



Executive summary van het waarderingsrapport van de Compagnie Het Zoute opgesteld door Transaction R Belgique (Rothschild)

Brussel, 16 augustus 2017

Disclaimer

Dit document vat opvattingen samen die de Compagnie Het Zoute verkregen heeft van Transaction R Belgique (Rothschild) met betrekking tot de waardering van de aandelen van Compagnie Het Zoute.

De informatie opgenomen in dit document wordt uitsluitend voor informatieve doeleinden verstrekt en dient niet gebruikt of beschouwd te worden als een aanbod of een verzoek om aandelen van de Compagnie Het Zoute te verkopen, of als een aanbod of een verzoek om aandelen van de Compagnie Het Zoute te kopen of er op in te tekenen of als een advies of een aanbeveling met betrekking tot dergelijke aandelen of enige aansporing om enige beleggingsactiviteit aan te gaan, in enige jurisdictie. De waarderingen gegeven aan de aandelen van de Compagnie Het Zoute zijn louter indicatief. Dit document heeft geen betrekking op de verdienste van enige beslissing door enige persoon of entiteit in verband met enige transactie noch op de prijs tegen dewelke een transactie zou moeten worden ondernomen en de Compagnie Het Zoute en Transaction R Belgique (Rothschild) doen geen uitspraak en uiten geen mening in verband daarmee.

Noch de Compagnie Het Zoute, Transaction R Belgique (Rothschild), noch een met hen verbonden persoon geeft enige garantie of verklaring over de volledigheid, nauwkeurigheid, actualiteit of geschiktheid van enige informatie opgenomen in dit document, noch over het feit dat dit document vrij is van fouten.

Noch de Compagnie Het Zoute, Transaction R Belgique (Rothschild), een met hen verbonden persoon, noch iemand van hun respectievelijke leden, bestuurders, gedelegeerd bestuurders, leidinggevenden, vertegenwoordigers of werknemers aanvaarden enige aansprakelijkheid (al dan niet contractueel, buitencontractueel of anderszins) voor enig verlies of enige schade (inclusief, zonder beperking, verlies van winst), die rechtsreeks of onrechtstreeks voortvloeit uit het gebruik van of het steunen op informatie opgenomen in dit document.

Dit document is bestemd voor gebruik door personen die vertrouwd zijn met de publiek beschikbare informatie betreffende het bedrijf en de werkzaamheden van de Compagnie Het Zoute en dient alleen in verband met deze informatie te worden overwogen.

Prestaties uit het verleden dienen niet als een indicatie of garantie voor toekomstige prestaties en geen verklaring of garantie, expliciet of impliciet, wordt verstrekt met betrekking tot de toekomstige prestaties. Elke belegger moet met name toezien op de geschiktheid van een belegging met betrekking tot zijn/haar financiële en fiscale situatie en beleggingsdoeleinden. Bij het beleggen in aandelen, kan de belegger zijn/haar investering geheel of gedeeltelijk verliezen.

Transaction R Belgique (Rothschild) treedt uitsluitend op voor de Compagnie Het Zoute in verband met deze documentatie en voor niemand anders en zal ten opzichte van niemand anders dan de Compagnie Het Zoute verantwoordelijk zijn voor het verstrekken van de bescherming die geboden wordt aan diens klanten of om advies te verlenen in verband met deze documentatie. De prestaties van Transaction R Belgique (Rothschild) zijn uitgevoerd op basis van (i) publieke informatie en (ii) informatie verstrekt aan Transaction R Belgique (Rothschild) door de Compagnie Het Zoute. Transaction R Belgique (Rothschild) heeft vertrouwd op en is, zonder onafhankelijke controle, uitgegaan van de juistheid en volledigheid van dergelijke informatie. De prestaties van Transaction R Belgique (Rothschild) betroffen geen audit of een *due diligence*-onderzoek en dienen niet als dusdanig te worden opgevat. Alle financiële voorspellingen en prognoses vermeld of gebruikt in de werken van Transaction R Belgique (Rothschild) zijn gebaseerd op assumpties en ramingen aangeleverd aan Transaction R Belgique (Rothschild) door de Compagnie Het Zoute of anderzijds besproken met het bestuur van de Compagnie Het Zoute en Transaction R Belgique (Rothschild) heeft aangenomen dat dergelijke voorspellingen en prognoses op redelijke wijze zijn voorbereid op basis van de best beschikbare ramingen en de beoordeling van het bestuur omtrent de toekomstige financiële prestaties van de Compagnie Het Zoute.

Dit document mag niet worden gereproduceerd, doorgegeven of verder verspreid aan de pers of enige andere persoon of worden gepubliceerd of geciteerd of naar verwezen, in zijn geheel of gedeeltelijk, voor enig doel. Elke niet-naleving van deze beperking kan een inbreuk uitmaken op geldende effectenwetten. Toegang tot dit document kan in bepaalde jurisdicties wettelijk beperkt zijn en derhalve verklaren personen die zich toegang verschaffen tot dit document dat zij de mogelijkheid hebben om zich toegang te verschaffen tot het document zonder inbreuk te maken op enige onvoltooide registratievereisten of andere wettelijke beperkingen van de jurisdictie waarin zij woonachtig zijn of waar zij professioneel actief zijn.

Noch dit document nog een kopie daarvan mag naar de Verenigde Staten van Amerika, haar grondgebied of bezittingen meegenomen of overgemaakt worden of direct of indirect in de Verenigde Staten van Amerika, haar grondgebied of bezittingen worden verspreid. Enige tekortkoming om deze beperking na te leven, kan resulteren in een schending van de effectenwetten van de Verenigde Staten van Amerika. Dit document is geen aanbod van effecten voor verkoop in de Verenigde Staten van Amerika. De aandelen mogen niet aangeboden of verkocht worden in de Verenigde Staten van Amerika, behalve mits een toepasselijke vrijstelling van, of in een transactie die niet is onderworpen aan, de registratievereisten van de *United States Securities Act* van 1933, zoals gewijzigd.

Dit document bevat toekomstgerichte verklaringen en andere informatie betreffende de huidige plannen, doelstellingen en verwachtingen van de Compagnie Het Zoute met betrekking tot toekomstige financiële voorwaarden, prestaties, resultaten, strategie en/of streefdoelen. Dergelijke toekomstgerichte verklaringen en andere informatie houden risico's en onzekerheid in omdat ze betrekking hebben op toekomstige gebeurtenissen en omstandigheden waarover de Compagnie Het Zoute geen controle heeft. De feitelijke toekomstige winsten en verliezen kunnen derhalve materieel verschillen van deze die de Compagnie Het Zoute heeft geschat.

Dit document geldt uitsluitend op de datum hiervan en is gebaseerd op de economische, regelgevende, markt- en andere omstandigheden zoals deze bestaan op, en de informatie die beschikbaar is op, de datum van dit document en er bestaat geen verplichting om dit document te actualiseren of anderszins te herzien.

1. Context van de waarderingsoefening

De Raad van Bestuur van Compagnie Het Zoute heeft gevraagd aan Transaction R Belgique (Rothschild) om een externe waardering te maken van de aandelen van Compagnie Het Zoute, die verhandeld worden op Euronext Expert.

2. Sum-of-the-parts methodologie

De activiteiten van Compagnie Het Zoute werden geëvalueerd met de sum-of-the-parts waarderingmethode. Deze methode is gebaseerd op de bijdrage die elk van de drie activiteitspijlers (Vastgoedprojecten, Recreatie en Patrimonium) aan de totale waardering levert.

Omdat een aantal overheadkosten niet aan individuele activiteitenpijlers toegeschreven kon worden, werd voor deze overheadkosten een negatieve bijdrage aan de waarde berekend.

A. Vastgoedontwikkelingsprojecten

De pijler van vastgoedontwikkelingsprojecten omvat alle activiteiten van vastgoedontwikkeling in België, Nederland en Frankrijk. Met 18 lopende projecten - inclusief prestigieuze projecten zoals La Rive in Knokke (België), Strandresidentie in Cadzand (Nederland) en Front de Mer in Hardelot (Frankrijk) - is dit de grootste bedrijfspijler van Compagnie Het Zoute. De waardebepaling is gebaseerd op een ondernemingsplan/kasplanning, ondersteund door individuele plannen per project zoals aangeleverd door de onderneming.

Er werden drie waardebepalingsmethodes toegepast:

- **Een discounted cash flow-methode in vereffening (over een eindige periode)**, gebaseerd op toekomstige kasstromen van de bestaande ontwikkelingsportefeuille. Alle 18 projectkasstromen werden verdeeld over verschillende ontwikkelingsstadia (initiële planning, nog geen vergunning en vergunning verkregen), waarop naargelang het ontwikkelingsniveau een discount toegepast werd op basis van de maturiteit (50% voor projecten in initiële planning en 25% voor projecten die op een vergunning wachten, beiden in lijn met de gangbare marktpraktijk). Een discontovoet van 9,3% (gebaseerd op een analyse van vergelijkbare peers) werd toegepast om de huidige waarde van, aan het ontwikkelingsstadium aangepaste, toekomstige kasstromen te berekenen. Tenslotte werd - omdat dit een methodologie in vereffening is - de boekwaarde van het eigen vermogen per 31/12/2016 aan de waarde van de portefeuille toegevoegd.
- **Een discounted cash flow-methode in going concern**, die een netto genormaliseerde opbrengst van 14% gebruikt om een terminale waarde te bepalen. Dezelfde discontovoet van 9,3% werd hiervoor gebruikt.
- **Een methode in vergelijking, gebaseerd op multiples** van vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen in België en Frankrijk. Om de conjuncturele aard van de ondernemingsactiviteiten te weerspiegelen, werden de gemiddelde EBIT-multiples van de laatste tien jaar gebruikt in combinatie met de gemiddelde EBIT over het businessplan van het bedrijf.

Twee methodes werden uit de analyse geweerd: transactiemultiples, bij gebrek aan transacties waarbij het target voldoende vergelijkbaar was met Compagnie Het Zoute, en de netto boekwaarde methode omdat deze methode onvoldoende rekening houdt met het toekomstige potentieel van het bedrijf.

B. Recreatie

De recreatiepijler omvat twee activiteiten: de Royal Zoute Golf Club en de Royal Zoute Tennis Club, beide in Knokke-Heist (België). Deze activa - en in het bijzonder het golfterrein - hebben een iconisch karakter binnen het exclusieve Zoute-gebied van Knokke-Heist.

Om de waarde van de recreatiepijler te bepalen werden zowel historische als toekomstige financiële cijfers gebruikt, evenals een aantal operationele elementen zoals de terreinoppervlaktes.

Voor de Royal Zoute Golf Club werden drie methodes toegepast:

- **Een discounted cash flow-methode in going concern** op basis van toekomstige kasstromen zoals die in het ondernemingsplan van het management voorzien werden. De op dit businessplan toegepaste discontovoet bedraagt 8,0%, gebaseerd op vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen.
- **Een methode in vergelijking, gebaseerd op multiples van vergelijkbare beursgenoteerde ondernemingen**. In recente jaren waren de investeringen lager dan in de nabije toekomst, waardoor EBITDA-multiples geschikter zijn dan EBIT-multiples.

- **Een methode in vergelijking gebaseerd op werkelijke transacties**, met targets actief in de exploitatie van golfterreinen en die tevens de gronden bezitten. Ook hier zijn EBITDA-multiples het meest geschikt.

Op de Royal Zoute Tennis Club konden de traditionele methodes (DCF, comparables) niet toegepast worden, omdat het rendement van de huidige activiteiten ongeveer break even is. Vandaag wordt het volledige terrein gebruikt door de Tennis Club en andere vrijetijdsactiviteiten.

Alleen een waardering van de grond biedt een correcte weergave van de bijdrage aan de totale waarde door de Royal Zoute Tennis Club. Het terrein is opgedeeld in twee delen, elk deel met zijn eigen grondtoewijzing (voor verschillende types van vrijetijdsactiviteiten). De waarde van het aan tennisactiviteiten toegewezen grondgedeelte werd berekend door het te vergelijken met soortgelijke recreatiegronden in België. De waarde van het resterende grondgedeelte werd geëvalueerd door een onafhankelijk extern expert, die de specifieke aard en locatie van de grond bepaalde en zijn potentieel evalueerde.

C. Patrimonium

De patrimoniumpijler omvat drie types van grond (vrije landbouwgrond, landbouwgrond in pacht en natuurgrond) en een aantal fermettes vlakbij de plaats Knokke-Heist.

Het patrimonium werd gewaardeerd volgens twee methodes:

- De methode in vergelijking, gebaseerd op werkelijke transacties die in recente maanden door Compagnie Het Zoute uitgevoerd werden voor de fermettes.
- De methode in vergelijking, gebaseerd op advertenties voor vergelijkbare landoppervlakken bij plaatselijke vastgoedagenten.

Een op inkomsten gebaseerde benadering (zowel netto als bruto) werd niet gebruikt, omdat zowel de gronden als de boerderijen zeer lage huurinkomsten genereren en de waarde gecreëerd wordt door de stijgingen van de transactiepreizen door de jaren heen, eerder dan door verhuurinkomsten.

D. Overhead-aanpassing

Een aantal overheadkosten kan niet aan individuele activiteitspijlers toegewezen worden, waardoor voor deze vaste kosten afzonderlijk een negatieve bijdrage aan de waardering berekend werd. Een discounted cash flow-methode werd toegepast op basis van een gewogen WACC-gemiddelde, gebaseerd op de waarden van de project- en recreatiepijlers. De discontovoet bedraagt 8,9% met een groei van 1%.

3. **Genormaliseerde netto financiële schuld**

De netto financiële schuld van het bedrijf werd op 31/12/2016 gewaardeerd, gebaseerd op het jaarrapport van de onderneming en op een discussie met het management. De gerapporteerde netto financiële schuld is negatief (netto cashpositie). Verder, worden drie aanpassingen aan de gerapporteerde netto financiële schuld voorgesteld: het minderheidsbelang met betrekking tot een project in Nederland, dividenden reeds beslist maar nog niet uitgekeerd en de vennootschapsbelasting over het vorige boekjaar. Rekening houdend met deze aanpassingen, bedraagt de genormaliseerde netto financiële schuld 2,4 miljoen EUR. Opgemerkt dient te worden dat er geen volledig gedetailleerd onderzoek of audit uitgevoerd werd op de genormaliseerde netto financiële schuld.

4. **Conclusie**

Op basis van de sum-of-the-parts-methode, wordt de **bedrijfswaarde** van de onderneming geschat op een bedrag tussen **119 miljoen EUR en 127 miljoen EUR**.

Na aftrek van de genormaliseerde netto financiële schuld, wordt de **waarderingsvork van de totale aandelenwaarde** bepaald tussen **116 miljoen EUR en 124 miljoen EUR**.

Gebaseerd op 30.000 uitstaande aandelen, wordt de **aandelenwaarde** tussen **3.876 EUR en 4.143 EUR** geschat.

5. **Belangrijke aandachtspunten**

Dit rapport streeft ernaar om de intrinsieke waarde van het bedrijf te bepalen en neemt daarom noch enige potentiële premie, noch enige disconto in overweging.