie électronique sur le site Internet suivant : www.recticel.com.

Des copies papier du Mémoire en Réponse peuvent être obtenues gratuitement au siège social de la Société ou en envoyant une demande par e-mail à Monsieur Michel De Smedt, Relations avec les actionnaires à l'adresse desmedt.michel@recticel.com.

Annexe 1

Lettre d'avis sur le caractère équitable de 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

Annexe

Nom de la cible	Nom de l'acquéreur	Année de l'annonce	Valeur de l'opération ¹ (mm EUR)	Prime de contrôle (un jour)
Orange Belgique	Orange SA	2021	316	35,6 %
Vastned Retail Belgique	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 Group	Oddo&Cie	2015	757	23,4 %
Spadel SA	Finances et industries	2015	394	16,7 %
Delhaize Group ²	Royal Ahold ²	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 et 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 Group	Belgacom	2005	721	43,2 %
Keytrade Bank SA	Credit Agricole Group	2005	110	5,8 %
Docpharma NV	Matrix laboratories 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 and Orascom Construction	2004	135	20,7 %
Remi Claeys Aluminium	Sapa AB	2003	131	48,6 %
Ontex	Candover	2002	1 052	26,3 %
GIB Group SA	Ackermans & Van Haaren	2002	1 146	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
		Moyenne		32,3 %
		Médiane		24,5 %

Source : Factiva, Mergermarket, Dealogic, sites Web de sociétés participant à des transactions mentionnées ci-dessus

Remarques : ¹ Valeur de l'opération selon Dealogic ; ² Ahold/Delhaize constituait techniquement une fusion juridique et non une offre publique d'acquisition