

# Valorisation de la Compagnie Du Zoute

**Executive Summary**

*6 Décembre 2021*



COMPAGNIE HET ZOUTE

## Disclaimer

Le présent document résume les vues obtenues sur la Compagnie Du Zoute par PwC Enterprise Advisory BV ("PwC") quant à la valorisation des actions de la Compagnie Du 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 Du Zoute, ni comme une offre ou une invitation à acheter ou souscrire à des actions de la Compagnie Du 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 Du 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 Du Zoute que PwC n'expriment aucun jugement ou opinion à cet égard.

Ni la Compagnie Du Zoute, ni PwC, 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 Du Zoute, ni PwC, 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 Du 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.

PwC agit, en ce qui concerne ce document, exclusivement pour la Compagnie Du Zoute et ne sera responsable envers qui que ce soit d'autre que la Compagnie Du Zoute pour la protection accordée à ses clients ou pour la fourniture de conseils en lien avec ce document. Les travaux de PwC ont été effectués sur base (i) d'informations publiques et (ii) d'informations fournies à PwC par la Compagnie Du Zoute. PwC 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 PwC 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 PwC sont basées sur des hypothèses et estimations fournies à PwC par la Compagnie Du Zoute ou, autrement, discutées avec la direction de la Compagnie Du Zoute, et PwC 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 Du Zoute.

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 Du 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 Du Zoute. Dès lors, les gains et pertes futurs réels pourraient différer considérablement de ceux que la Compagnie Du 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

## 1.1. Résumé du Groupe

La Compagnie Du Zoute ("CHZ" ou "le Groupe") a pour activité principale le développement de projets immobiliers résidentiels en Belgique, aux Pays-Bas et en France. Le groupe est aussi le propriétaire et l'exploitant du Royal Zoute Golf Club ("RZGC"), et de plusieurs terrains et propriétés dans la région de Knokke.

## 1.2. Contexte de l'exercice de valorisation

CHZ est une entreprise privée avec une cotation limitée sur Euronext Expert. Afin de faciliter la liquidité et la transparence pour tous les actionnaires, CHZ a engagé PwC comme partenaire extérieur pour réaliser une valorisation indépendante du groupe.

# 2. Estimation de la Valeur d'Entreprise par secteur d'activité

La Valeur d'Entreprise a été estimée sur base d'une approche par secteur d'activité. Cette approche permet de regrouper toutes les activités du groupe dans quatre secteurs (Développement de projets immobiliers, Loisir, Patrimoine & Terrains et Frais généraux), et d'estimer la **Valeur d'Entreprise totale du groupe au 31/12/2020 via la méthode de la somme des parties**. La contribution des frais généraux est négative car ceux-ci sont uniquement liés aux coûts HQ de la société.

## 2.1. Développement de projets immobiliers

Le secteur d'activité principal de CHZ est le développement immobilier résidentiel en Belgique et par extension sur les côtes françaises et néerlandaises. La méthode de valorisation utilisée pour chaque projet est l'actualisation des flux de trésorerie futurs. Les résultats sont ensuite comparés aux multiples boursiers et de transactions. Au 31 Octobre 2021, le groupe avait identifié 27 projets concrets à différentes étapes d'avancement. Chacun des projets a été analysé via des études de faisabilité et des planifications de trésorerie rendues disponibles par le management et approuvées par le Conseil d'Administration.

Le timing (et la valeur d'entreprise) de l'activité de développement de projet immobilier est divisé en 3 catégories :

**FY21-FY26:** Flux de trésorerie futurs des projets identifiés;

**FY27-FY37:** Flux de trésorerie futurs des projets identifiés restant + des projets pas encore identifiés;

**Après FY37:** valeur résiduelle;

- **FY21-FY26:** La valeur actualisée de chaque projet identifié est calculée séparément. Nous avons alloué à chaque projet une des quatre catégories ci-dessous sur base d'une évaluation des risques et de l'état d'avancement du projet. Une probabilité des flux de trésorerie futurs a ensuite été appliquée sur base de cette catégorisation. Chaque catégorie reflète le risque lié à l'état actuel de l'obtention des différents permis, la construction et la commercialisation.

**Catégorie 1:** 100% des flux de trésorerie futurs pour les projets en phase avancée de construction et de commercialisation.

**Catégorie 2:** 95% des flux de trésorerie futurs pour les projets dont le permis a été obtenu et dont la construction & la commercialisation sont sur le point de commencer (ou viennent de commencer).

**Catégorie 3:** 70% des flux de trésorerie futurs pour les terrains détenus par CHZ où le RUP ("Ruimtelijke uitvoeringsplan") a été obtenu.

**Catégorie 4:** 40% des flux de trésorerie futurs pour les terrains détenus par CHZ où le RUP n'a pas encore été obtenu, mais où les discussions avec les autorités sont en cours et une issue positive est très probable.

**FY27-FY37:** À partir de FY27, le business plan actuel du management inclut encore plusieurs flux de trésorerie provenant des projets identifiés, cependant un certain run-off est à constater. Afin de refléter la capacité du management à alimenter le pipeline avec de nouveaux projets, les flux de trésorerie provenant de projets qui ne sont pas encore identifiés sont ajoutés pour atteindre le montant annuel cible de flux de trésorerie. Ce montant est le flux de trésorerie moyen des projets identifiés sur la période de FY18 à FY26. Ce montant cible est augmenté proportionnellement à l'inflation à partir de FY27, et une probabilité de 20% est appliquée sur ces flux de trésorerie.

- **Après FY37:** En prenant en compte la continuité de l'entreprise, nous avons calculé une valeur résiduelle en FY37 pour refléter la valeur après la période mixte entre les projets identifiés et les projets qui ne sont pas encore identifiés. En utilisant le flux de trésorerie résiduel (le flux de trésorerie cible de FY37 indexé avec une probabilité de 20%), nous avons estimé une valeur résiduelle en utilisant un calcul de perpétuité.

Les flux de trésorerie futurs, ajustés au risque, sont actualisés au 31/12/2020 en utilisant un WACC de 9.0% pour le secteur du développement de projets immobiliers résidentiels (sur base d'entreprises cotées comparables), obtenant une valeur actualisée

par catégorie. Le point médian estimé donne un multiple EV/EBITDA de 8.9x, ce qui est cohérent avec les multiples boursiers et transactionnels (8.6x – 10.0x)

## 2.2. Exploitation du golf

La deuxième partie des activités de CHZ inclut l'exploitation du Royal Zoute Golf Club, qui est aussi détenu par le Groupe. Un business plan détaillé sur 5 ans a été préparé par le management. Celui-ci a été challengé et comparé aux chiffres historiques. Une approche DCF standard, où les flux de trésorerie futurs et la valeur résiduelle sont actualisés à un taux de 7.1% (WACC calculé sur base d'entreprises cotées comparables) a été appliquée. Le multiple estimé EV/sale de 5.0x suggère un premium important par rapport aux entreprises cotées comparables et aux récentes transactions (données disponibles limitées), ce qui n'est pas surprenant compte tenu du fait que RZGC a démontré une rentabilité plus importante grâce à sa prestigieuse réputation.

## 2.3. Patrimoine et Terrains

CHZ détient plusieurs propriétés et terrains dans la région de Knokke. Pour estimer la valeur de ces actifs, ils ont été divisés en deux catégories distinctes :

- La valeur des fermettes a été estimée par deux évaluateurs immobiliers locaux experts de ce secteur/région. Les valeurs totales estimées sont très proches l'une de l'autre avec moins de 10% de différence entre les deux évaluateurs ;
- Les terrains ont été catégorisés sur base de leur destination urbanistique (résidentiel, agricole ou naturel/zone de parc), et un prix de marché au m<sup>2</sup> a été estimé par catégorie sur base d'études de marché récentes réalisées par PwC.

## 2.4. Frais généraux

Les activités de gestion et les frais généraux requis pour supporter l'activité quotidienne (principalement le secteur de développement de projets) ont été pris en compte, dans la mesure où ils n'ont pas déjà été inclus dans les secteurs d'activités précédents.

Les données historiques et les prévisions sur 5 ans des frais généraux ont été calculées et analysées. Une approche DCF standard, actualisant les coûts futurs et une valeur résiduelle à un taux d'actualisation de 8.5%, a été appliquée pour estimer la contribution négative à la Valeur d'Entreprise.

## 2.5. Valeur d'Entreprise totale

En additionnant les Valeurs d'Entreprise des quatre secteurs d'activité, **la Valeur d'Entreprise totale est estimée entre €124.7m et €137.8m au 31/12/2020.**

# 3. Calcul de la dette financière nette ajustée

Dans la mesure où notre approche de valorisation est basée sur les secteurs d'activité de l'entreprise, nous avons utilisé les données les plus récentes pour les comptes consolidés, datant du 31/12/2020. En tenant compte des éléments assimilables à du cash ou de la dette, à la fois dans les états financiers consolidés et non-consolidés, le groupe a **une trésorerie financière nette ajustée de €36.5m (plus de cash que de dette)**, ce qui a un effet positif sur la Valeur des Actions.

# 4. Estimation de la Valeur des Actions

En incluant une décote pour manque de liquidité de 10% et un effet de capitalisation de 9.1% entre le 31/12/2020 et le 31/10/2021, les résultats suivants sont obtenus :

- une valeur estimée du groupe pour 100% des actions au 31/10/2021 **entre €154.2m et €170.4m;**
- ou une valeur estimée par action **entre €5,140 et €5,682**, sur base de 30 000 actions disponibles.

