



Executive summary du rapport de valorisation de la Compagnie Het
Zoute réalisé par Transaction R Belgique (Rothschild)

Bruxelles, le 16 août 2017

Avertissement

Le présent document résume les vues obtenues par la Compagnie Het Zoute de Transaction R Belgique (Rothschild) quant à la valorisation des actions de la Compagnie Het Zoute.

Les informations contenues dans le présent document sont fournies uniquement à titre informatif et ne doivent pas être utilisées ou considérées comme une offre ou une invitation à vendre des actions de la Compagnie Het Zoute, ni comme une offre ou une invitation à acheter ou souscrire à des actions de la Compagnie Het Zoute, ni en tant que conseil ou recommandation quant à ces actions ou incitation à effectuer toute activité d'investissement dans quelque juridiction que ce soit. Les valeurs fournies pour les actions de la Compagnie Het Zoute le sont uniquement à titre indicatif. Le présent document ne se prononce pas sur l'opportunité de toute décision que pourrait prendre une personne ou une entité quant à toute transaction quelconque ou sur le prix auquel une transaction devrait être effectuée et tant la Compagnie Het Zoute que Transaction R Belgique (Rothschild) n'expriment aucun jugement ou opinion à cet égard.

Ni la Compagnie Het Zoute, ni Transaction R Belgique (Rothschild), ni aucune de leurs filiales ne fournit quelque affirmation ou garantie que ce soit quant à l'exhaustivité, la précision, l'actualité ou le caractère adéquat des informations contenues dans le présent document ou à l'absence d'erreur contenue dans celui-ci.

Ni la Compagnie Het Zoute, ni Transaction R Belgique (Rothschild), ni aucune de leurs filiales, ni aucun de leurs membres, administrateurs, administrateurs délégués, responsables, préposés ou employés respectifs n'engage sa responsabilité (contractuelle, extracontractuelle ou autre) pour tout préjudice ou dommage (en ce compris, notamment, toute perte de profit), qui pourrait résulter directement ou indirectement de l'utilisation du présent document ou de la foi portée aux informations contenues dans celui-ci.

Le présent document est destiné à l'usage de personnes s'étant familiarisées avec les informations disponibles publiquement quant aux affaires de la Compagnie Het Zoute et doit être lu conjointement avec ces informations.

La performance historique ne constitue pas un indicateur ni une garantie de performance future et aucune affirmation ni garantie, expresse ou implicite, n'est faite en ce qui concerne la performance future. Tout investisseur doit personnellement s'assurer de l'adéquation de tout investissement à sa situation financière et fiscale ainsi qu'à ses objectifs de placement. Dans le cadre d'un investissement en actions, l'investisseur est susceptible de perdre tout ou partie de son investissement.

Transaction R Belgique (Rothschild) agit, en ce qui concerne ce document, exclusivement pour la Compagnie Het Zoute et ne sera responsable envers qui que ce soit d'autre que la Compagnie Het Zoute pour la protection accordée à ses clients ou pour la fourniture de conseils en lien avec ce document. Les travaux de Transaction R Belgique (Rothschild) ont été effectués sur base (i) d'informations publiques et (ii) d'informations fournies à Transaction R Belgique (Rothschild) par la Compagnie Het Zoute. Transaction R Belgique (Rothschild) s'est fié à et a présumé, sans qu'aucune vérification indépendante ne soit effectuée, l'exactitude et l'exhaustivité de ces informations. Les travaux de Transaction R Belgique (Rothschild) n'ont pas constitué un audit ou un processus de due diligence et ne doivent pas être considérés comme tels. Toutes les prévisions et projections financières mentionnées ou utilisées dans le cadre des travaux de Transaction R Belgique (Rothschild) sont basées sur des hypothèses et estimations fournies à Transaction R Belgique (Rothschild) par la Compagnie Het Zoute ou, autrement, discutée avec la direction de la Compagnie Het Zoute, et Transaction R Belgique (Rothschild) a présumé que ces prévisions et projections avaient été raisonnablement établies sur des bases reflétant les meilleures estimations disponibles et jugement de la direction quant à la performance financière future de la Compagnie Het Zoute.

Le présent document ne peut être reproduit, diffusé ou autrement distribué à la presse ou à toute autre personne, ni être publié, cité ou mentionné, en tout ou en partie, pour quelque usage que ce soit. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation des lois relatives aux valeurs mobilières applicables. L'accès au présent document peut être restreint par la loi dans certaines juridictions et, par conséquent, les personnes prenant connaissance du présent document déclarent qu'elles sont autorisées à en prendre connaissance sans contrevioler à une obligation d'enregistrement non respectée ou à toute autre restriction légale dans la juridiction dans laquelle ils résident ou mènent leurs activités professionnelles.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être emporté ou diffusé aux États-Unis d'Amérique (y inclus ses territoires ou possessions) ou distribué, directement ou indirectement, aux États-Unis d'Amérique (y inclus ses territoires ou possessions). Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation des lois américaines relatives aux valeurs mobilières. Le présent document ne constitue pas une offre de valeurs mobilières aux États-Unis. Les actions ne peuvent être offertes ou vendues aux États-Unis sauf en vertu d'une exemption applicable, ou en cas de transaction non assujettie aux exigences d'enregistrement du *United States Securities Act* de 1933, tel qu'amendé.

Le présent document contient des déclarations ainsi que d'autres informations prospectives à propos des plans, objectifs et attentes actuels de la Compagnie Het Zoute concernant ses conditions financières, performance, résultats, stratégies et/ou objectifs futurs. Ces déclarations et autres informations prospectives impliquent des risques et incertitudes en ce qu'elles se rapportent à des événements futurs et à des circonstances qui échappent au contrôle de la Compagnie Het Zoute. Dès lors, les gains et pertes futurs réels pourraient différer considérablement de ceux que la Compagnie Het Zoute a estimés.

Le présent document vaut à la date de celui-ci et est basé sur les conditions économiques, réglementaires, de marché et autres telles qu'elles existent à cette date, ainsi que sur les informations disponibles à cette date et il n'existe aucune obligation de mise à jour ou de révision du présent document.

1. Contexte de l'exercice de valorisation

Le conseil d'administration de la Compagnie Het Zoute a formulé le souhait que les actions de l'entreprise, négociées sur le marché Euronext Expert, fassent l'objet d'une valorisation externe réalisée par Transaction R Belgique (Rothschild).

2. Méthode de la somme des parties

Les activités de la Compagnie Het Zoute ont été évaluées via la méthode de la somme des parties s'appuyant sur la contribution des 3 principaux pôles d'activités (Projets immobiliers, Loisirs et Patrimoine) à la valeur d'entreprise.

Un certain nombre de frais généraux n'ayant pu être attribués individuellement aux pôles d'activité, une contribution négative à la valeur d'entreprise a été calculée pour lesdits frais généraux.

A. Projets immobiliers

Le pôle Projets immobiliers regroupe l'ensemble des activités de promotion immobilière en Belgique, aux Pays-Bas et en France. C'est le plus important pôle d'activité de la Compagnie Het Zoute avec 18 projets en cours, dont plusieurs prestigieux comme La Rive à Knokke (Belgique), Strandresidentie à Cadzand (Pays-Bas) et le Front de Mer à Hardelot (France). La valorisation s'appuie sur un business plan global (planification des flux de trésorerie) issu des business plans individuels de chaque projet tels que fournis par l'entreprise.

Trois méthodes d'évaluation ont été retenues :

- **Une méthode d'actualisation des flux de trésorerie à l'extinction (sur une période finie)** s'appuyant sur les flux de trésorerie futurs générés par le portefeuille de projets de développement actuel. Les flux de trésorerie correspondant à l'ensemble des 18 projets ont été répartis suivant leur niveau d'avancement (planification initiale, en attente du permis de construction et permis obtenu), une décote étant appliquée en fonction de ce niveau (50 % pour les projets en phase de planification initiale et 25 % pour les projets en attente du permis, conformément à la pratique du marché). Sur la base de l'analyse d'entreprises comparables, un taux d'actualisation de 9,3 % a été appliqué pour obtenir la valeur actuelle des futurs flux de trésorerie en tenant compte de leur niveau d'avancement. Enfin, cette méthode s'appliquant à une période finie (méthode dite « à l'extinction » ou « liquidative »), la valeur des fonds propres au 31.12.2016 a été ajoutée à la valeur du portefeuille.
- **Une méthode d'actualisation des flux de trésorerie à l'infini** s'appuyant sur un bénéfice net normalisé estimé à 14 % pour déterminer la valeur terminale. Le même taux d'actualisation de 9,3 % a été utilisé.
- **Une méthode des comparables boursiers** s'appuyant sur les multiples de valorisation d'entreprises comparables cotées en bourse en Belgique et en France. Afin de rendre compte du caractère cyclique de l'activité, les moyennes des multiples d'EBIT des 10 dernières années ont été appliquées à un EBIT moyen sur la période visée par le plan d'activités de l'entreprise.

Deux méthodes n'ont pas été retenues pour cette analyse : les multiples de transactions comparables, en raison du manque de transactions dont la cible était suffisamment comparable à la Compagnie Het Zoute, et la valeur comptable nette, cette méthode ne prenant pas suffisamment en compte le potentiel futur de l'entreprise.

B. Loisirs

Le pôle Loisirs regroupe deux activités : le Royal Zoute Golf Club et le Royal Zoute Tennis Club, tous deux situés à Knokke-Heist, en Belgique. Ces actifs, en particulier le terrain de golf, se distinguent par leur caractère emblématique au sein de la zone exclusive du Zoute à Knokke-Heist.

Des informations financières à la fois historiques et prévisionnelles ainsi qu'un certain nombre d'éléments opérationnels comme la surface des terrains ont été utilisés pour évaluer le pôle Loisirs.

Concernant le Royal Zoute Golf Club, 3 méthodes ont été retenues :

- **Une méthode d'actualisation des flux de trésorerie à l'infini** s'appuyant sur les flux de trésorerie futurs tels qu'indiqués dans le business plan du management. Sur la base d'entreprises comparables cotées en bourse, un taux d'actualisation de 8,0 % a été appliqué.
- **Une méthode des comparables boursiers** s'appuyant sur les multiples de valorisation d'entreprises comparables cotées en bourse. Les CAPEX ayant été moins importantes ces dernières années qu'elles ne le seront dans un futur proche, les multiples d'EBITDA plus adaptés que les multiples d'EBIT ont été retenus.

- **Une méthode des transactions comparables** sur des cibles exerçant des activités dans le secteur du golf et possédant également leur terrain. Ici aussi, les multiples d'EBITDA ont été retenus.

Concernant le Royal Zoute Tennis Club, les méthodes traditionnelles (actualisation des flux de trésorerie, comparables boursiers...) n'ont pas été retenues, car les résultats actuels de ses activités sont proches de l'équilibre.

Aujourd'hui le terrain est divisé en deux zones d'affectations urbanistiques différentes. La partie du terrain affectée aux activités tennistiques a été évaluée en la comparant à des terrains de loisir similaires en Belgique, tandis que l'autre partie a été évaluée par un expert externe indépendant, afin de tenir compte de la nature spécifique et de l'emplacement du terrain et d'évaluer son potentiel.

C. Patrimoine

Le pôle Patrimoine regroupe trois types de terrains (terre agricole libre, terre agricole en location et terrain naturel) et plusieurs fermettes à proximité de la ville de Knokke-Heist.

Le Patrimoine a été évalué à l'aide de 2 méthodes :

- Une méthode des transactions comparables s'appuyant sur des ventes de fermettes effectuées par la Compagnie Het Zoute au cours des derniers mois.
- Une méthode des transactions comparables s'appuyant sur les bases de données d'agents immobiliers locaux concernant des terrains et fermettes comparables.

L'approche par capitalisation des revenus locatifs (nets et bruts), n'a pas été retenue car les loyers du terrain et des fermettes sont très faibles et la valeur est davantage créée par les augmentations du prix des transactions d'année en année que par ces revenus locatifs.

D. Ajustement des frais généraux

Un certain nombre de frais généraux ne peuvent être attribués individuellement aux différents pôles d'activité. C'est pourquoi une contribution négative en valeur a été calculée séparément. La méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs a été appliquée sur la base du coût moyen pondéré du capital (CMPC) s'appuyant sur celui des pôles Projets immobiliers et Loisirs. Le taux d'actualisation est de 8,9 %, avec un taux de croissance à l'infini de 1 %.

3. Dette financière nette normalisée

La dette financière nette de l'entreprise a été évaluée au 31.12.2016 sur la base du rapport annuel, du rapport de gestion et d'échanges avec le management de la société. La dette financière nette consolidée est négative (situation de trésorerie nette). 3 ajustements de la dette financière nette consolidée sont proposés : la participation minoritaire liée à un projet aux Pays-Bas, les dividendes déjà votés mais non versés et l'impôt sur les sociétés du au titre de l'exercice précédent. Tenant compte de ces ajustements, la dette nette normalisée s'élève à 2,4 millions EUR. Il convient de noter qu'un audit complet n'a pas été réalisé sur la dette financière nette normalisée.

4. Conclusion

Sur la base de la méthode de la somme des parties, la **valeur d'entreprise** est estimée entre **119 millions EUR et 127 millions EUR**.

Après déduction de la Dette financière nette normalisée, la **valeur des fonds propres** est estimée entre **116 millions EUR et 124 millions EUR**.

Sur la base des 30 000 actions en circulation, la **valeur des actions** est estimée entre **3 876 EUR et 4 143 EUR**.

5. Éléments clés à prendre en compte

Le rapport vise à établir une valeur intrinsèque de l'entreprise, et ne prend donc en compte aucune prime et décote éventuelles.