Whitestone Group
Société anonyme de droit belge
32, route de Genval, 1380 Lasne
0467.731.030 (RPM Brabant Wallon)
(« **Whitestone** » ou l' « **Émetteur** »)

NOTE D'INFORMATION RELATIVE À L'ADMISSION DE 1.303.465 NOUVELLES ACTIONS ORDINAIRES DE WHITESTONE (CODE ISIN : BE0974401334 – CODE MNÉMONIQUE « ROCK ») SUR EURONEXT GROWTH BRUSSELS

Le présent document a été établi par Whitestone.

LE PRÉSENT DOCUMENT N'EST PAS UN PROSPECTUS ET N'A PAS ÉTÉ VÉRIFIÉ OU APPROUVÉ PAR L'AUTORITÉ DES SERVICES ET MARCHÉS FINANCIERS (la « **FSMA** »).

1 juillet 2024

AVERTISSEMENT : L'INVESTISSEUR COURT LE RISQUE DE PERDRE TOUT OU PARTIE DE SON INVESTISSEMENT ET/OU DE NE PAS OBTENIR LE RENDEMENT ATTENDU.

La présente note d'information (la « **Note d'Information** ») concerne l'admission à la négociation de 1.303.465 nouvelles actions ordinaires, sans désignation de valeur nominale, de Whitestone (Code ISIN : BE0974401334) (les « **Nouvelles Actions** ») sur Euronext Growth Brussels.

Les Nouvelles Actions ont été émises à un prix d'émission de 13 EUR, à l'occasion d'une augmentation de capital en numéraire décidée par le conseil d'administration de la Société dans le cadre du capital autorisé, pour un montant de EUR 4.523.023,55 (hors prime d'émission) avec suppression du droit de préférence des actionnaires existants en faveur :

(i) des personnes qui ont souscrit à l'opération de placement privé décidée lors de l'assemblée générale extraordinaire de la Société du 13 mai 2024 à concurrence de la différence entre le nombre d'actions souhaitées et le nombre d'actions qui leur ont été allouées par décision du Conseil du 6 juin 2024 (les « **Souscripteurs du Placement Privé** ») ;
(ii) de **Multifin SA** ayant son siège Rue Gachard 88 (boite 14), 1050 Ixelles et enregistrée à la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro 0439.698.921 (RPM Bruxelles) ; et
(iii) de **Famo SA** ayant son siège à Mortselsesteenweg 101, 2540 Hove et enregistrée à la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro 0811.804.084 (RPM Antwerp),

(ci-après, l' « **Opération** »).

L'Opération a été réalisée via un placement privé exclusivement auprès d'un groupe limité d'investisseurs (moins de 150 personnes physiques ou morales autres que des investisseurs qualifiés par État membre) et/ou d'investisseurs qualifiés au sens de l'article 2(e) du Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017 concernant le prospectus à publier en cas d'offre au public de valeurs mobilières ou en vue de l'admission de valeurs mobilières à la négociation sur un marché réglementé, et abrogeant la directive 2003/71/CE (ci-après, le « **Règlement Prospectus** ») et de l'article 5 de la loi du 11 juillet 2018 relative aux offres au public d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés (ci-après, la « **Loi Prospectus** ») et/ou qui ont souscrit un montant minimal d'au moins 100.000 EUR.

L'Opération est exemptée de l'obligation de publier un prospectus conformément à l'article 1.4 du Règlement Prospectus.

La Note d'Information a été établie conformément à la Loi Prospectus et à l'arrêté royal du 23 septembre 2018 relatif à la note d'information en cas d'offre au public ou d'admission à la négociation sur un MTF et portant des dispositions financières diverses. Les actions de Whitestone (les « **Actions** ») sont admises à la négociation sur la plateforme multilatérale de négociation (« **MTF** ») Euronext Growth Brussels sous le symbole mnémonique ROCK et les Nouvelles Actions seront admises à la négociation sous le même symbole à compter du [2] juillet 2024. Sauf indication contraire, les termes mentionnés dans cette Note d'Information par une majuscule revêtent la signification qui leur est attribuée dans cette Note d'Information. La version électronique de cette Note d'Information et les informations relatives à l'Opération sont disponibles sur le site internet de Whitestone (www.whitestone.eu).

PARTIE I. PRINCIPAUX RISQUES PROPRES A L'ÉMETTEUR ET AUX NOUVELLES ACTIONS DONT L'ADMISSION EST DEMANDÉE

La présente partie a pour objet d'exposer les principaux risques relatifs à Whitestone et leur effet potentiel sur les activités, le résultat ou la situation financière de Whitestone, qui pourraient avoir pour conséquence de diminuer la valeur des Actions admises à la négociation sur Euronext Growth Brussels. Les investisseurs sont invités à prendre en considération les risques décrits ci-dessous, les incertitudes ainsi que toute autre information pertinente contenue dans la présente Note d'Information. De plus, l'attention des investisseurs est attirée sur le fait que la liste des risques présentés ci-dessous n'est pas exhaustive car elle est basée sur les informations connues à la date de rédaction de cette Note d'Information, étant entendu que d'autres risques inconnus, improbables ou dont la réalisation n'est pas considérée à ce jour comme susceptible d'avoir un effet défavorable sur Whitestone, son activité ou sa situation financière, peuvent exister. L'ordre dans lequel les risques sont énumérés n'est pas une indication de la probabilité de survenance ou de l'ampleur de leurs conséquences commerciales.

A. Principaux risques liés à l'Émetteur

Risques liés au départ des dirigeants de l'Emetteur ou des sociétés du portefeuille.

Afin d'atteindre ses objectifs, l'Emetteur dépend en grande partie de l'expérience, du dévouement, de la réputation, des compétences de négociation et des réseaux de l'équipe entrepreneuriale et expérimentée qui dirige l'Emetteur. Les membres de cette équipe sont un actif essentiel pour l'Emetteur. Le départ d'un ou plusieurs membres de cette équipe et la perception négative de cette perte par le marché ou le secteur d'activités pourraient impacter négativement les activités et les résultats de l'Emetteur. En outre, l'Emetteur peut éventuellement éprouver des difficultés à recruter des employés qui conviennent, tant pour l'expansion de ses activités que pour le remplacement des employés qui décident de partir. Par ailleurs, le recrutement des employés peut entraîner des coûts substantiels en termes de salaires et autres mécanismes d'intéressement.

En outre, les sociétés dans lesquelles l'Emetteur détient ou détiendra une participation pourront être dépendantes de la présence en leur sein d'une ou plusieurs personnes clés dont le départ ou l'indisponibilité pourrait avoir des conséquences préjudiciables. De ce fait, le départ de cette(ces) personne(s) pourrait avoir un impact sur les revenus récurrents générés par la société concernée. L'Emetteur n'est pas un fonds d'investissement et a une approche long terme pour les actionnaires : elle ne vise donc pas à générer des profits principalement par la cession de ses filiales ou de ses participations. Cependant, tout projet de cession de la participation concernée pourrait être différé, ou intervenir dans des conditions défavorables.

Risques liés aux opérations des sociétés détenues en portefeuille.

Bien que les membres du management de l'Emetteur soient des professionnels expérimentés et qu'ils soient soutenus par des conseillers et des banquiers, le succès des investissements de l'Emetteur repose notamment sur la performance des sociétés détenues en portefeuille. La valorisation initiale de l'opportunité d'investissement ou la valorisation des investissements additionnels est complexe et, de ce fait, la valorisation réalisée par l'Emetteur peut ne plus être appropriée à un moment donné. De plus, la direction de la société détenue en portefeuille peut avoir pris, dans le passé, des mesures qui n'ont pas été portées à la connaissance de l'Emetteur ou publiées de façon adéquate durant la procédure de *due diligence*. Par ailleurs, la direction de la société détenue en portefeuille peut prendre des mesures affectant négativement les activités de la société concernée qui n'ont pas été portées à la connaissance de l'Emetteur. De même, les risques identifiés peuvent ne pas être totalement ou correctement couverts par les déclarations, les garanties ou les indemnités de la documentation d'investissement ou d'acquisition. Si un tel risque se concrétise, cela peut provoquer une perte de valeur imprévue, partielle ou totale, au niveau de la société détenue en portefeuille concernée et impacter les revenus et la situation financière de l'Emetteur.

Risques liés à la concurrence.

L'Emetteur opère dans un environnement concurrentiel qui évolue rapidement et dans lequel évoluent d'autres sociétés holding d'investissement, des fonds de *private equity*, ou autres acteurs opérationnels souhaitant gérer eux-mêmes les opérations des sociétés qu'ils acquièrent. Certains acteurs de ce marché peuvent préférer offrir des prix supérieurs, pour un même actif, quitte à dégrader le retour sur investissement souhaité pour cet actif. L'Emetteur mettra en œuvre ses meilleurs efforts pour éviter d'aller au-delà de ce qui lui semble raisonnable en termes de prix d'acquisition et maintenir une position concurrentielle solide et différenciée. Si l'Emetteur n'est pas en mesure de conserver cette position, cela pourrait avoir un effet défavorable sur l'activité, les résultats d'exploitation, la situation financière et les perspectives de l'Emetteur.

Risques particuliers liés aux opérations avec financement externe, aux hausses des taux d'intérêts et aux éventuelles difficultés de refinancement.

Outre une ligne de crédit de 5 M€ accordée par Belfius au niveau de la holding, qui n'a pas pour objectif de financer de manière structurelle des investissements mais de donner de la flexibilité au niveau de la trésorerie, l'endettement externe est généralement localisé directement dans les sociétés opérationnelles ou porté par une société intermédiaire, généralement dédiée à la détention de la participation, plutôt qu'au niveau de l'Emetteur lui-même. L'endettement au niveau des sociétés opérationnelles et intermédiaires est constitué de lignes de crédit, de dettes bancaires ou de dette privée (prenant la forme d'obligations ou de crédit vendeur)[1]. Au 31 décembre 2023, le ratio d'endettement consolidé du Groupe Whitestone[2] s'élevait à environ 36,8%. Pour plus d'informations sur l'endettement de l'Emetteur, voy. le point B.3 (*Déclaration sur le niveau de capitaux propres et d'endettement*) de la Partie II de la Note d'Information).

Lorsqu'un financement externe est mis en place en vue d'une acquisition ou de la détention d'une participation, celui-ci consiste en général en un emprunt bancaire porté par une société intermédiaire, généralement dédiée à la détention de la participation. L'emprunt bancaire est ensuite remboursé par les cash-flows nets de la société (principalement les dividendes). Bien que l'existence d'un emprunt bancaire permette d'améliorer le rendement de l'investissement, ces opérations peuvent être affectées négativement par la hausse des taux d'intérêt ou de la détérioration de la situation de la société détenue en portefeuille, de son secteur d'activité ou de sa capacité à générer des revenus. Ces sociétés détenues en portefeuille nécessitent donc de la part de l'Emetteur une juste appréciation de la capacité de la participation à assurer dans le temps le service de la dette. Cela signifie qu'il existe, pour certaines des sociétés détenues en portefeuille, des risques liés à une hausse des intérêts et/ou au refinancement lorsque les emprunts existants à taux fixe arrivent à échéance et doivent être refinancés ou lorsque les emprunts sont à taux flottant. Si un tel risque se matérialise, cela pourrait avoir un effet négatif sur les activités, les résultats d'exploitation, la situation financière et les perspectives de l'Emetteur.

Risques liés à la détention de participations minoritaires.

Compte tenu de sa politique d'investissement, l'Emetteur peut acquérir des participations dans les sociétés dans lesquelles il investit en tant qu'actionnaire minoritaire. Bien que l'Emetteur veille à obtenir, dans lesdites sociétés, des clauses de protection de son investissement via des pactes d'actionnaires, il est possible que l'Emetteur n'ait pas accès, au sein de ces sociétés, à toute l'information utile et nécessaire dans le cadre de sa stratégie d'investissement. Il se peut également que l'Emetteur ne puisse exercer une influence sur les décisions prises au sein de ces sociétés, ce qui pourrait influer la valeur des participations de l'Emetteur dans ces sociétés ou rendre une cession plus complexe. De plus, il est possible que les actionnaires majoritaires de ces sociétés aient des intérêts contraires ou divergents de ceux de l'Emetteur. Ces éléments sont susceptibles d'impacter la valorisation des sociétés concernées et/ou les revenus récurrents générés par cette dernière.

Risques liés à la liquidité et à l'absence de liquidité des participations détenues.

Avec une trésorerie positive et un endettement nul (pour plus d'informations sur l'endettement de l'Emetteur au 31 décembre 2023, voy. le point B.3 (Déclaration sur le niveau de capitaux propres et d'endettement) de la Partie II de la Note d'Information), l'Emetteur n'est pas exposé, à son niveau, aux risques du financement par la dette (voy. le facteur de risque de la présente section intitulé « *Risques particuliers liés aux opérations avec financement externe, aux hausses des taux d'intérêts et aux éventuelles difficultés de refinancement* »). L'Emetteur reste cependant vigilant afin de s'assurer que les sociétés qu'il détient en portefeuille et finance par la dette dégagent des marges suffisantes et ne contractent pas de dettes pouvant excéder leur capacité de remboursement en temps normal[3]. Le portefeuille de l'Emetteur comprend néanmoins des investissements généralement à haut risque, non garantis et non cotés, donc illiquides. La réalisation de revenus récurrents et/ou plus-values sur ces investissements est incertaine, peut être lente à concrétiser et faire l'objet de restrictions légales et contractuelles pendant certaines périodes (par exemple, lors d'une période d'incessibilité, de standstill, de clôture, etc.). Ces plus-values dépendent, entre autres, de l'évolution des résultats de la société en portefeuille concernée, de la situation économique générale, de la disponibilité des acquéreurs et du financement, ainsi que de la réceptivité des marchés financiers pour les introductions en bourse (IPO). Par conséquent, la nature illiquide de ces actifs présente un risque pour les résultats et la génération du flux de trésorerie de l'Emetteur. En outre, l'Emetteur ne maîtrise pas toujours le calendrier ou l'évolution du processus de vente, ce qui peut éventuellement mener à un rendement sous optimal. Si un tel risque se

[1] Une vue consolidée de l'endettement du Groupe Whitestone est disponible dans le rapport annuel 2023 disponible sur le site internet de Whitestone.

[2] Le ratio d'endettement consolidé est calculé sur la base de l'endettement consolidé (dettes financières) divisé par les fonds propres consolidés du groupe, du dernier exercice consolidé publié et audité.

[3] Voy. la note n° 1 concernant la vue consolidée de l'endettement du Groupe Whitestone.

concrétise, cela pourrait avoir un effet défavorable sur l'activité, les résultats d'exploitation, la situation financière et les perspectives de l'Emetteur.

Risques liés aux conditions économiques, politiques et sociales.

Les sociétés dont des participations sont détenues en portefeuille par l'Emetteur sont exposées aux risques spécifiques liés au secteur dans lequel lesdites sociétés opèrent. Ces risques sont gérés au niveau de la société concernée. Les fluctuations dans la conjoncture économique, tout comme tous les autres risques auxquels sont soumises ces sociétés, ont un impact potentiel sur les résultats des participations, et par conséquent également sur la valorisation de ces participations sur le bilan de l'Émetteur. Dans les cas les plus extrêmes, une société détenue en portefeuille par l'Emetteur peut faire faillite, entraînant une perte totale de l'investissement de l'Emetteur dans cette société. Étant donné que l'Émetteur dispose d'un portefeuille diversifié, réparti entre différentes participations avec des activités dans différents secteurs, l'impact des fluctuations dans la conjoncture économique peut être différent. Des circonstances économiques, politiques et sociales complexes peuvent non seulement avoir une influence défavorable sur la valorisation du portefeuille existant de l'Émetteur, mais également sur la quantité et la qualité des nouvelles opportunités d'investissement disponibles et sur les possibilités de sortie pour les participations existantes (et par conséquent sur la génération de liquidités). De tels changements des conditions économiques, politiques et sociales pourraient détériorer de manière importante les activités, la situation financière, les cash-flows et les perspectives de l'Emetteur et impacter ainsi le prix des Actions. Pour plus d'information sur les sociétés détenues en portefeuille par l'Emetteur, veuillez consulter le point A.2 (*Description des activités de l'Émetteur*) de la Partie II de la Note d'Information.

B. Principaux risques liés aux Actions

Le cours des Actions est susceptible d'être affecté par une volatilité importante.

Le prix de marché des Actions pourrait connaitre des fluctuations importantes, indépendamment des résultats réels des activités ou de la situation financière de Whitestone. De telles fluctuations peuvent résulter de différents facteurs ou événements qui ne relèvent pas du contrôle de Whitestone. Ces facteurs comprennent notamment : (i) l'évolution du marché sur lequel les Actions sont admises à la négociation, (ii) les variations des résultats financiers, des prévisions ou des perspectives de l'Emetteur ou de ceux de ses concurrents d'une période à l'autre, (iii) les différences entre les résultats réels, opérationnels ou financiers de Whitestone, et ceux attendus par les investisseurs ou les analystes, (iv) les annonces portant sur des modifications de l'actionnariat de Whitestone, sur des modifications de son équipe dirigeante ou encore sur le périmètre de ses actifs, (v) l'adoption de toute nouvelle réglementation ou tout changement dans l'interprétation des lois et réglementations existantes relatives aux activités de Whitestone et des sociétés dans lesquelles elle détient des participations, (vi) la conjoncture économique et les conditions de marché ou encore (vii) les facteurs de risque décrits dans la présente Note d'Information.

Risques liés à l'insuffisance de flottant et de liquidité sur le titre.

A l'issue de l'Opération, les principaux actionnaires de Whitestone, dont l'identité et le pourcentage de participation sont détaillés dans le point A.3 (Actionnariat – Participations importantes) de la Partie II de la Note d'Information, détiennent ensemble environ 77,81% du nombre total des Actions en circulation. La détention significative d'Actions par ces actionnaires pourrait avoir un impact négatif sur le cours des Actions si l'un ou plusieurs de ces actionnaires venait à céder la totalité ou une partie de leur Actions. En outre, en raison de l'absence d'un flottant significatif, il n'est pas possible de garantir l'existence d'un marché liquide des Actions, ni qu'un tel marché, s'il se développe, perdurera. A défaut d'une liquidité suffisante des Actions, le cours de bourse des Actions et la capacité des investisseurs à négocier leurs actions dans des conditions qu'ils pourraient juger satisfaisantes sont susceptibles d'en être affectées.

Risque de dilution en cas d'augmentation(s) de capital ultérieure(s).

Whitestone pourrait être amenée à faire appel régulièrement aux marchés de capitaux et décider d'émettre des Actions supplémentaires à l'avenir dans le cadre d'offres publiques ou de placements privés pour financer, entre autres, le développement du groupe, l'acquisition de nouvelles sociétés ou la croissance de sociétés détenues en portefeuille. Si les actionnaires de Whitestone ne souscrivent pas à des Actions supplémentaires au prorata de leur participation existante ou que leur droit de préférence est supprimé ou limité conformément à l'article 7:191 du Code des sociétés et des associations (le « **CSA** »), il en résultera une dilution de leur participation existante dans Whitestone. L'émission d'Actions supplémentaires par Whitestone, ou la possibilité d'une telle émission, peut également entraîner une baisse du prix des Actions et rendre plus difficile pour les actionnaires la vente de leurs Actions à un moment ou à un prix souhaitable.

C. Principaux risques liés à l'offre

Non applicable. L'émission des 1.303.465 Nouvelles Actions, dont l'admission à la négociation a été demandée à Euronext Growth organisé par Euronext Brussels, résulte de l'Opération et ne constitue pas une offre publique au sens de la Loi Prospectus et de l'arrêté royal du 23 septembre 2018 relatif à la note d'information en cas d'offre au public ou d'admission à la négociation sur un MTF et portant des dispositions financières diverses.

PARTIE II. INFORMATIONS CONCERNANT L'ÉMETTEUR

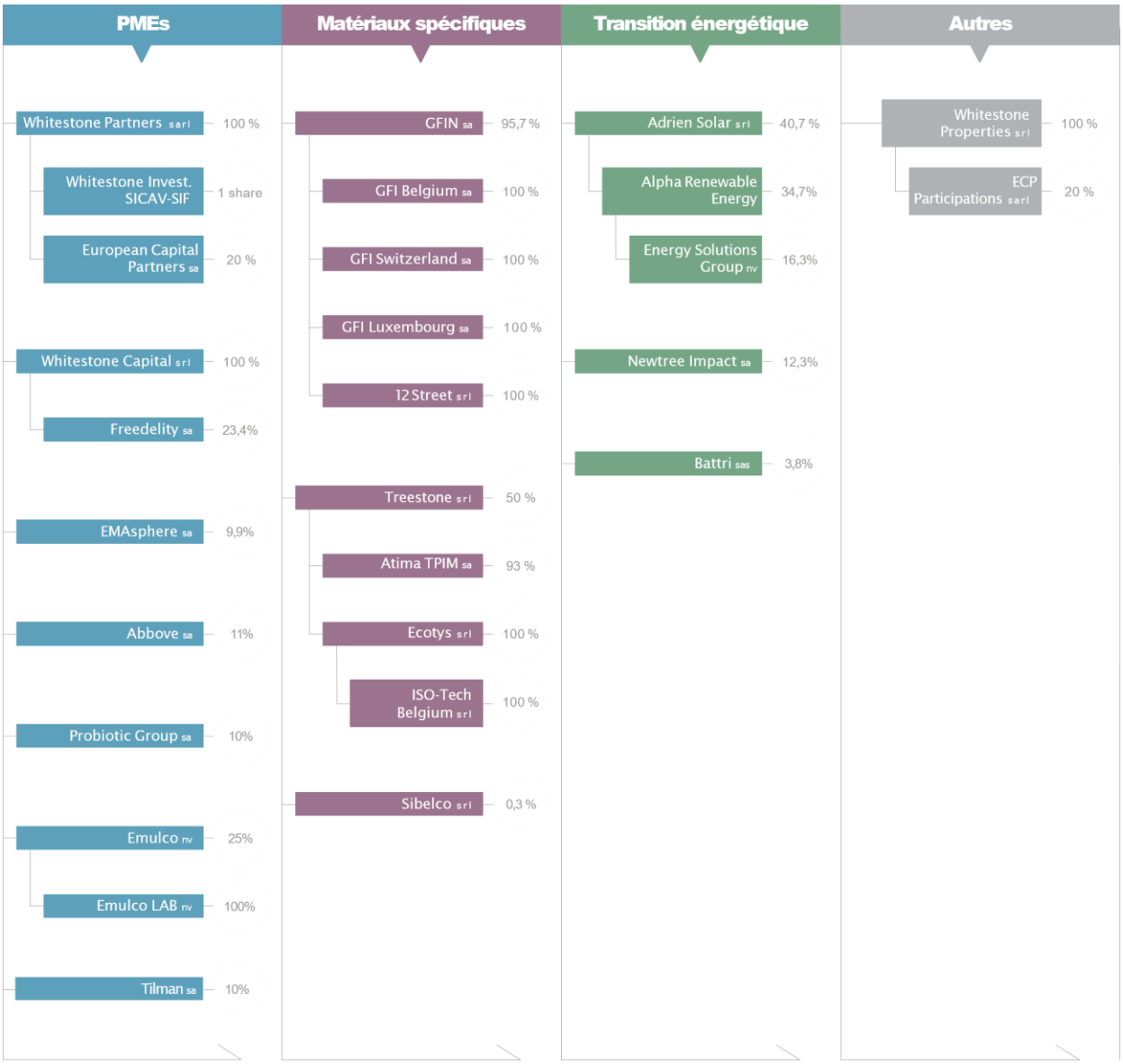
A. Identité de l'Émetteur

A.1 *Informations générales sur l'Émetteur*

Whitestone est une société anonyme de droit belge, dont le siège est situé à 32, route de Genval, 1380 Lasne. Whitestone est inscrite au registre des personnes morales sous le numéro 0467.731.030 (RPM Brabant Wallon). Whitestone a été constituée le 10 novembre 1999 pour une durée illimitée et a pour pays d'origine la Belgique. Le site internet de Whitestone est accessible via le lien suivant : www.whitestone.eu.

A.2 *Description des activités de l'Émetteur*

La mission de WG, en tant que holding côté sur Euronext Growth, est d'investir principalement dans des PMEs basées en Belgique pour les développer au travers de prises de participations minoritaires et majoritaires influentes sur le long terme (du type « Evergreen ») tout en veillant à ce que le portefeuille soit dynamique. Les cibles visées sont principalement des PMEs belges rentables ayant une dimension ESG avérée, et actives dans certains secteurs ciblés. Le portefeuille est diversifié dans des sociétés privées (ré)organisées autour de 3 piliers : la transition énergétique, les matériaux spécifiques (en ce compris les métaux précieux/rares), et les PMEs basées principalement en Belgique.



L'objectif de Whitestone est d'investir principalement dans des sociétés non cotées en y jouant le rôle d'actionnaire professionnel. En se concentrant sur la gouvernance, la stratégie et le financement, Whitestone vise à contribuer à la création de valeur à long-terme de ses participations. Ces investissements sont réalisés en capital, par endettement bancaire ou en combinant ces deux types de financement. En ce qui concerne l'endettement bancaire, celui-ci sera principalement logé au niveau des sociétés opérationnelles et/ou d'un véhicule d'acquisition constitué pour l'acquisition.

A.3 *Actionnariat – Participations importantes*

A la date de la Note d'Information, après la prise en compte de l'émission des 1.303.465 Nouvelles Actions résultant dans le cadre de l'Opération et compte tenu des dernières notifications de transparence reçues conformément à la loi du 2 mai 2007 relative à la publicité des participations importantes, l'actionnariat de l'Emetteur se compose, à sa connaissance, comme suit :

Actionnaires	**Nombre d'actions**	**Pourcentage (capital)**
Multifin.....	2.581.225	37,55%
Fondateurs	765.404	11,13%
Familles représentées au CA.....	1.907.757	27,75%
Invest.BW	94.877	1,38%
Auto-contrôle.....	47.198	0,69%
Autres.....	1.478.104	21,50%
Total	**6.874.565**	**100,00%**

A.4 *Transactions entre l'Emetteur et des personnes détenant plus de 5 % du capital de l'Emetteur ou liées à ces personnes*

À l'exception des opérations approuvées lors de l'assemblée générale extraordinaire du 13 mai 2024 et de l'Opération, l'Emetteur n'a pas conclu de transactions avec des personnes détenant plus de 5% du capital de l'Emetteur ou des personnes liées à ces dernières.

A.5 *Description et composition de l'organe d'administration*

Whitestone est administrée par un conseil d'administration (le « **Conseil** ») composé, conformément à l'article 15 de ses statuts, de trois (3) membres au moins, actionnaires ou non, personnes physiques ou personnes morales. Le Conseil a le pouvoir d'accomplir tous les actes nécessaires ou utiles à la réalisation de l'objet de la société, à l'exception de ceux réservés à l'assemblée générale. Les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale pour quatre (4) ans au plus. Le Conseil actuellement en place comprend neuf (9) administrateurs.

A la date de la Note d'Information, le Conseil est composé comme suit :

Nom	**Nature du mandat**	**Échéance du mandat**
Monsieur Gérard Lamarche	Administrateur Président du Conseil	Mai 2028
Madame Valentine de Pret Roose de Calesberg	Administrateur	Mai 2028
OBA Management SA, représentée par son représentant permanent Monsieur Philippe Masset	Administrateur*, Vice-Président	Mai 2025
Alternadyve SRL, représentée par sa représentante permanente Madame Antoinette d'Yve de Bavay	Administrateur*	Mai 2025
Agropellets SRL, représentée par son représentant permanent Monsieur Jean-François Gosse	Administrateur*	Mai 2025
Monsieur Olivier Pirotte	Administrateur	Mai 2025

Invest.BW SA, représentée par son représentant permanent Monsieur Pierre de Waha-Baillonville	Administrateur	Mai 2025
NAM Invest BV, représentée par son représentant permanent Monsieur Maximilien d'Oreye de Lantremange	Administrateur	Mai 2025
Monsieur Jean-Christophe Staquet	Administrateur	Mai 2025

(*) Ces administrateurs ont la qualité d'administrateur indépendant.

Conformément à l'article 21 des statuts, le Conseil a délégué la gestion journalière de Whitestone à Interprim's SA, représentée par Monsieur Frédéric Pouchain qui est un invité permanent du conseil d'administration. Pour certaines décisions, le Conseil s'appuie sur les recommandations faites par le comité d'audit, le comité de rémunération et le comité ESG.

Le Conseil a mis en place un comité exécutif pour veiller à la bonne application de ses décisions. Le comité exécutif est composé de Frédéric Pouchain, qui le préside en tant que CEO de la Société, Sandro Ardizzone, CEO de GFIN/GFI, et Antoine Duchateau, Senior Analyst chez Whitestone.

A.6 *Rémunérations et avantages des membres du conseil d'administration et des délégués à la gestion journalière au cours du dernier exercice*

Pendant l'exercice comptable 2023, Agropellet SRL et Alternadyve SRL, représentés respectivement par Monsieur Jean-François Gosse et Madame Antoinette d'Yve de Bavay en tant que représentants permanents, ont reçu une rémunération de EUR 8 000 (HTVA) chacun en tant qu'administrateurs. De même, PhM Advisory SRL, représentée par Monsieur Philippe Masset en tant que représentant permanent, a reçu une rémunération de EUR 24 000 (HTVA) en sa qualité de président du conseil d'administration pour le dernier exercice comptable.

A la date de la Note d'Information, la rémunération des administrateurs pour l'exercice 2024 est détaillée dans le rapport annuel 2023.

A.7 *Interdictions ou incompatibilités*

En ce qui concerne chacun des administrateurs et l'administrateur délégué, l'Emetteur n'a pas connaissance d'une quelconque condamnation visée à l'article 20 de la loi du 25 avril 2014 relative au statut et au contrôle des établissements de crédit et des sociétés de bourse.

A.8 *Transactions avec des parties liées et conflits d'intérêts*

À l'exception des opérations approuvées lors de l'assemblée générale extraordinaire du 13 mai 2024 et de l'Opération, l'Émetteur n'a pas conclu de transactions avec des personnes détenant plus de 5% de son capital, ses administrateurs ou des personnes liées à ceux-ci.

A.9 *Identité du commissaire.*

Les comptes annuels de l'Emetteur font l'objet de vérifications par un commissaire. Le commissaire de l'Emetteur est RSM SCRL (« **RSM** »), membre de l'Institut des Réviseurs d'Entreprises, dont le siège est établi Chaussée de Waterloo 1151, 1180 Uccle, RPM (Bruxelles) 0429.471.656, représenté par M. Bernard de Grand Ry et Mme Céline Arnaud. L'assemblée générale ordinaire de l'Emetteur du 13 mai 2024 a décidé de renouveler le mandat de RSM, en vue d'effectuer l'audit et la certification des comptes annuels de l'Emetteur, pour une durée de 3 ans. Le montant annuel des honoraires de RSM est fixé à EUR 32.500.

B. Informations financières concernant l'Emetteur

B.1 *Comptes annuels au 31 décembre 2022 et 31 décembre 2023*

Les comptes annuels statutaires et consolidés de l'Emetteur au 31 décembre 2022 et au 31 décembre 2023 ont été établis conformément aux normes comptables belges et figurent à l'Annexe 1 à la présente Note d'Information. Ces comptes ont

été audités par RSM et ont fait l'objet d'une vérification externe indépendante. Les comptes annuels statutaires de l'Emetteur au 31 décembre 2022 et au 31 décembre 2023 ainsi que les rapports de RSM en sa qualité de commissaire de l'Emetteur, tels qu'ils figurent à l'Annexe 1 à la présente Note d'Information, reflètent la situation comptable et financière de l'Emetteur avant la réalisation de l'Opération.

B.2 *Déclaration de fonds de roulement*

A la date de la Note d'Information, l'Emetteur dispose d'un fonds de roulement net suffisant pour faire face à ses obligations et à ses besoins de trésorerie sur les douze (12) prochains mois.

B.3 *Déclaration sur le niveau de capitaux propres et d'endettement*

A la suite de l'Opération, le capital de Whitestone s'élève à un montant de EUR 19.328.375 et est représenté par 5.571.100 actions ordinaires avec droit de vote, sans mention de valeur nominale. L'évolution des fonds propres statutaires de Whitestone à la suite de l'opération s'établit comme suit :

Capitaux propres (en EUR)	**Situation au 28/02/2024**	**Ajustement (Opération)**
Capital	12.655.409	19.328.375
Primes d'émission	20.828.374	39.154.993
Plus-value de réévaluation	0	0
Réserves	345.684	345.684
Bénéfices (Pertes) Reporté(e)s	-1.537.677	-1.537.677
Total des capitaux propres	**32.291.791**	**57.291.375**

Au niveau du Groupe Whitestone, l'endettement est localisé dans les sociétés opérationnelles ou les véhicules d'acquisition détenus par l'Emetteur. L'endettement de ces sociétés est constitué de lignes de crédit, de dettes bancaires ou de dette privée (prenant la forme d'obligations ou de crédit vendeur[4]). Une vue de l'endettement statutaire de Whitestone Group au dernier exercice publié et audité, à savoir au 31 décembre 2023, peut être résumée dans le tableau ci-dessous :

Endettement (en EUR)	**31 décembre 2023**
Dettes financières	0,00
Dettes commerciales	0,00
Acomptes reçus sur commandes	0,00
Autres dettes	0,00
Total des dettes à plus d'un an	**0,00**
Dettes à plus d'un an échéant dans l'année	0,00
Dettes financières	0,00
Dettes commerciales	96.040
Acomptes reçus sur commandes	0,00
Dettes fiscales, salariales et sociales	86.889
Autres dettes	3.144
Total des dettes à un an au plus	**186.073**
Comptes de régularisation	**0**
Total des dettes	**186.073**

Le tableau ci-dessous résume la dette nette de l'ensemble des participations du groupe au dernier exercice comptable publié, c'est-à-dire au 31 décembre 2023 (prise à 100%) :

[4] Les dettes privées consistent en des obligations ou des crédit-vendeurs octroyés par les vendeurs lors de la vente de leur participation à l'Emetteur ou l'une des entités qu'il détient.

31 décembre 2023			
	Dettes financières (en EUR)	**Liquidités (en EUR)**	**Dette nette (liquidité nette) (en EUR)**
Whitestone Group SA	0	1.751.611	-1.751.611
W Partners SàRL	0	276.968	-276.968
W Properties SRL*	762.507	117.898	644.609
W Capital SRL*	524.181	112.074	412.107
GFIN SRL*	2.250.000	21.183	2.228.817
GFI SA	515.944	4.910.880	-4.394.936
Treestone SRL*	1.862.378	30.796	1.831.582
Ecotys SRL	0	47.434	-47.434
Iso-Tech SRL	346.628	596.490	-249.862
Atima SA	697.342	188.388	508.954
ECP SA	0	1.712.020	-1.712.020
ECP Participations	1.413.212	6.764	1.406.448
Emulco NV	162.351	567.311	-404.960
Probiotic Group SA	161.333	34.731	126.602
Battri SAS	709.533	8.912.052	-8.202.519
Freedelity SA	598.100	652.156	-54.056
EMAsphere	2.141.343	348.363	1.792.980
Newtree Impact	0	1.628.484	-1.628.484
Total	**12.144.852**	**21.915.604**	**-9.770.752**

** Special Purpose Vehicle (SPV)*

Au niveau consolidé, les fonds propres de Whitestone Group s'élevaient à EUR 14.462.341 et la dette financière à EUR 5.321.031 au 31 décembre 2023, impliquant un ratio d'endettement consolidé[5] de 36,8%.

L'information sur l'endettement du groupe, à la fois au niveau statutaire et consolidé, ainsi que celui de ses filiales au 31 décembre 2023, est également disponible dans le rapport annuel 2023, publié fin avril 2024.

B.4 *Changement significatif de la situation financière ou commerciale de l'Emetteur survenu depuis la fin du dernier exercice*

Depuis la clôture des comptes arrêtés au 31 décembre 2023, plusieurs événements significatifs sont intervenus :

- **Augmentation de capital de Whitestone en nature :** Whitestone Group a réalisé une augmentation de capital par le biais d'un apport en nature de participations dans plusieurs sociétés et d'une créance par Multifin SA (les « **Participations Apportées** »). Les Participations Apportées ont été valorisées à un montant global de 17.805.840 EUR, en contrepartie desquelles 1.369.680 Actions Whitestone ont été émises et attribuées à Multifin SA en rémunération de son apport. Le prix d'émission s'élève à 13 EUR par Nouvelle Action, soit une prime de 25% par rapport au cours de bourse du 31 décembre 2023 et au 10 février 2024 ainsi qu'une décote de 13% par rapport à l'Actif Net Réévalué (l' « ANR ») de la Société au 31 décembre 2023. En conséquence, suite à l'augmentation de capital en nature, Multifin SA a obtenu 37,55% du capital de la Société.

- **Abandon des droits de vote doubles :** L'assemblée générale extraordinaire du 28 février 2024 de Whitestone Group a décidé de supprimer le droit de vote double prévu par les statuts de la Société par la modification de l'article 33 (Droit de

[5] Le ratio d'endettement consolidé est calculé sur la base de l'endettement consolidé (dettes financières) divisé par les fonds propres consolidés du groupe, du dernier exercice consolidé publié et audité.

vote) des statuts de la Société. Cette résolution vise à harmoniser les droits des actionnaires et s'inscrit dans la strategie de croissance du groupe.

- **Participation à l'augmentation de capital de Newtree Impact via l'apport en nature de Clay Capital portant la participation dans Newtree Impact à 12,3%:** En mars 2024, Newtree Impact a réalisé une levée de fonds de 4,8 M€, émettant 1.815 nouvelles actions au prix unitaire de 2,62 €, ce qui représente une augmentation de 12% du prix de l'action par rapport à la dernière levée de fonds. Whitestone Group a été le principal contributeur pour un montant total de 1,9 M€, réparti entre un apport en numéraire de 0,5 M€ et un apport en nature de 1,4 M€ correspondant à la participation de 10% dans le Feeder Santé Nutrition portant l'investissement dans le fonds à impact Clay Capital. Cet apport avait été apporté au préalable par Multifin SA. Cette nouvelle augmentation de capital vise à accélérer la croissance de Newtree Impact en lui permettant de renforcer certaines de ses participations et d'en prendre de nouvelles au sein d'entreprises innovantes spécialisées dans l'alimentation et l'agriculture, en vue de combattre le réchauffement climatique.

- **Investissement de 5 M€ dans Tilman SA, leader belge de la phytothérapie :** Whitestone Group a conclu un accord avec le laboratoire Tilman S.A. en vue d'y investir 5 M€. La moitié de ce montant sera apportée sous forme de prêt subordonné tandis que l'autre moitié le sera au travers d'une augmentation de capital. Suite à cette opération, Whitestone Group deviendra actionnaire de Tilman SA à hauteur de 10% et aura un représentant au conseil d'administration. Un mécanisme de sortie au travers d'une option d'achat/vente (call/put) est prévu en 2030 si souhaité par une des parties. En attendant la finalisation de l'augmentation de capital résultant de l'Opération, le financement de cet investissement se fera au travers d'une ligne de crédit de 5 M€ mise en place au niveau du holding Whitestone Group SA. Cet endettement n'a pas pour objectif de financer de manière structurelle des investissements mais de donner de la flexibilité au niveau de la trésorerie comme dans le cas présent.

- **Placement privé :** Lors de l'assemblée générale extraordinaire du 13 mai 2024, les actionnaires ont approuvé une augmentation de capital par apport en numéraire avec suppression du droit de préférence légal, à concurrence d'un montant maximal de 25.000.000 EUR. À l'issue du placement privé, 1.923.045 actions ont été émises à un prix d'émission de 13 EUR par action, pour un montant total de 24.999.585 EUR (prime d'émission incluses). Des informations plus détaillées concernant ce placement privé peuvent être consultées dans le rapport spécial réalisé par le conseil d'administration de Whitestone Group, dans le rapport du commissaire aux comptes et dans la note d'information du 11 juin 2024, publiés sur notre site internet (www.whitestone.eu).

- **Emission de droits de souscription** : Lors de l'assemblée générale extraordinaire du 13 mai 2024, les actionnaires ont approuvé l'émission de 765.404 droits de souscription au profit des actionnaires-fondateurs Monsieur Sandro Ardizzone et Monsieur Frédéric Pouchain, soit 382.702 droits de souscription chacun. Le prix d'exercice des droits de souscription est fixé à 13,00 EUR par action soit un montant égal au prix d'émission des Nouvelles Actions.

PARTIE III. INFORMATIONS CONCERNANT L'ADMISSION DES NOUVELLES ACTIONS

A. Nom du MTF sur lequel l'admission des Nouvelles Actions est demandée et éventuels autres marchés sur lesquels les Actions sont déjà admises

Les actions de l'Emetteur sont admises à la négociation sur le MTF Euronext Growth opéré par Euronext Brussels SA/NV.

L'Emetteur a demandé que les 1.303.465 Nouvelles Actions faisant l'objet de la présente Note d'Information soient admises à la négociation sur Euronext Growth Brussels. Les Actions de l'Emetteur sont admises à la négociation sur ce marché depuis le 15 juin 2006.

B. Nombre de Nouvelles Actions admises à la négociation sur Euronext Growth et nombre total d'Actions émises par l'Émetteur

La demande d'admission porte sur l'intégralité des Nouvelles Actions émises dans le cadre de l'Opération, soit 1.303.465 Nouvelles Actions ordinaires, sans désignation de valeur nominale. A la suite de l'Opération, le nombre total d'Actions en circulation s'élève à 6.874.565 actions ordinaires. Toutes les Nouvelles Actions seront admises à la négociation sur Euronext Growth Brussels le [2] juillet 2024. Le prix des Nouvelles Actions à l'ouverture de la première séance de cotation de ces actions sera au prix des Actions la clôture de la dernière séance de cotation des Actions.

L'Emetteur n'a pas émis d'autres instruments de placement admis à la négociation.

C. Eventuelles restrictions à la négociation des Actions

Il n'existe pas de restriction légale ou statutaire au transfert des actions de l'Emetteur. L'Emetteur détient 47.198 actions propres dont la cession est soumise aux dispositions de l'article 7:218 du CSA.

Conformément à la loi du 1er avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition et aux prescrits des articles 50 et 57/2 de l'arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition (l' « **Arrêté Royal OPA** »), une offre publique d'acquisition doit être lancée si une personne, à la suite d'une acquisition dans son chef ou dans le chef de personnes agissant de concert avec celle-ci ou de personnes agissant pour leur propre compte, détient directement ou indirectement, plus de 50% de titres avec droit de vote d'une société ayant son siège social en Belgique et dont au moins une partie des titres est admise à la négociation sur un MTF. Le simple fait de dépasser le seuil pertinent via l'acquisition d'Actions donnera lieu à une offre obligatoire, indépendamment de la question de savoir si le prix payé lors de l'opération concernée est supérieur ou non au prix de marché actuel. L'article 52 de l'Arrêté Royal OPA prévoit cependant certaines dérogations à cette obligation.

Les offres publiques d'acquisition d'actions et d'autres titres donnant accès à des droits de vote (comme les droits de souscription ou les obligations convertibles, le cas échéant) sont soumises à la supervision de la FSMA. Les offres publiques d'acquisition doivent être étendues à l'ensemble des titres avec droit de vote, ainsi qu'à tous les autres titres donnant accès aux droits de vote. Avant de présenter une offre, un offrant doit publier un prospectus, qui doit être approuvé par la FSMA avant sa diffusion.

D. Code ISIN

Les actions de l'Emetteur sont cotées sur la plateforme multilatérale de négociation Euronext Growth opéré par Euronext par Euronext Brussels SA/NV (Code ISIN : BE0974401334 – Code mnémonique « ROCK »).

PARTIE IV. INFORMATIONS CONCERNANT LES NOUVELLES ACTIONS DONT L'ADMISSION EST DEMANDÉE

A. Caractéristiques des Nouvelles Actions dont l'admission est demandée

A.1 *Nature et catégorie des Nouvelles Actions*

Les Nouvelles Actions sont des Actions ordinaires, sans désignation de valeur nominale. Les Nouvelles Actions jouissent des mêmes droits et avantages que les Actions et donnent le droit de participer aux bénéfices éventuels de l'Emetteur et donneront droit, le cas échéant, aux dividendes pour l'ensemble de l'exercice financier en cours et pour tous les exercices financiers à venir.

Les Nouvelles Actions sont nominatives ou dématérialisées. Les titulaires d'Actions nominatives peuvent, à tout moment et à leur frais, demander la conversion d'Actions nominatives en actions dématérialisées (et inversement). Les Actions dématérialisées sont représentées par une inscription en compte ouvert au nom de leur propriétaire ou de leur titulaire auprès d'un teneur de comptes agréé ou d'un organisme de liquidation. Les Actions sont indivisibles à l'égard de l'Emetteur et chaque action donne droit à une voix lors des assemblées générales de l'Emetteur.

A.2 *Devise, dénomination et, le cas échéant, valeur nominale*

Les actions de l'Emetteur sont cotées en EUR sur le MTF Euronext Growth opérée par Euronext Brussels, sous la dénomination « Whitestone Group » (Code mnémonique : « ROCK »).

A.3 *Date d'échéance et, le cas échéant, modalités de remboursement*

Non applicable.

A.4 *Rang des Nouvelles Actions dans la structure de capital de l'émetteur en cas d'insolvabilité*

Les Nouvelles Actions sont, comme les Actions existantes, des Actions ordinaires qui se situent au dernier rang dans la structure du capital en cas de procédure d'insolvabilité.

A.5 *Politique de dividendes*

A la date de la Note d'Information, l'Emetteur n'a pas *a priori* l'intention de verser un dividende tant qu'une, voire deux cessions de participations, n'aura pas été réalisée.

A.6 *Dates de paiement de la distribution des dividendes.*

Conformément à l'article 38 des statuts de l'Emetteur, le paiement des dividendes se fait à l'époque et aux endroits désignés par le Conseil. Ce paiement doit se faire avant la fin de l'exercice social au cours duquel a été fixé le montant du dividende. Le Conseil est autorisé, sous sa propre responsabilité et conformément aux dispositions légales, à décider le paiement des acomptes sur dividendes.

B. Informations supplémentaires imposées par Euronext Growth Bruxelles

Euronext Growth Brussels n'a pas imposé la production d'informations supplémentaires dans le cadre de la présente Note d'Information.

PARTIE V. TOUTE AUTRE INFORMATION IMPORTANTE ADRESSÉE ORALEMENT OU PAR ÉCRIT À UN OU PLUSIEURS INVESTISSEURS SÉLECTIONNÉS

L'Emetteur n'a pas communiqué d'autres informations importantes (oralement ou par écrit) à un ou plusieurs investisseurs sélectionnés.

ANNEXE 1 – COMPTES ANNUELS DES DEUX DERNIERS EXERCICES ET RAPPORTS DU COMMISSAIRE CORRESPONDANTS

L'EMETTEUR

Whitestone Group SA
Route de Genval 32
1380 Lasne

COMMISSAIRE DE L'EMETTEUR

RSM SRL
Chaussée de Waterloo 1151
1180 Uccle

CONSEILLER JURIDIQUE DE L'EMETTEUR

Jones Day
Rue de la Régence 4
1000 Bruxelles

2023 Rapport Annuel

Investing
Supporting
Impacting

GROUP
Whitestone

Sommaire

5 \\ Message aux actionnaires

10 \\ Stratégie & Chiffres clès

18 \\ Participations

Gold & Forex International
Iso-Tech
Atima
Sibelco
Energy Solutions Group
Newtree Impact
Battri
European Capital Partners
Whitestone Partners
Freedelity
EMAsphere
Abbove
Probiotic Group
Emulco

32 \\ Responsabilité sociétale

36 \\ Gouvernance & Equipe

40 \\ Actif Net Réévalué

44 \\ Rapport de gestion

56 \\ Annexes

Annexes aux comptes consolidés
Rapport du Commissaire
Charte de valorisation

Bien que nous ne soyons pas investis dans l'intelligence artificielle, c'est un sujet auquel Whitestone Group et son équipe s'intéressent grandement. L'année passée, nous avions demandé à ChatGPT de décrire Whitestone en une phrase. Cette année, nous réitérons l'expérience en lui demandant une représentation en image.

Whitestone Group en image selon ChatGPT (DALL-E)

L'humain inspire, l'énergie propulse, la matière construit : ensemble, nous avançons.

Chers Actionnaires,

Nous avons l'honneur d'introduire le rapport annuel de Whitestone Group relatif à l'exercice 2023.

L'année 2023 s'est déroulée dans un contexte macroéconomique plus favorable que prévu, surtout aux Etats-Unis, puisque la récession annoncée n'est pas arrivée. Hormis en Chine, la plupart des principales places boursières mondiales ont affiché des progressions à deux chiffres et ont retrouvé, voire dépassé, leurs plus hauts historiques. L'or a également rimé avec « record » en fin d'année, tendance qui se prolonge en ce début d'année 2024.

La hausse des taux d'intérêt a cependant nui à certaines classes d'actifs, comme l'immobilier et le private equity, puisque l'effet de levier (la dette) est un élément clé de leur business model. Par ailleurs, si la majorité des grandes entreprises ont plutôt bien résisté au triple choc énergétique, salarial et des taux, les PMEs en ont davantage souffert.

Selon diverses études, les réserves financières des PMEs belges auraient fondu de plusieurs milliards depuis 2020 et un quart d'entre elles auraient besoin d'une injection de capitaux pour être en mesure d'affronter les défis futurs. Cette situation devrait créer des opportunités et nous permettre de renforcer le haut de bilan de certaines d'entre elles qui répondraient à nos critères d'investissement. Bien que nous favorisons l'investissement en capital, le combiner avec de la dette subordonnée n'est pas à exclure.

L'Actif Net Réévalué (ANR) de Whitestone Group a augmenté de 15% sur l'année, pour s'établir à 34,3 M€, soit 15,06 € par action. Cette progression s'explique par la réalisation des business plans des principales participations, et même un dépassement pour Gold & Forex International (GFI). Depuis l'entrée en bourse et la levée de fonds qui l'a suivie fin 2021, la hausse de l'ANR atteint 42%.

Avec une hausse de l'EBITDA de 21% à 2,8 M€, et de l'EBIT de 91% à 1,5 M€, les résultats consolidés portés par GFI reflètent logiquement l'évolution de l'ANR. Les fonds propres consolidés totalisent 14,5 M€, en baisse de 0,8 M€ reflétant la perte nette due à l'amortissement comptable des survaleurs d'acquisition. Au niveau social, la holding enregistre une perte nette de 0,5 M€ car les dividendes issus des participations serve encore au service des dettes d'acquisition. Celles-ci ont ainsi été réduites de 1,1 M€ au total, et de 0,8 M€ pour la quote-part du groupe, augmentant d'autant l'ANR.

L'exercice 2023 a vu le portefeuille de Whitestone Group s'enrichir d'une nouvelle participation, la start-up Battri active dans le recyclage des batteries de véhicules électriques et basée dans les Hauts-de-France, région qui s'est donnée pour ambition d'être une terre d'accueil pour tout l'écosystème économique de la batterie électrique.

L'année 2024 débute par une opération majeure du développement du portefeuille avec l'acquisition de quatre nouvelles participations. Celles-ci ont été acquises auprès de la société de gestion patrimoniale belge Multifin au travers de l'émission de nouvelles actions faisant de celle-ci l'actionnaire de référence de Whitestone Group avec 38% du capital.

Cette entrée au capital s'accompagne encore davantage d'une excellence dans la gouvernance de Whitestone Group, d'une concentration de la stratégie d'investissement dans les PMEs belges, ainsi que d'une importance grandissante de la durabilité. Cela se traduira notamment au travers des participations actives dans la transition

\\ Une nouvelle progression à deux chiffres de l'ANR sur 2023.

énergétique et environnementale ainsi que dans les matériaux spécifiques.

L'ambition est de doubler la valeur du portefeuille d'ici cinq ans notamment par le renforcement de certaines participations existantes et la prise de nouvelles. Pour saisir ces opportunités, une augmentation de capital va être proposée aux actionnaires ainsi qu'à de nouveaux investisseurs. Le prix de souscription de 13 euros par action sera identique à celui retenu lors de l'augmentation en capital du 28 février dernier réservée à Multifin.

Une augmentation à deux chiffres de l'Actif Net Réévalué (ANR)

Le principal étalon de mesure de la valeur pour une société holding est son ANR, et en particulier l'évolution de celui-ci au cours du temps. Nous combinons différentes méthodes dans son calcul qui sont développées dans la charte de valorisation qui figure à la fin de ce rapport annuel. Leur pondération varie en fonction de la durée de l'investissement.

Au cours de l'execrice 2023, l'ANR a augmenté de 15%, passant de 29,5 à 34,3 M€, soit de 12,96 à 15,06 euros par action. La plupart des sociétés ont contribué à cette progression, sachant que celles en perte sont gardées à leur valeur d'investissement même si leurs résultats sont supérieurs aux prévisions.

Une progression des résultats notamment grâce à GFI

Les comptes consolidés de l'exercice 2023, dont les méthodes et les chiffres sont détaillés dans le rapport de gestion plus loin, reflètent cette progression de l'ANR.

Le chiffre d'affaires atteint 211 M€ (-10% vs. 2022), l'EBITDA 2,8 M€ (+21%), l'EBIT 1,5 M€ (+91%) et le résultat net pour notre quote-part du Groupe -0,8 M€ (+26%). Cette perte s'explique par l'amortissement des survaleurs d'acquisition (pour 1,7 M€) sur 5 ans qui est obligatoire dans les normes comptables belges (BE GAAP), contrairement aux normes internationales (IFRS). Les capitaux propres s'élèvent à 14,5 M€ (-5%) et le pied de bilan à 22,1 M€ (-19%). Au 31 décembre 2023, les liquidités totalisent 1,7 M€, en ce compris les actions propre détenues.

L'essentiel de ces variations positives du compte de résultats reflète l'évolution de la contribution de GFI, intégralement consolidée. Ces résultats sont d'autant plus remarquables au regard de la baisse de 10% de son chiffre d'affaires après l'année record de 2022 où l'or avait servi de valeur refuge après le déclenchement de la guerre en Ukraine.

En ce qui concerne les comptes sociaux, à savoir de la holding, le chiffre d'affaires provenant de facturations de prestations à des participations s'élève à 200 k€, l'EBITDA à -600 k€ et le résultat net à -491 k€ en tenant compte d'un résultat financier de 159 k€ (intérêts et dividendes). Ces chiffres sont conformes au budget.

L'EBITDA est utilisé comme référence pour calculer les frais courants de gestion de la holding. Sur 2023, ils ont représenté 1,5% des actifs gérés (en incluant les dettes d'acquisition). L'ambition est de les réduire à 1% à l'avenir. L'autre objectif est d'avoir un revenu courant, qui tient compte des revenus financiers, à l'équilibre dès que possible et positif par la suite.

Lorsqu'un investissement est réalisé, il peut être préférable de le faire avec le maximum de levier pour minimiser le coût moyen du capital (WACC). Le corollaire est que les dividendes sont alors utilisés pour rembourser les dettes et ne viennent dès lors pas enrichir la holding. Le juste équilibre nous semble se situer autour d'un levier de maximum 50%.

Des dettes d'acquisition qui continuent à diminuer grâce aux dividendes

Si les résultats sont évidemment clés dans le suivi financier d'une entreprise, les remontées de cash le sont également pour une société holding. Il s'agit des flux qui

remontent des participations sous forme de revenus de prestations, d'intérêts sur prêts ou de dividendes sur résultats. Ces flux sont essentiels car ils permettent dans l'ordre de rembourser les dettes d'acquisition, de couvrir les frais généraux de la holding et enfin de payer un dividende aux actionnaires. Ils sont évidemment suivis de près en interne et font l'objet d'un reporting spécifique qui sera publié dans le prochain rapport annuel même si toutes les données sont déjà présentes dans les comptes ici présentés.

Sur l'exercice, un montant de 1,1 M€ de dettes d'acquisition a été remboursé grâce aux dividendes versés par les participations. Le solde restant s'élève à 6,2 M€ globalement et de 3,9 M€ pour la quote-part du groupe. Cet endettement se répartit sur le groupe GFI(N) pour 2,8 M€, le groupe Treestone pour 2,2 M€, Freedelity pour 0,5 M€ et les bureaux à Lasne pour 0,7 M€. Tous ces actifs génèrent des cash-flows positifs qui permettent de rembourser ces dettes.

La holding est totalement désendettée et entend maintenir toute sa flexibilité financière pour pouvoir accompagner le développement de ses participations. Afin d'augmenter nos ressources financières en cas de besoins ou d'opportunités d'investissements, une ligne de crédit de 5 M€ auprès d'une banque belge a été mise en place. Il ne s'agira pas d'un endettement structurel mais temporel.

Un partenariat stratégique avec Multifin qui devient l'actionnaire de référence

Début 2024, Whitestone Group et la société de gestion patrimoniale belge Multifin ont noué un partenariat stratégique permettant à Whitestone Group de réaliser de nouveaux investissements. Pour Multifin, cette prise de participation influente dans une holding entrepreneuriale est une occasion unique de soutenir le développement du tissu industriel et à impact en Belgique.

Multifin SA est une société familiale de gestion patrimoniale belge qui articule sa stratégie autour de 4 axes : (i) la philanthropie sur les thèmes de l'enseignement et l'environnement ; (ii) l'immobilier à vocation sociétale ; (iii) des prises de participation dans des fonds de private equity ou en direct dans des petites et moyennes entreprises principalement belges ; et (iv) ses participations, historique dans AB-InBev et plus récente dans DSM-Firmenich. Multifin privilégie un positionnement d'actionnaire engagé, attentif à la création de valeur à très long terme et prête une attention particulière aux aspects de durabilité (ESG). Dorénavant, Multifin s'appuiera sur l'équipe de professionnels de Whitestone pour investir dans les PMEs belges.

Son entrée au capital de Whitestone Group s'est réalisée à travers la cession de quatre de ses participations pour une valeur totale de 17,8 M€. Il s'agit de la participation indirecte de 2,31% dans Energy Solutions Group pour 12,3 M€ qui est active dans les énergies renouvelables en Belgique et aux Pays-Bas. Ensuite, 520 actions de Sibelco pour 3,2 M€, multinationale belge dans les minéraux industriels. La part de 11% pour 1 M€ dans le capital de Abbove, plateforme de gestion patrimoniale collaborative pour les banques privées et les sociétés de gestion patrimoniale. Pour terminer, la participation de 1% du fonds Clay Capital au travers du Feeder Santé Nutrition pour un montant de 1,3 M€. Ces participations ont été rémunérées par 1.369.680 nouvelles actions émises à 13,00 €, ce qui fait de Multifin l'actionnaire de référence de Whitestone Group.

Au regard de la mission du fonds à impact Clay Capital, la participation dans le Feeder Santé Nutrition a fait l'objet d'un apport en nature à Newtree Impact combiné avec un apport en numéraire de 0,5 M€. Ces investissements ont porté la participation de Whitestone Group dans Newtree Impact de 4,5% à 12,3%.

Une évolution vers une gouvernance plus exemplaire

Depuis son entrée en bourse, Whitestone Group a veillé à mettre en place un système de gouvernance inspiré des meilleures et dernières pratiques.

Avec l'entrée au capital de Multifin, une refonte de la gouvernance a été proposée. Les fondateurs ont démissionné du Conseil d'Administration pour se concentrer sur leur rôle exécutif en tant que CEO de la holding pour l'un, et de la principale participation, GFIN, pour l'autre. Ils font dorénavant partie du Comité Exécutif mis en place au regard des ambitions de développement du groupe.

D'autres changements sont intervenus dans la composition du conseil afin de limiter le nombre de mandats pour

des raisons d'efficacité et d'évolution de l'actionnariat. Nous tenons à remercier tous les administrateurs d'avoir participé activement à la mise en place de ces changements dans l'intérêt de la société.

L'autre principale évolution est la mise en place d'un Comité Finance et Audit et d'un Comité ESG. Les responsabilités du Comité RH sont étendues aux travaux préparatoires des nominations et des successions.

Pour terminer, le Comité d'Investissements dépend désormais de l'exécutif puisque son rôle est de suivre les participations en portefeuille et d'analyser les opportunités d'investissements. La stratégie et les décisions finales d'investissement restent une prérogative du Conseil.

Un affinement de la stratégie d'investissement.

L'investissement dans des PMEs principalement basées en Belgique reste le premier pilier stratégique d'investissement de Whitestone. Le Groupe s'est donné pour mission de contribuer à leur développement au travers de prises de participations influentes, minoritaires ou majoritaires.

L'augmentation du capital de la holding à venir permettra de cibler des sociétés de plus grande taille avec un EBITDA allant jusqu'à 5 M€, voire au-delà. Les scales-up ne seront pas abandonnées mais elles devront réaliser au moins 1M€ d'EBITDA afin que le temps consacré à leur développement soit à la hauteur de l'impact escompté sur l'augmentation de l'ANR.

Si l'approche sectorielle reste généraliste et opportuniste tout en étant balisée par des critères d'investissement bien définis, deux secteurs clés ont été identifiés. Il s'agit de la transition énergétique et environnementale d'un côté, et des matériaux spécifiques de l'autre. Ces derniers incluent l'or, les matériaux composites ainsi que les minéraux industriels qui sont par ailleurs souvent critiques dans cette transition.

Une importance grandissante de la durabilité.

Jusqu'ici, les aspects de durabilité ont été abordés d'une manière pragmatique au travers des participations ayant un impact positif sur l'environnement (Energy Solutions Group, Probiotic Group, Emulco, Newtree Impact, Battri), ou des investissements durables réalisés en leur sein, comme par exemple l'installation de panneaux photovoltaïques sur plusieurs sites (bureaux de la holding à Lasne, GFI à Bruxelles, Atima à Liège, Iso-Tech à Fleurus).

En ce qui concerne les investissements dans les autres secteurs, nous analysons toujours la politique et la sensibilité des actionnaires et du management aux aspects environnementaux, sociaux et de gouvernance. En tout état de cause, il ne peut pas y avoir de drapeau rouge.

La prochaine phase consistera à définir, suivre et mesurer un ensemble de critères ESG dans nos participations, en sachant que la directive CSRD s'appliquera en 2026 (pour l'exercice 2025). Le défi sera de collecter les données et de les automatiser pour éviter de devoir consacrer du travail exclusivement à cette tâche.

Pour la holding, l'objectif est d'être certifié « B Corp » d'ici la fin de l'année. Cela demande notamment d'adapter notre objet social, décision qui sera proposée à l'AGE. Un comité ESG a été mis en place pour aider le management sur cette thématique.

Nous remercions les équipes de nos participations qui ont oeuvré à la réalisation de leur premier reporting ESG pour notre rapport annuel. Il s'agit la d'une première base pour l'avenir.

Un objectif de doubler la valeur d'ici 5 ans.

En supposant d'une part, que les taux d'intérêt ne redescendront plus à leurs niveaux historiques, et que d'autre part, les multiples de valorisation n'ont pas le ciel pour limite, nous pensons que la création de valeur en private equity viendra essentiellement du prix d'acquisition de la participation, car il influencera la plus-value lors de la cession, ainsi que des moyens mis en place pour augmenter ses cash-flows libres.

La réussite du premier (prix) ne sera possible que moyennant des critères d'investissements stricts et des valorisations minutieuses. Le second (gestion) nécessite des participations avec certaine taille critique. Concrètement, cela implique de concentrer nos moyens sur quelques par-

\\ L'investissement dans les PMEs belges comme premier pilier d'investissements.

ticipations de taille plus importante. Les scale-ups actuellement en portefeuille doivent grandir, soit en organique, soit en faisant partie d'un ensemble plus grand pour bénéficier d'économies d'échelle.

Dans le rapport annuel de l'année dernière, nous écrivions que pour créer de la valeur, l'ANR devait augmenter chaque année en proportion de notre coût moyen pondéré du capital (WACC). Même si celui-ci fluctue en fonction de différents facteurs de marché (prime de risque, taux d'intérêt) et du niveau d'endettement des SPVs, nous pouvons l'estimer à 10%.

Même s'il est toujours risqué de s'imposer des objectifs précis, nous voulons souligner notre ambition et notre détermination. C'est ainsi qu'il a été fixé de doubler la valeur du portefeuille d'ici cinq ans, ce qui implique de réaliser un rendement annuel composé de 14,8%. En ce qui concerne la rotation du portefeuille, il est prévu de céder la moitié de celui-ci sur cette même période.

Afin d'aligner les intérêts du management avec celui des actionnaires, un système d'intéressement à long terme va être proposé sous forme d'un plan de warrants qui tiendra notamment compte de ces deux objectifs. Celui-ci sera soumis au vote des actionnaires puisque l'exercice éventuel des warrants aurait un effet dilutif.

Une augmentation de capital pour des investissements concrets.

Ces objectifs ambitieux requièrent notamment de renforcer certaines participations et en particulier GFIN. Un accord a été scellé à cette fin avec les actionnaires minoritaires pour racheter leurs participations et porter celle de Whitestone Group à 100% (vs. 56% actuellement). Cette opération devrait entraîner des conséquences positives sur le résultat net consolidé mais également sur l'ANR dès qu'elle aura été réalisée. Un renforcement dans une autre participation est également à l'étude de même qu'un nouvel investissement.

Pour réaliser ce plan d'investissements, une augmentation de capital va être soumise au vote des actionnaires avec un objectif de lever entre 15 et 25 M€. Multifin a déjà pris l'engagement de souscrire au prorata de sa participation. Le même prix a été retenu que pour l'augmentation de capital en nature fin février, à savoir 13,00 € par action. Cela représente une décote de 9% sur l'ANR au 28 février 2014. En cas de vote favorable, nécessitant l'accord de 75% des actionnaires présents ou représentés, la période de souscription s'étendra du 15 mai jusqu'au 3 juin.

Le mot de la fin

Nous remercions les équipes de la holding et des participations pour le travail accompli au cours de l'année 2023 et en ce début de 2024.

L'ambition demeure de hisser Whitestone Group parmi les meilleures holdings belges.

Nous espérons vous voir nombreux aux Assemblées Générales Ordinaire et Extraordinaire qui se tiendront le 13 mai, respectivement à 16h et à 17h au siège social de la société. Ce sera ainsi l'occasion de découvrir le nouvel espace de coworking récemment aménagé dans nos bureaux à Lasne.

Au nom du Conseil d'Administration

Gérard Lamarche
Président

Au nom du Comité Exécutif

Frédéric Pouchain
CEO

Investing
Supporting
Impacting

Whitestone Group

Mission

Soutenir principalement des PMEs en Belgique pour les développer de manière profitable et responsable.

Vision

Se hisser parmi les meilleurs et principaux holdings familiaux belges cotés au niveau de la discipline financière ou de l'impact en s'appuyant sur des actionnaires stables et de long terme.

Stratégie

Investir dans des entreprises actives dans des secteurs bénéficiant de moteurs de croissance à long terme, dont le business model est bien compris et dotées d'un management professionnel disposé à collaborer avec ses actionnaires.

Objectifs

Assurer une croissance équilibrée de la valeur du capital confié par les actionnaires en générant un Total Shareholder Return (TSR) supérieur au coût moyen pondéré du capital ainsi qu'avoir une contribution positive sur l'environnement naturel, social et humain.

En quelques dates

2012

Création de **Whitestone Partners** et de **Whitestone SICAF – SIF** au Luxembourg

2016

Investissement dans **EMAshpere** et dans **Verixi**

2018

Cession de la participiton dans **Verixi**

2019

Création de **Whitestone Partners** SRL en Belgique

Création de la joint-venture **Treestone**

Acquisition d'**Iso-tech**

2020

Prise de participation dans **European Capital Partners**

Prise de participation dans **Newtree Impact**

2021

Acquisition de **Gold & Forex International**

Prise de contrôle d'**Evadix**

Acquisition d'**ATIMA** via **Treestone**

Création de **Whitestone Group** suite à la fusion avec **Evadix**

Entrée en bourse sur le marché **Euronext Growth Brussels**

Prise de participation dans **Freedelity**

Première levée de fonds

2022

Investissement dans **Emulco** et dans **Probiotic Group**

Rachat de 4,54% additionnel de **GFIN**

Participation à la levée de fonds d'**EMAsphere**

2023

Participation à la levée de fonds de **Newtree Impact**

Prise de participation minoritaire dans **Battri**

2024 AU 31 MARS

Participations dans **ESG**, **Abbove, Feeder Santé Nutrition / Clay Capital** et **Sibelco** par apports de **Multifin** contre 37,55% du capital.

Participation à la levée de fonds de **Newtree Impact** via apport en nature de **FSN** et en numéraire.

Nos 3 piliers d'investissements

Pour Whitestone, l'humain, la matière et l'énergie sont des éléments fondamentaux qui interagissent subtilement pour façonner son fonctionnement et son développement.

L'HUMAIN

Whitestone a la volonté de soutenir le tissu industriel en Belgique en investissant dans des PMEs qui jouent un rôle majeur dans l'économie. L'humain sera aussi important que la finance dans leurs développements.

PMEs

LA MATIÈRE

Si les actifs intangibles prennent une part de plus en plus importante dans les économies, les actifs tangibles sont indispensables dans la vie au quotidien. Whitestone entend se positionner sur les matériaux spécifiques que cela soit pour leur valeur ajoutée ou valeur refuge.

Matériaux spécifiques

L'ÉNERGIE

L'énergie est un élément vital pour faire tourner les économies. La transition énergétique offre de opportunités en Europe pour réduire la dépendance aux énergies fossiles. Whitestone entend se positionner sur cette chaine de valeur.

Transition énergétique

Notre stratégie d'investissement

Portefeuille

- Portefeuille diversifié
- Gestion dynamique
- Minimum 90% de l'ANR investi dans des sociétés privées.
- Maximum 20% de l'ANR par participation (sur base de la valeur d'investissement)
- Maximum 25% de l'ANR dans des scale-ups à EBITDA positif

Cibles

- Management avec track record confirmé
- Plan de création de valeur ambitieux
- Sensibilité pour la durabilité (ESG)
- Être le bienvenu et avoir une influence
- EBITDA entre 1 M€ et 5 M€
- Montant de l'investissement entre 2,5 M€ et 10 M€
- Prise de participation majoritaire ou minoritaire
- PME locale (« One Day Trip »)

Objectifs

- TSR à deux chiffres supérieur au coût du capital
- Rigueur financière avec un endettement limité du holding (LTV ~10%)
- Couverture des frais généraux plafonnés à ~1% de l'ANR
- Distribution d'un dividende dès que possible

Un portefeuille diversifié

PMEs

European Capital Partners

FREEDELITY

abbove.

EMAsphere

EMULCO

probiotic Group

26%

Matériaux spécifiques

GFI

ATIMA-TPIM

ISO-tech

SIBELCO

40%

Transition énergétique

ENERGY SOLUTIONS GROUP

NEWTREE Impact

battri

29%

28.02.2024; 5% liquidités nettes et autres

Une approche « shareholders friendly »

Information transparente, complète et fréquente (publication ANR deux fois par an).

Réunions d'informations actionnaires et un « investor day »

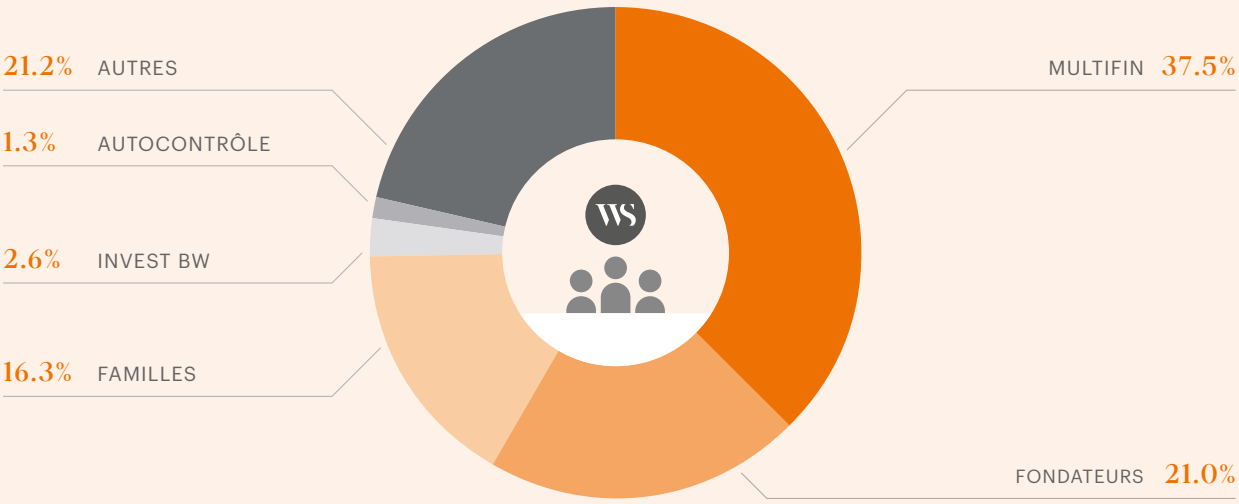
Politique de dividende dès que possible avec critères définis.

Dimension ESG grandissante avec objectif de devenir B Corp au niveau du holding

Augmentation progressive de la liquidité de l'action

Alignement intérêts actionnaires et management

Actionnariat AU 28 FÉVRIER 2024



Une dimension ESG grandissante...

Depuis sa création, mise en place d'une politique RSE avec des actions concrètes et l'ambition de progresser chaque année sur les dimensions ESG.

ESG

Environmental Social Governance

En cours de certification **B Corp** au niveau du holding

33% d'administrateurs indépendants

Mise en place d'un **Comité ESG**

1er Rapport ESG envoyés des participations

29% de l'ANR dédié à la transition Energétique

3 stagiaires universitaires formés en 2023

2 sponsoring de clubs sportifs

Contribution aux **SDGs** via nos participations:

Chiffres clés

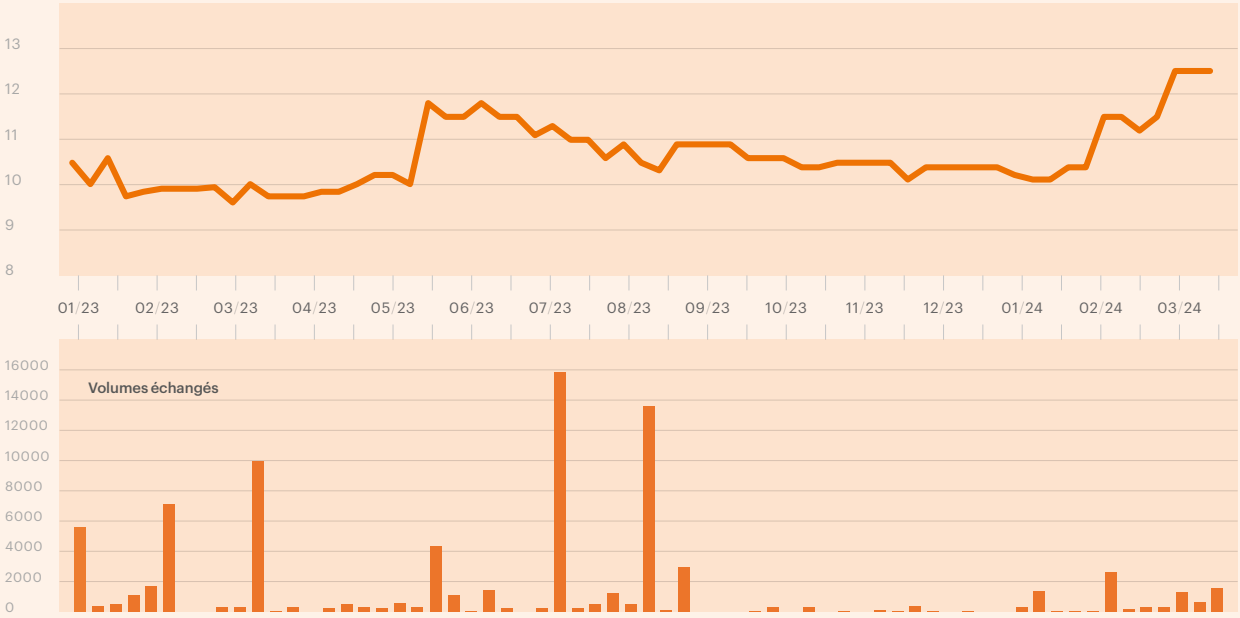
Données boursières

TICKER	Rock
PRIX (31/03/2024)	12,5 €
VOLUME SUR L'ANNÉE	777 K€*
NOMBRE D'ACTIONS	3.648.055
MARKET CAP (31/03/2024)	45,6 M€

Données financières 2023

EUR	Consolidés 31/12/2023	Statutaires 31/12/2023
CHIFFRE D'AFFAIRES	211.526.514	200.581
EBITDA	2.843.957	-600.719
RÉSULTAT D'EXPLOITATION (EBIT)	1.530.819	-645.069
RÉSULTAT NET	-806.791	-490.763
CAPITAUX PROPRES	14.462.341	14.485.951
DETTES FINANCIÈRES	5.321.031	0
LIQUIDITÉS (inclus actions propres)	5.937.065	1.751.610

Cours de bourse (28/02/2024)



*Whitestone Group est côté sur Euronext Growth. Pour plus d'information sur le fonctionnement d'Euronext Growth ainsi que sur la liquidité du titre veuillez consulter le paragraphe « Risques liés à l'illiquidité du titre Whitestone Group » dans le rapport de gestion

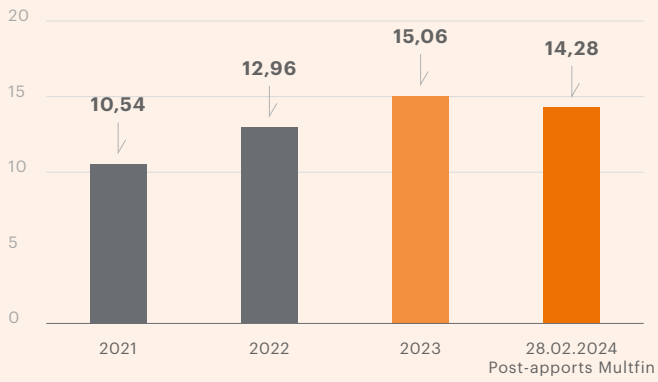
Actif Net Réévalué (28/02/2024)

Valorisation du Groupe

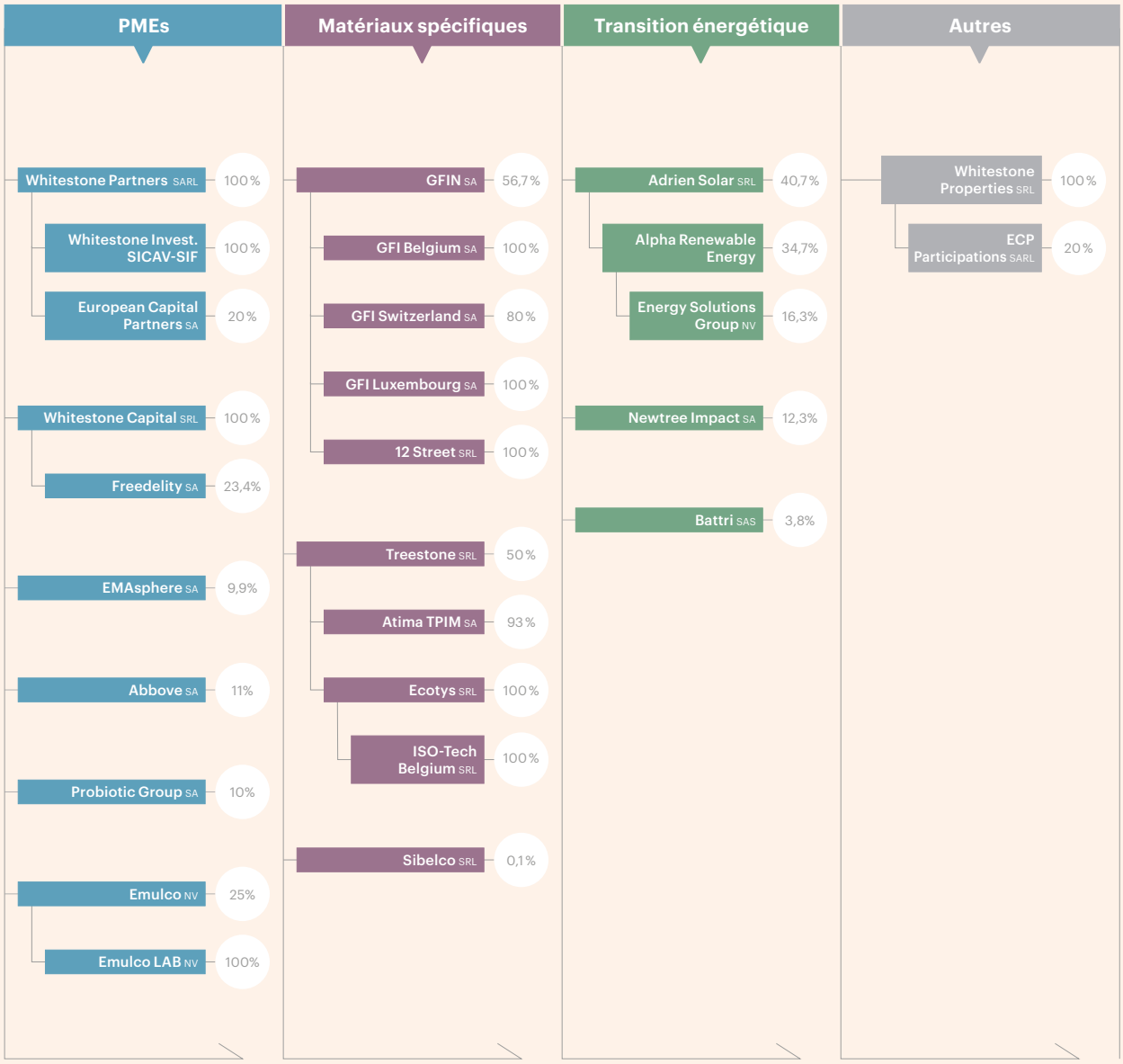
ACTIF NET RÉÉVALUÉ	52,1 M€
PAR ACTION	14,3 €

L'Actif Net Réévalué (ANR) est une mesure financière permettant d'évaluer la valeur d'un groupe en fonction de la valeur de ses actifs sous-jacents, il s'agit d'une mesure standard pour une holding. Pour plus de détails sur son évolution et méthode de calcul, veuillez-vous référer à la section « Commentaire sur l'ANR 2023 ».

Evolution de l'ANR par Action | en €



Organigramme



SECTEUR	PARTICIPATION	SIÈGE AU CA
Matériaux spécifiques	56,7%	Oui

\\ In Gold We Trust

GFI

www.gfi.gold

GFI GOLD est un courtier spécialisé dans le change de devises (« forex ») et dans l'achat/vente d'or d'investissement et de métaux (argent, platine, rhodium notamment). La Société a été constituée en 2005 et est leader en Belgique.

GFI GOLD, en sa qualité de teneur de marché est actif dans toute l'Europe à partir de son siège d'exploitation situé au cœur de Bruxelles. La Société a intégré l'ensemble de la chaîne de valeurs du métier de courtier, depuis l'achat, le stockage, la vente et la livraison afin de faciliter le processus de détention de l'or physique pour les clients.

Le groupe GFIN, actionnaire de contrôle de GFI GOLD dispose de bureaux à Bruxelles, Lasne, Genève et à Luxembourg (ouverture officielle en juin 2024).

Chiffres clés	2023	2022
CHIFFRE D'AFFAIRES	208 M€	231 M€
EBITDA	2,7 M€	2,3 M€
MARGE EBITDA (%)	1,3 %	1,0 %
NOMBRE DE PERSONNES	10	10

Evénements clés

En 2023, GFI a ouvert un bureau de représentation à Lasne en vue de mieux desservir ses clients du Brabant wallon et du Sud du pays. Un nouveau bureau situé à Luxembourg-ville devrait être prochainement opérationnel en juin 2024. La Société a continué d'investir dans des développements IT (site internet et ERP) et a accéléré ses efforts en marketing digital.

L'année 2023 a été initialement marquée par la crainte de faillites de certaines banques régionales aux Etats-Unis, craintes qui ont ravivé l'attrait pour l'or temporairement avant que la FED n'éteigne à nouveau l'incendie rapidement. Dans un environnement marqué majoritairement par une volatilité plus faible et un marché davantage « vendeur qu'acheteur » suite à des prises de bénéfices, GFI GOLD a réussi à préserver ses marges. L'or ayant atteint un nouveau pic en décembre 2023 à 2.072 USD quelques semaines après le début du conflit israelo-palestinien.

Le cours de l'or reste soutenu par les rachats massifs d'or de certaines banques centrales des BRICS comme la Chine, l'Inde ou la Russie. En 2023, plus de 800 tonnes d'or ont été rachetés par les Banques centrales des BRICS, soit +15% par rapport à 2022 (source : World Gold Council).

GFI
Gold for brilliant investment

SECTEUR	PARTICIPATION	SIÈGE AU CA
Matériaux spécifiques	50%	Oui

Your specialist in Mica insulating material

ISO-Tech

www.iso-tech.be

ISO-Tech est actif dans la vente de matériaux composites, et plus particulièrement la vente du mica, matériau offrant des propriétés électriques et thermiques exceptionnelles.

ISO-Tech travaille principalement pour 2 types de clients:
- **des entreprises sidérurgiques qui utilisent le mica comme isolant à divers endroits de leur processus de production**
- **des usineurs qui achètent du mica pour en faire des pièces usinées pour leurs propres clients. Le panel d'industries est large: moteurs électriques, hybrides hydrogène, électro-ménager, etc.**

Ces clients se trouvent un peu partout dans le monde (70% en EU, 20% en Asie et 10% en Amérique).

ISO-Tech fonctionne comme une plateforme de trading en achetant de grandes quantités avec un acheminement lent en vue d'une vente au détail avec un acheminement court. ISO-Tech dispose de sa propre unité de production à Fleurus pour la fabrication de produits combinés.

Evénements clés

En 2023, ISO-Tech a bénéficié de conditions idéales. L'approvisionnement en matières premières a été extrêmement régulier, les dépenses ont été maîtrisées, et les coûts de transports internationaux sont revenus à la normale après la crise de 2021-2022. Ces facteurs ont permis à ISO-Tech de réaliser un EBIDTA «pro-forma» dépassant les 700 k€.

De plus, l'année 2023 a été marquée par une proximité renforcée avec ses clients. Des road trips ont été organisés et ISO-Tech a participé à la GIFA, la conférence majeure dans le secteur de la sidérurgie. Cette présence soutenue sur le terrain a conduit à la fidélisation de plusieurs grands comptes.

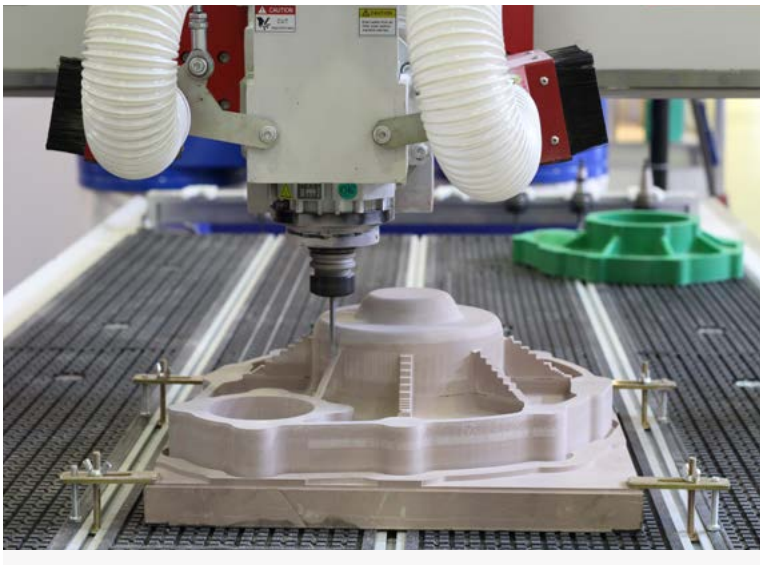
ISO-Tech a également renforcé son équipe commerciale en recrutant un nouveau collaborateur, afin d'accentuer sa présence, notamment en Allemagne et dans les pays nordiques. Sur le plan ESG, ISO-Tech a lancé un projet «GREEN» d'achat de panneaux solaires, projet concrétisé dès le début de 2024. Cela permettra de réduire l'empreinte énergétique des ateliers d'ISO-Tech d'environ 60%.

Chiffres clés	2023	2022
CHIFFRE D'AFFAIRES	2,5 M€	2,5 M€
EBITDA	757 k€*	450 k€
NOMBRE DE PERSONNES	4	4

*Corrigé des facturations de prestations des actionnaires.

SECTEUR	PARTICIPATION	SIÈGE AU CA
Matériaux spécifiques	46,5%	Oui

Give shape to your ideas in Composite Materials



Atima

www.atima-tpim.be

Evénements clés

En 2023, ATIMA-TPIM a franchi une étape majeure en emménageant dans un nouveau bâtiment à Milmort près de Liège, mettant ainsi derrière elle les défis des inondations et de la relocalisation. L'équipe soudée est désormais pleinement concentrée sur son activité principale : l'usinage de matériaux composites.

La nouvelle usine impressionne les clients et les prospects, renforçant la dynamique de l'entreprise et ouvrant de nouvelles opportunités commerciales. Un premier contrat cadre a été signé avec la SONACA, renforçant ainsi sa relation commerciale et élargissant son carnet de commandes.

Malgré l'inflation des matériaux, la situation est sous contrôle bien que les prix restent à des niveaux élevés.

Sur le plan ESG, ATIMA-TPIM a installé 450 panneaux solaires pour répondre aux besoins énergétiques, mis en place un système de recirculation de l'air chaud pour réduire les coûts de chauffage, et s'est engagé dans une certification EN-9100 / AS-9100 pour être reconnu comme entreprise « avionique » auprès des constructeurs aéronautiques.

ATIMA est actif dans l'usinage de matériaux composites de tout type offrant des propriétés exceptionnelles (faible poids, résistance à la chaleur, isolation électrique, résistance à la corrosion, aux acides, etc.) par rapport aux industries classiques de l'acier et de l'aluminium.

La Société travaille pour différents types de clients:
- **des entreprises qui ont besoin de pièces en matériau composite afin de remplir une fonction particulière dans le cadre du développement de leurs propres produits;**
- **des entreprises qui recherchent de la matière composite pour l'usiner par elles-mêmes; ATIMA jouit d'une réputation unique pour son savoir-faire et sa capacité d'usiner des pièces « hors norme ».**

En outre, ATIMA dispose de son propre matériau, WartexTM, qui est utilisé par les entreprises du monde de la sidérurgie. Ce produit est distribué partout dans le monde.

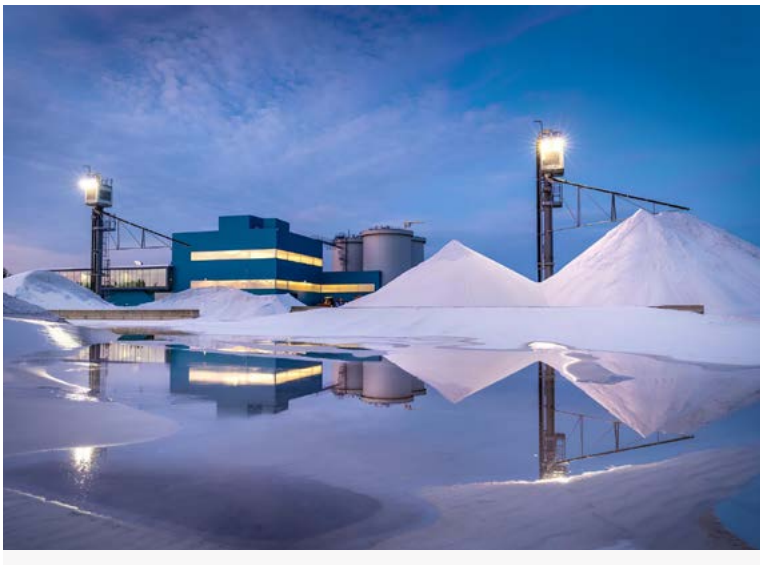
Chiffres clés	2023	2022
CHIFFRE D'AFFAIRES	2,9 M€ [1]	2,9 M€
EBITDA	310 K€	680 k€ [2]
NOMBRE DE PERSONNES	14	14

ATIMA-TPIM
Shape your design in composites

1. L'année 2023 a été marquée par le déménagement de l'usine impliquant des coûts exceptionnels et l'arrêt de l'activité pendant un mois complet.
2. Chiffre incluant un revenu exceptionnel lié à l'octroi d'un subside de la Wallonie Entreprendre pour un montant de 289 k€.

SECTEUR	PARTICIPATION	SIÈGE AU CA
Matériaux spécifiques	0,1%	Non

\\ Material Solutions Advancing Life



Sibelco, fondée en 1871, est une enteprise multinationale belge avec des activités dans 32 pays et un portefeuille multi-minéraux étendu. Elle emploie près de 5000 personnes dans le monde entier et extrait, transforme et vend des minéraux industriels tels que du sable silicieux, du quartz de haute pureté, des argiles, des feldspaths et de l'olivine. Elle est également leader dans le récyclage de verre.

Chiffres clés	2023	2022
CHIFFRE D'AFFAIRES	2 Md€	2 Md€
EBITDA	414 M€	339 M€
RENDEMENT DIVIDENDAIRE	2,40%	2,40%
NOMBRE DE PERSONNES	4.683	5.017

Sibelco

www.sibelco.com

Evénements clés

En 2023, Sibelco a marqué le début de l'année en annonçant la première phase d'expansion de sa mine de quartz haute pureté à Spruce Pine, une activité qui est désormais au cœur de ses opérations. Plus tard dans l'année, l'entreprise a également révélé la création d'une Joint-Venture avec Avalon dans le but de fournir du petalite-lithium à l'industrie du verre et de la céramique. Par ailleurs, Sibelco a cédé ses activités en Russie, qu'elle occupait depuis 2004, au groupe FSK.

Cependant, la nouvelle la plus significative pour Sibelco, annoncée en 2023 et opérée en début 2024, a été l'annonce du rachat d'actions, visant à racheter la participation détenue par les actionnaires allemands. Cette opération a vu Sibelco racheter 19% de ses propres actions pour un montant total de 610 M€ financé sur fonds propres.

SIBELCO

SECTEUR	PARTICIPATION	SIÈGE AU CA
Transition énergétique	2,3%	Non

\\ Powering the future

Energy Solutions Group (ESG) est un acteur industriel et international du secteur de l'énergie qui accélère la transition vers une énergie durable. De la valeur à long terme est créée grâce à une stratégie de croissance « buy and hold » ainsi qu'en investissant dans des infrastructures dotées de technologies reconnues dans les domaines du solaire, de l'éolien, de l'infrastructure de recharge rapide et du stockage d'énergie.

En 2023, Patronale Solar est devenue Energy Solutions Group et est devenue le plus grand producteur indépendant d'énergie verte au Benelux, gérant plus de 350 sites de production d'énergie et contribuant ainsi à la transition vers les énergies renouvelables dans la région. Leur vision future inclut l'expansion vers de nouveaux marchés et l'exploration de technologies émergentes pour un impact encore plus significatif.

Chiffres clés	2023	2022
EBITDA	59 M€	67 M€
MW INSTALLÉS	587	455
MW EN DÉVELOPPEMENT (INCL. BESS)	373	438
NOMBRE DE PERSONNES	40	18

Energy Solutions Group

www.energysolutionsgroup.be

Evénements clés

Malgré un environnement de marché plus exigeant, marqué par une normalisation des prix de l'énergie et une augmentation des taux d'intérêt, ESG a continué à faire croître son portefeuille tout en maintenant un rendement attractif sur ses nouveaux investissements. L'entreprise a non seulement augmenté sa capacité de production, mais a également élargi son champ d'action en investissant dans de nouveaux secteurs tels que l'éolien, le stockage d'énergie (BESS) et une nouvelle ligne de bornes de recharge pour véhicules électriques.

Début 2023, ESG a réalisé une levée de fonds de 70 M€ avec succès afin de financer ses divers projets de croissance. Cet investissement témoigne de la confiance des investisseurs dans son potentiel de croissance et de son engagement à long terme en faveur de la transition énergétique.

Il est également important de noter que de nombreux projets déjà financés en cours de construction ne sont pas reflétés dans l'EBITDA comptable rapporté ci-dessous.

ENERGY SOLUTIONS GROUP

SECTEUR	PARTICIPATION	SIÈGE AU CA
Transition énergétique	12,3%*	Non

Investing into the future of food

Newtree Impact

www.newtreeimpact.com

Newtree Impact est un holding d'investissement à impact est né en 2021 sur les racines de la marque Newtree et suite à la filialisation de la société de chocolat, Newtree Group SA. Au travers de sa cotation sur Euronext Access Brussels, Newtree Impact veut rendre l'investissement à impact accessible à tout un chacun.

L'entreprise investit dans des technologies agroalimentaires susceptibles de transformer la manière dont on produit et consomme notre alimentation et ceci afin de nourrir une population toujours croissante faisant face à une forte détérioration des écosystèmes. Les secteurs approchés sont toutes les alternatives aux protéines animales, les protéines végétales, les puits de carbone ou toute innovation de la chaine alimentaire offrant une meilleure solution climatique à celle préexistante.

Chiffres clés	2023	2022
ACTIFS SOUS GESTION	11 M€	6 M€
NOMBRE DE NOUVELLES PARTICIPATIONS	3	6
INVESTISSEMENTS RÉALISÉS	3,1 M€	2,4 M€
NOMBRE DE PERSONNES	4	3

Evénements clés

Newtree Impact a commencé l'année 2023 par une augmentation de capital de 4,3 M€, avec la participation principale de Noshaq et IMBC, ainsi que de Whitestone.

Pendant l'année, Newtree Impact a effectué plusieurs nouveaux investissements :

- Heura Foods : Une entreprise espagnole spécialisée dans les alternatives végétales aux produits d'origine animale.
- New School Foods : Une start-up canadienne développant du saumon à base de plantes grâce à une technologie de congélation directionnelle innovante.
- CropX Technologies : Une entreprise dynamique fournissant des solutions de gestion agricole dans plus de 60 pays. L'entreprise propose des solutions logicielles intégrées à des capteurs sans fil pour augmenter le rendement des cultures tout en préservant l'environnement.

Par ailleurs, l'équipe de Newtree Impact s'est agrandie avec l'arrivée d'un nouvel analyste d'investissement à impact. Sa mission principale est de superviser les investissements existants tout en analysant de nouveaux dossiers d'investissement.

* Augmentation du pourcentage de détention suite à la participation de Whitestone Group à l'opération de levée de fonds de Newtree Impact réalisée le 19/03/2024.

SECTEUR	PARTICIPATION	SIÈGE AU CA
Transition énergétique	3,8%	Oui

Charging towards a greener future

Battri

www.battri.co

Evénements clés

En 2023, Battri a réalisé une levée de fonds en equity de 10 M€ lui permettant d'accélérer son développement. Cette étape a permis à l'entreprise de signer le bail de sa 1ere usine, de commander ses machines et de renforcer ses équipes dans le but de lancer son site de recyclage de batteries lithium-ion à Saint Laurent Blangy en Q1 2025.

En parallèle, Battri a collecté plus de 1,500 tonnes de batteries lithium-ion à travers 7 pays européen et les a fait traiter chez ses partenaires recycleurs. L'objectif est de se positionner comme un acteur majeur de l'écosystème et de démontrer sa capacité à s'approvisionner sur un marché en pleine structuration.

Battri est une start-up basée en France spécialisée dans la collecte et le recyclage des batteries lithium-ion en Europe. S'inscrivant dans un marché du recyclage en plein essor, elle capitalise sur la transition écologique, une demande croissante des véhicules électriques mais également sur un environnement réglementaire européen favorable.

La société va développer ses propres capacités industrielles. La première usine, prévue dans la région des Haut-de-France, aura une capacité de 15 000 tonnes de recyclage de batteries pour produire de la Black Mass, poudre riche en matériaux stratégiques comme le graphite, le lithium, le cobalt et le nickel.

Chiffres clés	2023	2022
CHIFFRE D'AFFAIRES	2,8 M€	0
EBITDA	-345k€	-214k€
BATTERIES RECYCLEES	1,5kT	0
NOMBRE DE PERSONNES	5	4

SECTEUR	PARTICIPATION	SIÈGE AU CA
PME	20%	Oui

Independent management company

EUROPEAN CAPITAL PARTNERS (Luxembourg) S.A. (ECP) est une plateforme ouverte régulée par la CSSF pour la gestion de patrimoine et d'actifs.

Fondée en 2010 par des entrepreneurs, l'entreprise prend son essor en 2015 en devenant un AIFM, ouvert aux promoteurs de fonds. A compter de 2018, ECP devient une Super-Manco et peut se prévaloir de gérer des fonds UCITS et des fonds alternatifs, tout en fournissant les services MiFiD à la clientèle privée. C'est à partir de 2020 que l'entreprise se développe à l'international en ouvrant son capital social à des partenaires stratégiques suisses et belges.

European Capital Partners sert des investisseurs privés et professionnels possédant des actifs financiers cotés et non cotés. Sa culture est entrepreneuriale, holistique, réactive et flexible. L'entreprise applique au quotidien les normes professionnelles les plus exigeantes dans l'exercice de ses activités.

Chiffres clés	2023	2022
CHIFFRE D'AFFAIRES	4,1 M€	2,3 M€
EBITDA	300 k€	77 k€
ACTIFS SOUS GESTION	1.750 M€	1.100 M€
NOMBRE DE PERSONNES	34	15

European Capital Partners

www.europeancapitalpartners.lu

Evénements clés

L'année 2023 marque un tournant majeure pour ECP suite à l'onboarding de plusieurs gestionnaires de fortune pour un montant de plus de 550M€ d'actifs sous gestion à la fin d'année, générant un chiffre d'affaires de 1,6 M€.

L'activité Asset Management a également été soutenue par le lancement de 2 compartiments supplémentaires (« Short Term Bond Fund » en devise EUR et USD) dans le fonds maison Strategic Selection Fund.

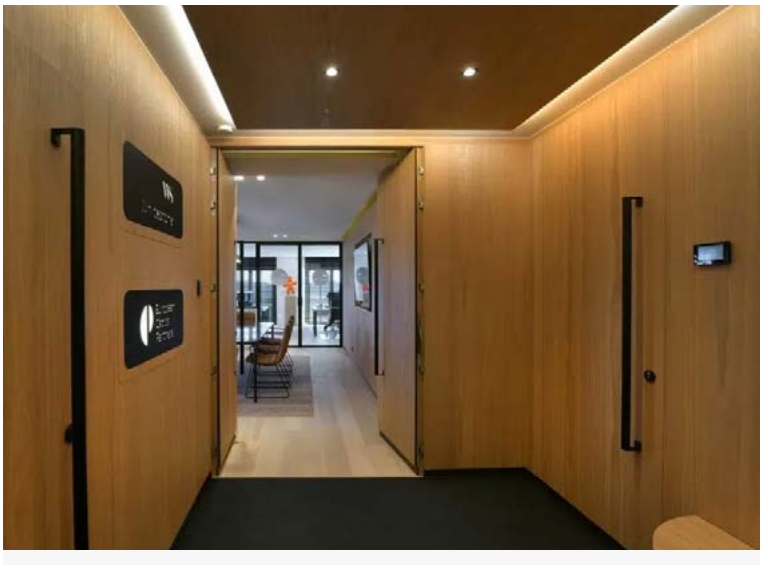
L'activité Asset Servicing a continué de s'accroitre durant l'année avec une augmentation de 19 % des revenus générés.

ECP a également déménagé dans ses nouveaux bureaux situés à Strassen et a ouvert un bureau supplémentaire à Lasne début 2024, principalement pour répondre à la croissance significative de son équipe et de sa clientèle basées en Belgique.

European Capital Partners

SECTEUR	PARTICIPATION	SIÈGE AU CA
PME	100%	Oui

Invest different



Whitestone Partners

Fondée en 2012, la filiale Whitestone Partners constitue la partie historique de Whitestone Group à savoir la gestion d'actifs cotés. Celle-ci a été installée au Grand-Duché de Luxembourg pour son écosystème autour de la gestion de fonds qui est le deuxième plus important au monde après les Etats-Unis.

Cette société agit comme General Partner de la SICAV-SIF Whitestone Investments qui comprend le compartiment Absolute Return & Multi Assets (ARMS), fonds mixte (actions, obligations, or et cash) avec une stratégie plutôt défensive.

Chiffres clés	2023	2022
CHIFFRE D'AFFAIRES	715 K€	355 K€
EBITDA *	514 k€	77 k€
ACTIFS SOUS GESTION	30 M€	31 M€
NOMBRE DE PERSONNES	1	1

* Avant interco

Evénements clés

En 2023, les marchés financiers ont connu de fortes hausses, particulièrement aux Etats-Unis où les « magnificient 7 », boostées par l'IA, ont porté le marché. Le compartiment ARMS a affiché une hausse de 11,6%, une belle performance aux vues de l'aspect défensif du portefeuille et l'absence d'actions « tech ». Le compartiment LEGS a quant à lui affiché une hausse de 8%. Cette performance est plus mitigée mais s'explique par sa stratégie d'investir dans des holdings qui ont globalement sous-performé depuis 2022. Afin de faciliter le processus de gestion et de réduire les coûts fixes des prestataires tiers, LEGS va être fusionné dans ARMS fin avril 2024.

Les performances sur ARMS ont permis de percevoir pour la première fois une commission de performance, ce qui explique l'augmentation des revenus en 2023. Si celle-ci est calculée sur base d'une performance en absolu, qui doit notamment être supérieure à 5% sur l'année, la performance en relatif a aussi été très bonne puisque ce compartiment a battu ses benchmarks sur ces trois dernières années.

L'année 2024 a bien commencé avec des performances en ligne avec le marché européen.

SECTEUR	PARTICIPATION	SIÈGE AU CA
PME	23,4%	Oui

Your retail accelerator

Depuis sa création en 2010, Freedelity accompagne les acteurs du secteur du retail dans la collecte, la tenue à jour et le traitement de données personnelles avec une double approche : la prise en compte des besoins et projets des distributeurs d'une part, mais également de ceux des consommateurs soucieux d'obtenir un maximum de transparence quant au traitement de leurs données personnelles.

A ce jour, les solutions sont déployées dans près de 800 commerces, tels que MediaMarkt, Broze, Pizza Hut, Trafic, Delitraiteur, Prik&Tik, Comptoir des vins, Tournesols, Bongo, Intermarché, Hairdis...

Freedelity touche pas moins de 7,2 millions de belges via au moins un de ses partenaires, et enregistre plus de 25 millions de tickets par an.

Chiffres clés	2023	2022
CHIFFRE D'AFFAIRES	2,9 M€	3,2 M€
REVENU RÉCURRENT ANNUEL	2,7 M€	2,5 M€
EBITDA	550 k€	697 k€
NOMBRE DE PERSONNES*	9	9

* En enquivalent temps plein

Freedelity

www.freedelity.com

Evénements clés

L'année 2023 a été bien chargée notamment suite au déploiement du système de carte de fidélité dans l'ensemble des points de vente Mestdagh repris par Intermarché mais dont les effets ne se reflèteront que dans les chiffres de 2024.

Sur le plan commercial, le portefeuille de prospects est encourageant que ce soit au niveau des clients « retail » ou autres sachant que dans le secteur de la distribution le cycle de vente est long puisqu'il implique plusieurs départements.

Des pistes de développement à l'international, qui est un des objectifs de 2024, semblent prometteuses.

L'ensemble des KPI opérationnels du système tels que les ventes mensuelles liées aux programmes de fidélité et les mises à jour des eID continuent de progresser mois après mois. A titre d'exemple, 1,5 million de cartes d'identité ont été lues et mises à jour en décembre dernier démontrant que ce type d'utilisation est entré dans les habitudes des consommateurs belges.

Si la hausse des revenus récurrents a été presque conforme au budget, l'EBITDA affiche une baisse à cause d'éléments non récurrents.

FREEDELITY

SECTEUR	PARTICIPATION	SIÈGE AU CA
PME	9,9%	Oui

La plateforme de Reporting pour les financiers qui veulent éviter les erreurs et gagner du temps

EMAsphere, scale-up wallonne, édite une plateforme de reporting pour les financiers qui veulent gagner du temps. Lancée en 2015, EMAsphere a pour mission d'offrir aux CFOs un reporting à jour et à portée de main afin qu'ils/elles puissent enfin se concentrer sur l'analyse de la performance de leur entreprise. La plateforme EMAsphere se connecte automatiquement à tous les logiciels de l'entreprise - système comptable, CRM, ERP, RH - et structure les données en tableaux de bord et indicateurs de gestion financiers et non-financiers.

EMAsphere offre aussi des fonctionnalités d'expertise telles que la consolidation de gestion, les analytiques, le suivi de trésorerie, et la création de budgets et prévisions. La société compte aujourd'hui plus de 60 collaborateurs, situés en Belgique et en France et est déjà plébiscitée par plus de 10 000 entreprises.

Chiffres clés	2023	2022
CHIFFRE D'AFFAIRES	4,6 M€	4,1 M€
REVENU RÉCURRENT ANNUEL	3,7 M€	3,2 M€
EBITDA	-2,3 M€	-2,7 M€
NOMBRE DE PERSONNES	59	63

EMAsphere

www.emasphere.com

Evénements clés

EMAsphere a poursuivi son développement en 2023 et a franchi de nouvelles étapes importantes. Tout d'abord, la société a établi des partenariats stratégiques clés, s'associant notamment à BNP Paribas en France et en Belgique, et ajoutant le Luxembourg avec BGL. L'objectif reste de fournir aux clients des informations précises en temps réel pour optimiser leurs résultats.

En outre, EMAsphere a introduit un modèle freemium, permettant aux entreprises d'accéder gratuitement à un aperçu de leurs principaux indicateurs financiers. Cette version a été déployée en Belgique, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni. Pour ce qui est des produits, EMAsphere continue d'innover avec de nouvelles fonctionnalités et des connecteurs supplémentaires, garantissant ainsi à ses clients une solution pérenne pour la collecte et la structuration des données, en intégrant notamment des technologies telles que l'intelligence artificielle.

La quête de nouveaux partenariats stratégiques demeure une priorité pour EMAsphere, illustrant son engagement continu à répondre aux besoins changeants de ses clients.

EMAsphere

SECTEUR	PARTICIPATION	SIÈGE AU CA
PME	11%	Oui

Transcending the conventional view of wealth management

Abbove propose une plateforme technologique dédiée à la gestion patrimoniale, réunissant familles, conseillers et experts autour d'une base commune de données patrimoniales complète et dynamique. Facilitant la centralisation des informations, les échanges et la définition d'objectifs, la plateforme permet aux professionnels du conseil d'analyser les données, d'effectuer des simulations et de formuler des recommandations personnalisées grâce à des outils intégrés, afin d'offrir à chaque client les solutions et les stratégies les mieux adaptées à ses besoins.

Bien plus qu'un simple outil collaboratif, la plateforme Abbove est conçue pour s'intégrer harmonieusement à différents écosystèmes de gestion de patrimoine, facilitant ainsi son déploiement à l'échelle européenne.

Adoptée tant par les grandes institutions financières, telles que les banques privées, que par les structures spécialisées comme les family offices, la technologie Abbove répond à la volonté de ces organisations d'offrir un service d'accompagnement patrimonial holistique, efficace et sur mesure à leurs clients.

Chiffres clés	2023	2022
EBITDA	550 k€	193 k€
NOMBRES DE PERSONNES	13	16

Abbove

www.abbove.com

Evénements clés

Abbove clôture l'année 2023 avec un EBITA de 550K€, enregistrant une progression de 185% par rapport à l'année précédente. Le nombre d'organisations utilisant la technologie Abbove est resté relativement stable (+7%) en 2023, tandis que les revenus mensuels récurrents générés par celles-ci ont augmenté de 21% sur l'année.

La société a principalement concentré ses efforts sur l'augmentation de l'engagement de ses utilisateurs à travers des initiatives telles que le développement de la version mobile de son interface, la connexion automatisée des comptes bancaires à la plateforme et le développement d'alertes-notifications patrimoniales. Abbove a également poursuivi ses efforts d'internationalisation de son modèle de données en s'adaptant aux particularités patrimoniales françaises et luxembourgeoises, ouvrant ainsi la voie à l'accélération des ventes dans ces régions.

D'importants investissements ont également été consacrés à l'amélioration continue de l'application, des procédures de test automatisés, de sa sécurité et de son infrastructure. Cela s'est concrétisé par le renouvellement de sa certification ISO27001, la préparation de la certification ISAE 3000 et la mise en place d'un Security Operations Center 24/7.

abbove.

SECTEUR	PARTICIPATION	SIÈGE AU CA
PME	10%	Oui

Quand la science se passionne pour la nature

Probiotic Group

www.probiotic-group.com

Probiotic Group recherche, développe, conçoit, produit et distribue des produits d'hygiène et de soins à base de technologie probiotique.

Entreprise biotechnologique de pointe et acteur unique dans son secteur, Probiotic Group s'adresse tant au secteur B2B que B2C en réalisant une personnalisation de masse des solutions et en veillant au meilleur équilibre entre efficacité, prix et durabilité.

Forte d'une expertise reconnue par des acteurs de renoms, la Société développe des produits dont les vertus sont démontrées et prouvées scientifiquement et représentent une alternative aux produits chimiques traditionnels. Les produits conçus permettent de couvrir tout l'environnement externe auquel nous sommes quotidiennement confrontés, tant pour l'homme que pour les animaux.

Chiffres clés	2023	2022
CHIFFRE D'AFFAIRES	672 k€	500 k€
EBITDA	-1,4 M€	-1,2 M€
NOMBRE DE PERSONNES	22	23

Evénements clés

L'année 2023 a confirmé la transition opérée par Probiotic Group pour aller vers un modèle Private Label à plus gros volumes et service R&D pour comptes de tiers, tout en augmentant les volumes de ventes de sa marque phare Provilan. Pour cette dernière, un recentrage de la gamme a eu lieu pour se focaliser sur les produits à succès et optimiser l'allocation des ressources.

Parmi les nouveaux clients acquis, nous pouvons mentionner Orkla et sa marque OMO. Un lancement fructueux en 2023 offre de belles perspectives pour 2024. Probiotic Group a également convaincu un groupe FMCG d'importance de lui faire confiance pour transformer son pipeline produit ainsi qu'un acteur d'outils de nettoyage de premier plan d'innover ensemble. L'intérêt pour les solutions microbiennes gagnent en intensité sur le marché avec des acteurs de poids dans la chimie de spécialité qui ont marqué un intérêt de collaborer avec Probiotic Group. Les premiers résultats de tels partenariats sont attendus dans le Q2-2024.

SECTEUR	PARTICIPATION	SIÈGE AU CA
PME	25%	Oui

Full service provider for high end emulsions

Emulco

www.emulco.com

Evénements clés

2023 fut une année remplie de défi pour Emulco. En effet, à cause de cycle de vente long, un secteur du bois en ralentissement et une règlementation pas encore assez contraignante, Emulco n'a pas réussi à réaliser ses objectifs de croissance. De plus, la perte indirecte d'un client important chez l'un de nos distributeurs a également eu un impact négatif sur les volumes vendus en 2023.

Cependant, la technologie proposée par la société demeure innovante et prometteuse, comme l'ont souligné de nombreux tests effectués par des clients potentiels en phase d'implémentation industrielle. D'autres projets de collaboration technico-commerciale ont également abouti, en particulier dans la transformation de produits minéraux en produits d'origine biosourcée. De nombreuses multinationales sont actuellement en phase de test, et l'adoption des solutions d'Emulco dans leurs produits pourrait générer des volumes importants pour l'entreprise. Néanmoins, il est difficile d'estimer avec précision le moment de cette croissance.

Nous restons donc convaincu du potentiel d'Emulco en tant que leader mondial dans les émulsions industrielles bio malgré un démarrage plus lent que prévu.

Localisé dans le port de Gand, Emulco emploie une dizaine de personnes. Elle offre un one stop shopping du laboratoire à la production, en passant par le pilote. L'entreprise propose également du travail-à-façon, que ce soit pour des petites ou des grandes quantités de produits finis. Des années de recherche spécifique ont permis à Emulco de mettre au point une technologie de production innovatrice et compétitive dans le domaine des émulsions aqueuses, principalement à base d'ingrédients naturels pour remplacer les émulsions d'origine pétrolière.

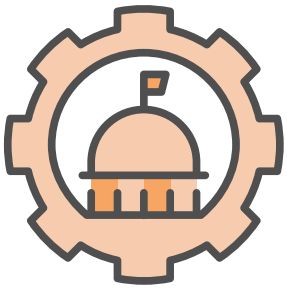
Les principaux débouchés de ces émulsions bio se retrouvent actuellement dans le secteur du panneau de bois laminé et des emballages papier pour le contact alimentaire, en remplacement les emballages plastiques. De nombreuses autres applications font jour, particulièrement dans l'environnement législatif actuel et avec la demande croissante de produits naturels.

Chiffres clés	2023	2022
CHIFFRE D'AFFAIRES	1,1 M€	1,3 M€
EBITDA	-941 k€	-660 k€
VOLUME PRODUIT	1,0 kT	1,1 kT
NOMBRE DE PERSONNES	6	6

Responsabilité sociétale

Environmental

Social



Governance

Par anticipation de la réglementation CSRD qui sera applicable à Whitestone Group dans deux ans (2026 - exercice 2025), l'inclusion d'un reporting extra-financier portant sur la dimension ESG (Environnement, Social, Gouvernance) des activités du groupe a été initiée dans le rapport annuel 2022.

Ce processus itératif est destiné à être amélioré. Chacune des participations a accepté de fournir des informations en ce sens sur base d'une grille commune et d'indicateurs précis.

La durabilité est une dimension croissante au sein du groupe mais déjà pleinement intégrée dans notre la stratégie d'investissement.

En tant qu'investisseur influent, Whitestone Group se veut vecteur de prises de conscience et acteur du changement. Cela se traduit notamment par l'intégration de critères ESG dans le processus d'analyse, dans le suivi des investissements, et encore de manière plus concrète, mais aussi par l'affectation d'un des trois piliers d'investissement à la transition énergétique et environnementale.

Pour intégrer toutes ces volontés au cœur de la gouvernance du groupe, s'auto-challenger et se hisser parmi les pionniers, Whitestone Group a initié le processus de certification B Corp au niveau du holding. Une première évaluation positive a été obtenue et l'audit final est envisagé pour fin 2024 ou début 2025 en fonction du délai d'attente. L'obtention du label requiert notamment l'inclusion dans l'objet social de la société de la phrase suivante :

> \\ **La Société entend également générer un impact social, sociétal et environnemental positif et significatif dans l'exercice de ses activités.**

Cette résolution sera soumise à l'approbation des actionnaires lors de l'assemblée du 13 mai 2024.
Les sections ci-dessous détaillent toutes les initiatives prises au niveau du groupe et des sociétés en portefeuille en matière ESG.

\\ 1 Environnement

Whitestone Group cherche à investir dans des entreprises dont l'activité contribue principalement à la transition énergétique et environnementale. Au-delà d'obtenir un retour sur investissement, c'est un réel impact positif sur la société qui est recherché. L'objectif est de mettre les capitaux et compétences du Groupe au service d'entreprises et de technologies innovatrices et prometteuses dans la décarbonation.

Le pilier « transition énergétique et environnementale », représente actuellement 29% de l'ANR et se compose des sociétés suivantes :

Energy Solution Group est le plus grand producteur indépendant d'énergie verte, principalement solaire, du Benelux avec plus de 350 sites. Il étend ses activités vers les batteries de stockage et l'installation de bornes électriques.

Newtree Impact est un holding d'investissement est un holding d'investissement actif dans le secteur agro-alimentaire qui soutient les initiatives à impact sur les émissions de gaz à effet de serre et la déforestation. Il investit notamment dans des sociétés innovantes dans le secteur de l'agri-/food-tech qui agit durablement pour réduire ces effets négatifs.

Battri vise à recycler les batteries lithium-ion en les transformant en blackmass dont les différents composants métalliques seront ensuite revalorisés.

Outre l'allocation d'une partie du portefeuille à ce secteur, Whitestone Group incite ses participations, et leur offre son aide, pour réduire leur empreinte carbone. Le tableau ci-dessous résume les initiatives concrètes:

WHITESTONE GROUP	→ Installation de panneaux solaires et éclairage LED → Installation d'une borne de recharge rapide pour VE → Installation de fontaines à eau de ville – réduction drastique des déchets → Instauration d'une politique paperless rigoureuse en interne
GFI	→ Panneaux solaires, éclairage LED, pompe à chaleur. → Plan Mobilité avec une transition du parc automobile vers l'électrique/hybride
ISO-TECH	→ Transition du parc automobile vers l'électrique/hybride → Installation de panneaux solaires
FREEDELITY	→ Transition du parc automobile vers l'électrique/hybride → Bâtiment remis à neuf afin de réduire les consommations
ATIMA	→ Construction d'une nouvelle usine passive (isolation, récupération chaleur des machines) → Installation panneaux solaires et pompe à chaleur → Transition du parc automobile vers l'électrique/hybride.
EMULCO	→ Recyclage de l'eau → Entrepôt de stockage totalement alimenté par des panneaux solaires
SIBELCO	→ Augmentation de l'utilisation d'énergie renouvelable et réduction de la consommation → Objectif que 69% de ses fournisseurs et clients réduisent leurs émissions de CO2 issues du transport en amont et de la distribution → Engagement de réduire ses émissions de gaz à effet de serre des catégories 1 et 2 de 5% par an entre 2021 et 2030

\\ 2
Social

Une équipe soudée

La réussite de nos mission, vision et stratégie repose notamment sur les équipes. Cette dépendance est encore plus importante dans les petites entités car chaque individu exerce un impact significatif sur son fonctionnement et sa performance. L'engagement, l'expertise et la motivation de chacun jouent un rôle majeur dans la création de valeur du groupe.

En investissant dans des PME, WG soutient ses entrepreneurs. En tant qu'actionnaire actif, ses collaborateurs développent une relation étroite avec les équipes de ses participations et encouragent un environnement de confiance et de transparence dans lequel tout peut, et doit, se dire.

Parallèlement, WG catalyse les synergies entre les dirigeants des participations pour collaborer sur des sujets communs et des opportunités commerciales.

Une promotion de la formation continue

Afin d'attirer et de maintenir ses talents, WG cultive un environnement de travail épanouissant, dynamique et serein qui favorise le développement individuel et collectif. L'accès à la formation continue est encouragé tant dans un but de développement personnel qu'en termes de connaissance professionnelles. Le financement du programme CFA est notamment pris en charge pour les collaborateurs désireux de passer la certification.

Cette philosophie est également distillée au sein des participations où de nombreuses formations sont organisées pour le personnel (langues, IT, secteur).

Une attention particulière au bien-être du personnel

L'équilibre entre vie professionnelle et vie privée de notre équipe est une priorité. Nos collaborateurs jouissent d'une autonomie et d'une responsabilisation totales que ce soit en matière de télétravail ou d'aménagement des horaires. Malgré cette flexibilité offerte, l'enthousiasme et la bonne ambiance quotidienne amènent les collaborateurs à être majoritairement présents au bureau et ce sans compter leurs heures.

La rénovation et l'aménagement de nos bureaux y contribuent certainement avec depuis peu un nouvel espace de coworking. Celui-ci abrite un bureau de deux de nos participations, GFI et ECP, un openspace et un espace lounge qui contribuent à augmenter les échanges dans une ambiance moderne et chaleureuse.

Conscients de l'importance de la bonne santé physique et psychique de nos collaborateurs, nous soutenons et prônons la pratique du sport, individuel ou en équipe, y compris pendant les heures de bureaux même si ce n'est pas toujours évident de libérer du temps.

Notre devise « travailler sérieusement sans se prendre au sérieux » résume parfaitement notre culture d'entreprise.

Un soutien aux universités et association locales

Tout au long de l'année, WG accueille des stagiaires universitaires et veille à leur offrir une première expérience de terrain de qualité dans le monde de l'entreprise et du private equity en particulier. Ces étudiants, qui apportent un soutien non négligeable à l'équipe, sont considérés comme des membres à part entière de celles-ci et bénéficient d'un encadrement permanent.

Le soutient à des associations locales est également un élément important de notre engagement sociétal. C'est ainsi qu'un sponsoring financier a été octroyé au rugby club de la Hulpe, au Rookies hockey club de Rhode-Saint-Genèse, à une équipe de cyclistes amateurs, ou encore à une conférence sur l'économie verte et sociale organisée par le Rotary Club de Braine l'Alleud.

\\ 3
Gouvernance

Pour WG, la gouvernance est un critère essentiel dans tout investissement et se formalise par la négociation et la mise en place systématique d'une convention d'actionnaires. Cette convention peut porter sur des matières réservées en cas de position minoritaire et/ou une place au conseil d'administration.

Les « best practices » imposées à nos participations s'appliquent également en amont au niveau du holding. C'est dans ce cadre qu'un nouveau modèle de gouvernance a été mis en place à la suite de l'entrée de Multifin au capital de WG. Cette adaptation vise à séparer les rôles d'administrateur et d'exécutif.

Les CEO de WG et de GFI ont dès lors démissionné de leur mandat d'administrateur et prennent dorénavant part à un Comité Exécutif et un Comité d'Investissement. En outre, un Comité d'Audit et Finance et un Comité ESG ont été instaurés et viennent renforcer le Comité des Rémunérations et des Nominations déjà existant.

De plus amples informations concernant la gouvernance de la société sont disponibles dans la charte de gouvernance publiée sur le site internet de la société.

Le tableau ci-dessous présente les indicateurs de diversité au sein du Conseil d'Administration du holding et de ces participations :

	Range Participations	WG
% d'administrateurs indépendants au CA	de 0% à 43%	33%
% de femmes au CA	de 0% à 17%	22%
% administrateurs entre 30 et 50 ans	de 0% à 67%	22%
# de nationalités	de 1 à 5	2

\\ 4 Cartographie des participations selon les « Objectifs de Développement Durable »

Au travers de ses investissements, Whitestone Group participe à la réalisation des Objectifs de Développement Durables (ODD) établis par les Nations Unies. Le tableau ci-dessous détaille la contribution de ses participations à ces différents ODD :

Newtree Impact

Newtree Impact
Probiotic Group

Battri
Energy Solutions Group

Battri
Energy Solutions Group
ISO-Tech
Emulco
Probiotic Group
Atima TPIM

Newtree Impact
Battri
Probiotic Group
Emulco
Sibelco

Battri
Energy Solutions Group
Probiotic Group
Sibelco

Newtree Impact
Emulco

Gouvernance & Equipe

Le Conseil d'administration

Whitestone Group a une structure de gouvernance dite « moniste » avec un Conseil d'Administration ayant le pouvoir d'accomplir les actes nécessaires ou utiles à la réalisation de l'objet de la Société, à l'exclusion de ceux que la loi réserve à l'assemblée générale. Il se réunit au moins quatre fois par an.

→

Il est composé actuellement de 9 membres :

Gérard Lamarche
Administrateur & Président / AGO 2028

OBA Management SA, représenté
par **Philippe Masset**
Administrateur indépendant & Vice-Président
AGO 2025

Valentine de Pret
Administratrice / AGO 2028

Alternadyve SRL, représenté
par **Antoinette d'Yve de Bavay**

Administratrice indépendante / AGO 2025
Invest.BW SA, représenté
par **Pierre de Waha-Baillonville**
Administrateur / AGO 2025

NAM Invest BV, représenté
par **Maximilien d'Oreye de Lantremange**
Administrateur / AGO 2025

Agropellets SRL, représenté
par **Jean-François Gosse**
Administrateur indépendant / AGO 2025

Olivier Pirotte
Administrateur / AGO 2025

Jean-Christophe Staquet
Administrateur / AGO 2025

AUTRES COMITÉS

Comité Audit et Finances | **CAF**

Il élabore un dispositif de contrôle interne et de gestion des risques, s'assure de son suivi ainsi que du suivi du processus d'élaboration de l'information financière. Il se réunit selon les besoins et au minimum à chaque clôture des comptes.

→

Olivier Pirotte / Président
Jean-François Gosse / Membre
Philippe Masset / Membre

Comité ESG | **CESG**

Il est présidé par un administrateur désigné par le conseil d'administration. Les aspects suivants sont notamment traités par le Comité : gestion des conflits d'intérêts, préparation du rapport ESG, supervision de la stratégie ESG mise en œuvre par les filiales. Il se réunit selon les besoins au minimum 2 fois par an.

→

Valentine de Pret / Présidente
Antoinette d'Yve de Bavay / Membre
Philippe Masset / Membre
Jean-Christophe Staquet / Membre

Comité Rémunérations et Nominations | **CRN**

Il est présidé par le président du Conseil d'Administration. Les aspects nomination et rémunération à considérer sont les suivants: nomination et rémunération des managers exécutifs, benchmarking des rémunérations des managers et des administrateurs, évaluation des performances des managers, plans de succession des managers et des CEO des participations, programme de développement des talents et de la promotion de la diversité, auto-évaluation et composition du conseil. Ce comité se réunit selon les besoins et au minimum 1 fois par an.

→

Gérard Lamarche / Président
Maximilien d'Oreye de Lantremange / Membre
Jean-François Gosse / Membre

Comité Exécutif

Le conseil d'administration fixe le nombre de membres du Comité Exécutif (« Comex ") et désigne les membres sur proposition faite par le CEO au Comité de Nomination et de Rémunération. Il est composé de minimum trois membres, non-administrateurs. Il est présidé par le CEO et se réunit au minimum deux fois par mois. Le Président du Conseil y est convié.

→

Frédéric Pouchain / Président
Sandro Ardizzone / Membre
Antoine Duchateau / Membre

Comité d'investissement

Sa composition est arrêtée par le Comité exécutif et il est présidé par le CEO. Il a pour mission d'identifier, d'analyser, de négocier et de préparer les investissements qui seront présentés au Conseil d'Administration pour décision. Il veille à la bonne exécution des décisions d'investissements et de désinvestissements.

→

Frédéric Pouchain / Président
Sandro Ardizzone / Membre
Antoine Duchateau / Membre
Martin Collier / Membre
Invité(s) spécifique(s) en fonction du secteur étudié
Administrateur et/ou externe

Rémunération des mandats d'administrateur

L'entreprise a revu les rémunérations de ses administrateurs en tenant compte de leurs rôles dans les différents comités sur la base d'un benchmark réalisé par Guberna.
Les rémunérations présentées ci-dessous seront proposées à la prochaine assemblée générale du 13 mai 2024.

	FONCTION	ANCIEN MONTANT	MONTANT PROPOSÉ	MODALITÉ DE PAYEMENT
Gérard Lamarche	Président CA Président CRN	N.A.	50.000 €	STOCK OPTIONS
OBA Management SA, représenté par **Philippe Masset**	Vice-président CA Membre CAF & CESG	24.000 €	25.000 €	CASH
Alternadyve SR, représenté par **Antoinette d'Yve de Bavay**	Administratrice Membre CESG	8.000 €	15.000 €	CASH
Agropellets SRL, représenté par **Jean-François Gosse**	Administrateur Membre CAF & CRN	8.000 €	20.000 €	CASH
Valentine de Pret	Administratrice Présidente CESG	N.A.	17.500 €	STOCK OPTIONS
Invest.BW SA, représenté par **Pierre de Waha-Baillonville**	Administrateur	NON RÉMUNÉRÉ	10.000 €	CASH
NAM Invest BV, représenté par **Maximilien d'Oreye de Lantremange**	Administrateur Membre CRN	NON RÉMUNÉRÉ	15.000 €	CASH
Olivier Pirotte	Administrateur Président CAF	NON RÉMUNÉRÉ	17.500 €	STOCK OPTIONS
Jean-Christophe Staquet	Administrateur Membre CESG	N.A.	15.000 €	STOCK OPTIONS
TOTAL		**40.000 €**	**185.000 €**	

Equipe opérationnelle du holding

Frédéric Pouchain
CEO
Membre du comité exécutif et du comité d'investissement
Ingénieur Commercial & CEMS Master (LSM/UCL) – MBA
Chicago Booth school of business
Exxon – McKinsey – CNP

Sandro Ardizzone
CEO de GFI(N)
Ingénieur de gestion (Solvay/ULB)
Master en droit fiscal européen, ESSF
Analyste Financier, ABAF
Arthur Andersen, Engie, CNP

Antoine Duchateau
Membre du comité exécutif et d'investissement
Ingénieur Commercial & CEMS Master (LSM/UCL)
Deloitte

Martin Collier
Membre du comité d'investissement
Ingénieur Commercial (LSM/UCL)

Sandrine Grass
Office Manager
Executive Master Degree HR (ICHEC)
CNP

Commentaires sur l'ANR 2023

1 Actif Net Réévalué

L'Actif Net Réévalué (ANR) est une mesure financière permettant d'évaluer la valeur d'un groupe en fonction de la valeur de ses actifs sous-jacents. Il se calcule en additionnant les différentes valeurs de ses actifs et en y soustrayant les dettes financières nettes du groupe.

En cas de cotation sur un marché public, on peut diviser l'ANR par le nombre d'actions du groupe pour le comparer au cours de bourse. En cas de différence négative, on parlera d'une décote de holding et d'une surcote dans le cas contraire.

Notre méthodologie pour calculer cette valorisation est détaillée dans la charte de valorisation en annexe. En résumé :

- les valeurs de sociétés en cash-flow positifs sont pondérées sur base de 3 méthodes : les comparables, les cash-flow actualisés et la valeur de la dernière opération capitalistique.
- L'ensemble des business plans utilisés pour les modèles de cash-flow actualisés ont été validés et ajustés avec le management des participations.
- les sociétés n'étant pas encore en cash-flows positifs sont gardées à leur valeur d'investissement (pour une durée de 2 ans).

Pour la méthode des comparables et des cash flows actualisés, une décote d'illiquidité et de taille, est prise en compte suivant les standards de marché.

Bien que l'ANR du groupe soit présenté au 31/12/2023, nous avons intégré l'impact de l'augmentation de capital en nature approuvée lors de l'assemblée générale de Whitestone Group du 28/02/2024 dans la présentation de l'ANR du groupe. Les nouvelles participations apportées ont été valorisées sur la base de leur valeur d'apport au 28/02/2024, laquelle a été déterminée en tenant compte du rapport indépendant établi par ING Belgique Corporate Finance, mandaté par le conseil d'administration de Whitestone Group. Les méthodes suivantes ont été utilisées pour déterminer la valeur des apports :

DÉNOMINATION DE LA SOCIÉTÉ	% du capital	Montant de l'apport de Multifin SA	Méthodes de valorisation
Actions Adrien Solar SRL (qui porte la participation dans Energy Solution Group via Alpha Renewable Fund)	40,7% de Adrien Solar qui détient 34,7% de Alpha Renewable Fund qui possède 16,3% de ESG, soit 2,31% de ESG en transitif	12.284.746 €	1. Fourchette de valorisation basée sur des multiples : – boursiers : EV/EBITDA'23e, '24e et '25e) ; EV/ Megawatt – et de transactions (EV/ Megawatt) 2. Vérification avec la valeur de l'investissement d'Adrien Solar (augmentation de capital en 2023) qui correspond au milieu de la fourchette. 3. Clause d'ajustement de la valeur de l'apport si la prochaine augmentation de capital devait se faire à une valeur inférieure à celle-ci.
Actions Abbove SA	11%	1.000.030 €	Dernière transaction en mars 2021 qui correspond à l'entrée au capital de Multifin.
Actions Feeder Santé Nutrition SàRL	10%	364.316,07 €	– Valeur des fonds propres de FSN au 31/09/23 prenant en compte l'ANR de Clay Capital à cette date – Incorporation au capital des avances d'actionnaires intervenue en février 2024
Créance sur Feeder Santé Nutrition SàRL	NA	906.750 € ajustée à 906.747,93 € pour atteindre un nombre entier de Nouvelles Actions à émettre	10% des engagements futurs potentiels appelés par le fonds Clay Capital
Sibelco	520 actions	3.250.000 €	104 actions ont été valorisées à la valeur proposée pour le rachat d'actions, à savoir 6.850 € par action et 416 actions ont été valorisées au cours de bourse pondéré des trois derniers mois, à savoir 6.100 € par action

\\ 2
ANR Whitestone Group

L'actif net réévalué calculé par et pour Whitestone Group au 31 décembre 2023 s'élève à 34,3 M€. Ramené au nombre d'actions, cela donne une valeur estimée de 15,06 € par action. Comparé à l'ANR par action à fin 2022, cela représente une augmentation de 16% et de 42% si on prend celle à fin 2021.

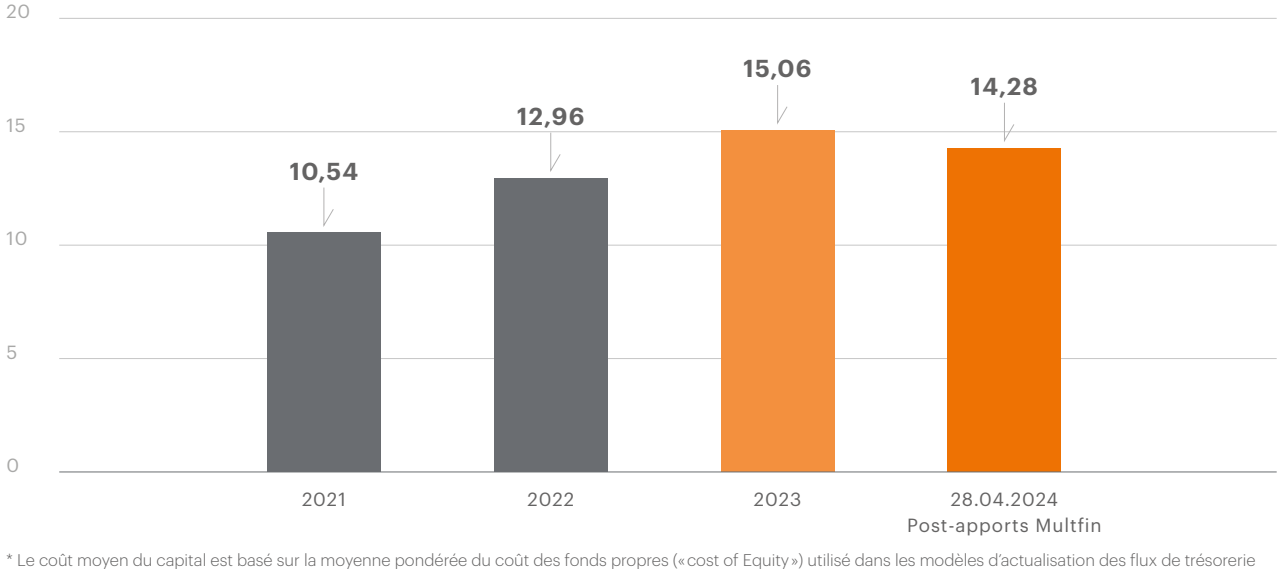
Une fois l'augmentation de capital en nature de 17,8 M€ du 28 février 2024 prise en compte, l'ANR de Whitestone Group s'élève à 52,1 M€, représentant un ANR par action de 14,28 €. La baisse de 5% de l'ANR par action s'explique par l'effet dilutif de l'opération qui s'est faite au prix de 13 € l'action. Celui-ci équivaut à une prime de 25% par rapport au cours de bourse précédant l'annonce de l'opération et celui au 31/12/23, et à une décote de 13% par rapport à l'ANR au 31/12/2023.

Bien que dans l'ensemble, la réalisation des business plans des principales participations explique une partie de la croissance de l'ANR, plusieurs éléments ont contribué à une croissance plus importante que les 10% du coût moyen du capital* de Whitestone Group sur 2023 :

- Les performances de GFI en 2023 ont largement dépassé les attentes budgétées, tant en termes de revenus que de marge brute. L'accroissement de cette dernière résulte de divers projets menés à bien par le management, tels que la mise en place d'une stratégie commerciale plus opportuniste et le service de dépôt « GFI Safe ».
- L'intégration d'environ 600 M€ d'actifs sous gestion (AuM) par ECP à partir du 2ème semestre 2023 en gestion de discrétionnaire, suite à l'arrivée de nouveaux gestionnaires, constitue un changement majeur avec une révision complète des attentes futures en termes de cash-flows. Ces nouveaux actifs devraient permettre à ECP d'approcher la barre des 2 milliards € sous gestion et administration fin 2024 contre 600 m€ lors de notre prise de participation en 2020 ;
- Au niveau de Freedelity, une augmentation significative des multiples boursiers dans le secteur SaaS en 2023 et la mise à 0% du poids de la valeur historique dans les méthodes de valorisation, conformément à la Charte de valorisation, expliquent une croissance importante de la valeur de cette participation.

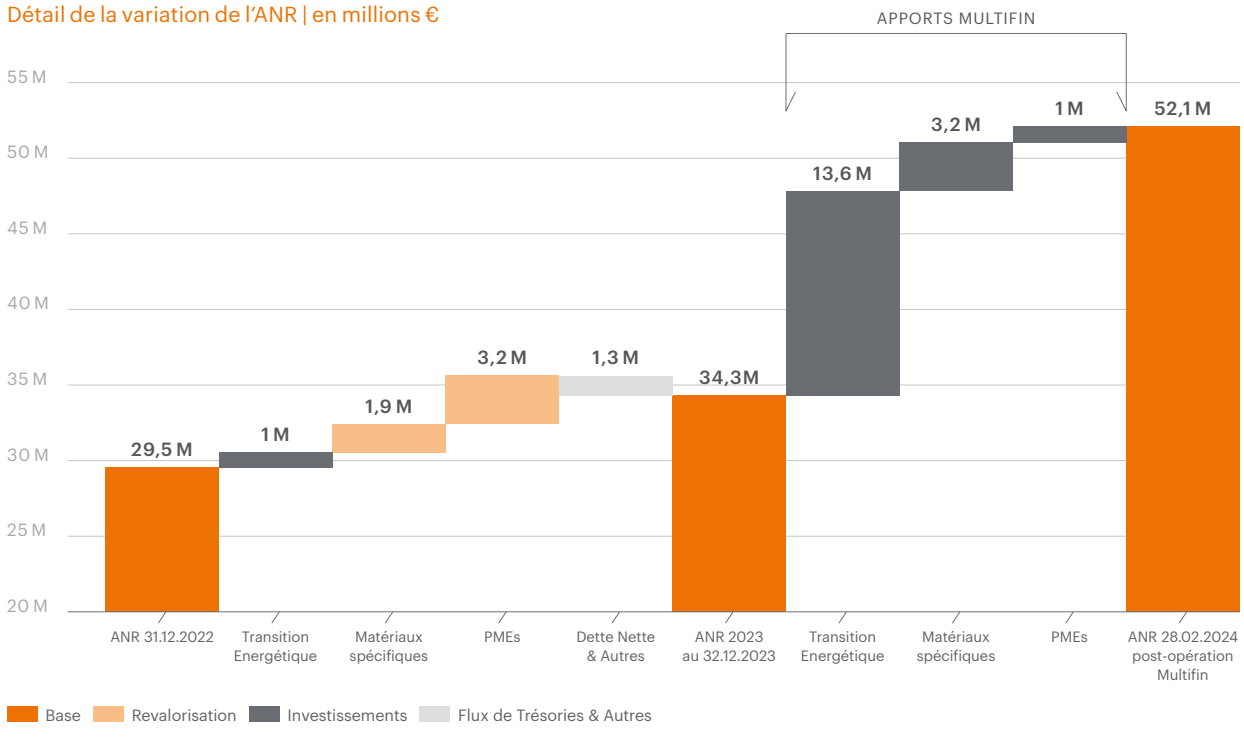
Il est également important de noter que la croissance des marchés boursiers en 2023 a contribué à l'augmentation générale de l'ANR par la hausse des multiples boursiers utilisés dans la méthode des comparables, ainsi que dans le taux d'actualisation des cash-flows repris dans le coût du capital des différentes participations.

Evolution de l'ANR par action | en €

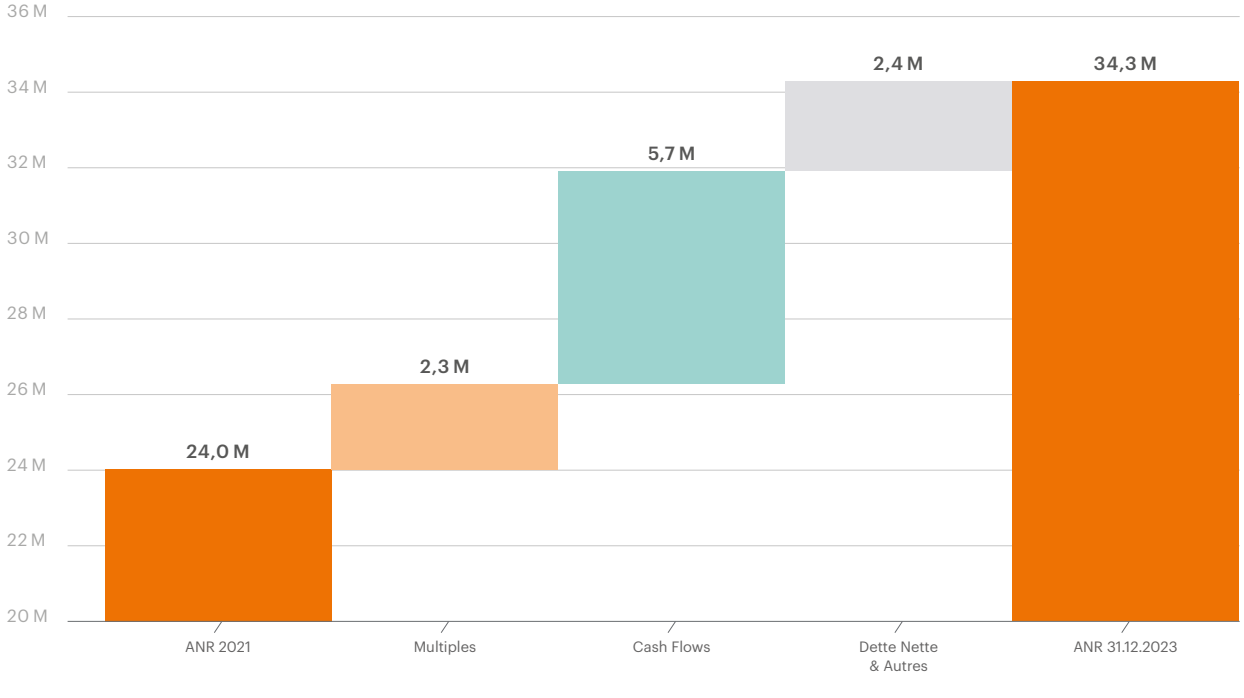


* Le coût moyen du capital est basé sur la moyenne pondérée du coût des fonds propres (« cost of Equity ») utilisé dans les modèles d'actualisation des flux de trésorerie des participations concernées.

Détail de la variation de l'ANR | en millions €



Source de la variation de l'ANR depuis 2021 | en millions €



Le premier graphe de gauche décompose l'évolution de l'ANR par pillier en distinguant les flux d'investissement des revalorisations. Comme expliqué précédemment, la croissance des participations dans le pilier des « matériaux spécifiques » et des « PMEs » a permis une croissance de l'ANR de 5,1 M€ sur l'année 2023. Cette hausse est cependant atténuée par une partie de la baisse des liquidités reprises dans la catégorie « Dette Nette & Autres » de 1,3 M€. Ce montant s'explique par l'investissement pour 1M€ dans Battri repris dans la catégorie « Transition Energétique » (effet neutre sur l'ANR) et par les frais généraux du Holding. Une revalorisation positive du bâtiment détenu par Whitestone Properties suite à un rapport d'expertise vient limiter l'impact négatif des frais généraux sur l'ANR (également repris dans la catégorie « Dette Nette & Autres »).

Il détaille ensuite la segmentation par pilier des apports en nature par Multifin réalisés lors de l'opération approuvée le 28/02/2024 pour un montant total de 17,8 M€.

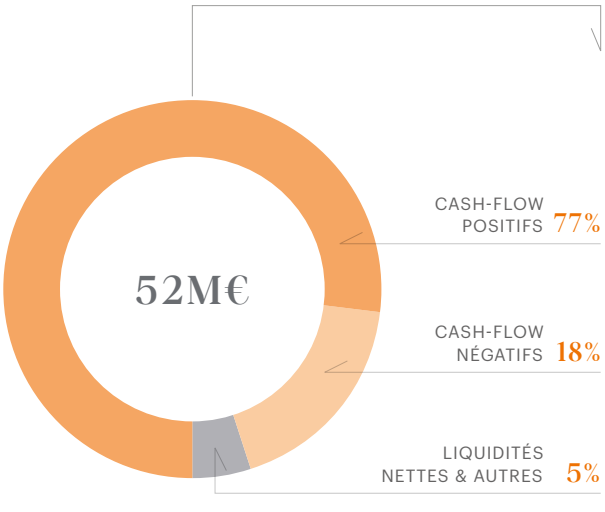
Le second graphe de gauche décompose la variation de l'ANR en effet multiple, effet cash-flows* et variation de la dette nette entre fin 2021 et fin 2023. Sur une augmentation de 11 M€ de l'ANR sur cette période, 5,7 M€ sont expliqués par l'augmentation des cash-flows, 2,4 M€ par la diminution de la dette nette et 2,3 M€ sont liés à l'augmentation des multiples induite par les méthodes de valorisation.

\\ 3 Répartition du portefeuille par pimier et type de sociétés

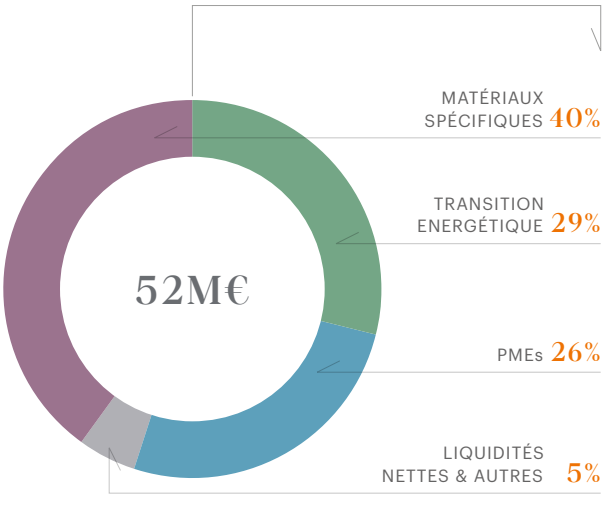
Les organigrammes à droite détaillent la diversification par pilier ainsi que la proportion de sociétés générant des cash-flows positifs dans le portefeuille. Le pilier d'investissement le plus important est celui des « Matériaux Spécifiques », représentant 40% de l'ANR, suivi par celui de la « Transition Energétique » et des « PMEs », représentant respectivement 29% et 26% de l'ANR. La catégorie « Liquidités Nettes & Autres » comprend les liquidités du holding ainsi que la valeur de ses actifs non financiers, représentant 5% de l'ANR.

Au niveau de l'équilibre du portefeuille entre les sociétés générant des cash-flows positifs/négatifs, le ratio cible 75/25 est respecté.

ANR par type de société AU 28.02.2024



ANR par pilier AU 28.02.2024



* Mesuré par la variation de l'EBITDA des participations depuis 2021.

Rapport de gestion

de l'organe d'administration à l'assemblée générale ordinaire des actionnaires Whitestone Group SA.

Mesdames, Messieurs,

Conformément à l'article 3:5 et 3:32 du Code des Sociétés et Associations, nous avons l'honneur de vous présenter notre rapport de gestion sur l'exercice compris entre le 1er janvier et le 31 décembre 2023 et portant tant sur les comptes statutaires que sur les comptes consolidés de la société. Conformément à l'article 3:6 du Code des Sociétés et Associations et aux statuts, nous soumettons à votre approbation les comptes annuels statutaires arrêtés au 31 décembre 2023, ainsi qu'un projet de répartition du bénéfice.

\\ 1 Évènements marquants de l'année 2023

Après l'augmentation de capital et le renforcement de l'équipe en 2022, l'année 2023 s'est concentrée sur le suivi des capitaux déployés dans les participations ainsi que la gestion courante du holding et du groupe. De nombreux dossiers d'investissements ont été analysés mais un seul a été réalisé dans la société Battri.

\\ 2 Rapport d'activités

Participation à la levée de fonds de Newtree Impact

Le 23 janvier 2023, Newtree Impact a réalisé une augmentation de capital de 4,3 M€ auprès d'investisseurs, dont Whitestone Group qui y a contribué à hauteur de 100 k€. Suite à cette opération, notre pourcentage de détention est passé de 5,4% à 4,6%. Cette nouvelle levée de fonds va permettre à Newtree Impact de poursuivre ses investissements dans le secteur Agri/Food Tech avec un focus sur des entreprises innovantes qui ont pour objectif de réduire l'empreinte carbone de l'industrie agroalimentaire.

Prise de participation minoritaire dans Battri

Whitestone Group a participé à hauteur de 1 M€ à la première augmentation de capital (seed money) de la société Battri SAS avec d'autres investisseurs dont le groupe marocain coté Managem actif dans le secteur des mines et de l'hydrométallurgie qui a joué le rôle de « lead investor ». Battri est une entreprise fondée en 2022 basée en France qui est active dans le recyclage de batteries lithium-ion. Cette levée de fonds va lui permettre d'aménager son propre site dans la région des Hauts-de-France, qui va accueillir plusieurs gigafactories, pour recycler les batteries en les transformant en BlackMass. Cette poudre noire contient du graphite et d'autres métaux essentiels tels que du lithium, du manganèse, du cobalt et du nickel contenus dans les batteries Li-ion.

Création de deux nouvelles filiales de GFIN (GFI Luxembourg et 12 Street)

Le Grand-Duché de Luxembourg a été identifié comme un pays intéressant pour le développement européen de GFI; une équipe locale a été engagée et un emplacement en plein centre-ville loué dont l'aménagement devrait être prêt pour l'été 2024. L'autre projet concerne la scission immobilière des bureaux Rue du Midi qui vont être logés dans une société séparée (12 Street SRL) pour mieux optimiser le bilan.

Remboursement des dettes d'acquisition

A date, un effet de levier a été utilisé pour quatre participations : GFIN (pour GFI), Treestone (pour Iso-Tech et Atima), Whitestone Capital (pour Freedelity) et Whitestone Properties (pour l'achat et la rénovation du siège social). L'ensemble de ces dettes d'acquisition se trouvent dans ces « Special Purpose Vehicles » (SPV) dédiés et sont sans recours vis-à-vis des autres actifs de la société mère. Elles sont remboursées par les dividendes qui remontent des participations.

Après avoir remboursé un total 1,1 M€ au cours de 2023, leur solde s'élève à 6,2 M€ dont 3,9 M€ pour la quote-part du Groupe. Cette réduction a représenté 0,27 € par action, augmentant d'autant l'ANR sur 2023. Mis à part le crédit hypothécaire contracté par Whitestone Properties pour acheter et rénover les bureaux à Lasne qui a une durée de 20 ans, les dettes d'acquisition ont été contractées sur une période de sept ans.

EUR	2022	2023
Total des dettes d'acquisition	7.335.734	6.235.000€
Quotte part de Whitestone Group	4.656.796	3.887.654€
Remboursement par action	0,20	0,27

Vous trouverez également ci-dessous le détail des dettes financières nettes à fin 2023 pour l'ensemble des participations du groupe, prises à 100% :

	Dettes financières	Liquidités	Dette nette (liquidité nette)
Whitestone Group SA	0	1.751.611	-1.751.611
W Partners SàRL	0	276.968	-276.968
W Properties SRL*	762.507	117.898	644.609
W Capital SRL*	524.181	112.074	412.107
GFIN SRL*	2.250.000	21.183	2.228.817
GFI SA	515.944	4.910.880	-4.394.936
Treestone SRL*	1.862.378	30.796	1.831.582
Ecotys SRL	0	47.434	-47.434
Iso-Tech SRL	346.628	596.490	-249.862
Atima SA	697.342	188.388	508.954
ECP SA	0	1.712.020	-1.712.020
ECP Participations	1.413.212	6.764	1.406.448
Emulco NV	162.351	567.311	-404.960
Probiotic Group SA	161.333	34.731	126.602
Battri SAS	709.533	8.912.052	-8.202.519
Freedelity SA	598.100	652.156	-54.056
EMAsphere	2.141.343	348.363	1.792.980
Newtree Impact	0	1 628.484	-1.628.484

* Special Purpose Vehicle (SPV)

\\ 3 Comptes consolidés et statutaires

Commentaires des comptes consolidés

Les principaux chiffres des comptes consolidés sont les suivants :

	31-12-23	DELTA	31-12-22
Revenus	211.526.514	-10%	234.483.422
EBITDA	2.843.957	21%	2.359.023
Résultat d'exploitation (EBIT)	1.530.819	91%	803.123
Résultat net part du groupe	-806.791	26%	-1.086.793
Fonds propres	14.462.341	-5%	15.265.956
Dettes financières	5.321.031	-2%	5.412.857
Liquidités (inclus actions propres)	5.937.065	-38%	9.561.002

Whitestone Group enregistre un chiffre d'affaires de 211 M€ sur 2023 (-10% vs 2022) dont le principal contributeur est GFI (208 M€). L'EBITDA s'élève à 2,8 M€ (+21%), l'EBIT à 1,5 M€ (+91%) et la part du Groupe dans le résultat net à -0,8 M€ (+26%). Au niveau consolidé, un montant de 0,9 M€ a été payé pour l'impôt des sociétés sur l'exercice 2023.

Cette perte s'explique par l'amortissement des écarts de consolidation positifs requis par les normes comptables belges (au contraire des normes internationales IFRS) pour un montant de 1,7 M€. Ce montant est repris partiellement au-dessus (pour GFIN et le groupe Treestone) et en-dessous du résultat d'exploitation. Les écarts de consolidation à l'actif du bilan sont ainsi passés de 6,1 à 4,4 M€.

La baisse du revenu consolidé est attribuable à la normalisation des volumes d'échange d'or chez GFI après l'année record de 2022 due au déclenchement du conflit en Ukraine. Dans ce contexte, la société a néanmoins enregistré une augmentation de ses résultats grâce à une gestion stratégique de sa marge brute.

Bien que l'EBITDA consolidé soit l'approximation la plus directe pour estimer les flux de trésorerie opérationnels du groupe, il est important de noter qu'une partie appartient aux minoritaires de GFI(N) à hauteur de 43%. En consé-

quence, avec un résultat net consolidé de -0,4 M€, la part du groupe se voit réduite à -0,8 M€, suite à la rétrocession d'une partie des bénéfices nets engendrés par cette participation. (voir ligne « Part des tiers » dans le tableau ci-dessous).

En ce qui concerne le groupe Treestone, les sociétés qui le composent (Ecotys, Iso-tech et Atima) sont consolidées par intégration proportionnelle. Cela implique que leurs états financiers sont repris au prorata de la participation de Whitestone Group à savoir 50% (excepté 46,5% pour Atima suite à la présence d'un employé dans le capital). Notre quote-part du résultat net dans le groupe Treestone s'élève à -0,2 M€, prenant en compte les ajustements relatifs à la neutralisation des dividendes et à l'amortissement des écarts de consolidation.

La troisième méthode de consolidation est la mise en équivalence qui s'applique aux sociétés sur lesquelles le Groupe exerce une influence notable mais pas de (co-) contrôle. Sont concernés Freedelity, ECP, ECP Participations et Emulco dont nos quote-parts dans leurs resultats nets de -0,2M€ sont reprises respectivement sous Whitestone Capital, Whitestone Partners, Whitestone Properties et Whitestone Group, où sont logées ces quatre participations.

La dernière catégorie de participations concerne celles dans lesquelles Whitestone Group détient moins de 20% du capital et qui ne sont dès lors pas incluses dans le périmètre de consolidation. Elles sont reprises en immobilisations financières à leur valeur d'investissement. Ceci est

Le tableau ci-dessous reprend la contribution au résultat de chaque filiale consolidée :

CHIFFRES SOCIAUX SUIVANT LE PÉRIMÈTRE DE CONSOLIDATION	TOTAL	W GROUP SA	W PARTNERS Sàrl	W PROPERTIES SRL	W CAPITAL SRL
Chiffre d'affaires	**214.719.953**	200.581	744.785	41.224	0
EBITDA	**3.361.216**	-600.719	427.726	24.858	-1.256
Résultats net	**3.553.975**	-490.763	338.727	-17.391	-57.289
Résultats sociaux prorata conso	**3.004.300**	-490.763	338.727		-57.289
Amortissements GW	**-1.103.831**	-14.173		-17.391	
Amortissements GW MEE	**-631.119**	-140.414	-83.546		-407.159
Dividendes	**-1.413.554**	-56.706	-19.260		
Autres corrections	**0**				
Quote part MEE	**-209.035**	-349.558	42.729	6	97.789
Résultats consolidés	**-353.239**	-1.051.614	278.650	-17.385	-366.659
Part des tiers	**453.552**				
Part du groupe	**-806.791**	-1.051.614	278.650	-17.385	-366.659

CHIFFRES SOCIAUX SUIVANT LE PÉRIMÈTRE DE CONSOLIDATION	GFIN SRL	GFI SA	TREESTONE SRL	ECOTYS SRL	ISOTECH BELGIUM SRL	ATIMA TPIM SA
Chiffre d'affaires	0	208.094.362	0	120.000	2.546.534	2.972.467
EBITDA	-190.491	2.762.451	-10.076	113.278	564.471	270.974
Résultats net	651.735	2.037.075	399.728	192.420	393.918	105.815
Résultats sociaux prorata conso	651.735	2.037.075	199.864	96.210	196.959	49.173
Amortissements GW	-641.104		-448.554			
Amortissements GW MEE						
Dividendes	-1.000.000		-222.588	-115.000		
Autres corrections						
Quote part MEE						
Résultats consolidés	-989.369	2.037.075	-471.278	-18.790	196.959	49.173
Part des tiers	-428.298	881.850				
Part du groupe	-561.071	1.155.225	-471.278	-18.790	196.959	49.173

Intégration globale sans tiers minoritaires — Intégration globale avec tiers minoritaires — Integration proportionnelle

le cas pour EMAsphere, Newtree Impact, Probiotic Group, Battri SAS, GFI Switzerland, GFI Luxembourg et 12 Street. Nous avons choisi de laisser la société GFI Switzerland en immobilisation financière, dont Whitestone détient indirectement 40% du capital, suite à la faible activité de l'entité en 2023 (résultat net de 9 kCHF en 2023) et des fonds propres proches de la valeur d'investissement. Il en va de même pour les deux nouvelles filiales de GFIN constituées en fin d'année 2023, à savoir GFI Luxembourg SA et 12 Street SRL.

La position de trésorerie consolidée du Groupe s'élevait à 5,9 M€ et les dettes financières consolidées à 5,3 M€. Comme déjà souligné, l'ensemble des dettes financières consolidées se trouvent dans des entités opérationnelles ou des SPV.

Aucune modification n'a été apportée au périmètre de consolidation au cours de l'exercice 2023.

Commentaires des comptes statutaires

Les principaux chiffres des comptes statutaires se présentent comme suit :

EUR	31/12/2023	DELTA	31/12/2022
Ventes & Prestations	200.581	15%	174.204
EBITDA	-600.719	-17%	-513.957
Résultat d'exploitation (EBIT)	-645.069	-16%	-557.850
Résultat net	-490.763	16%	-582.490
Fonds propres	14.485.951	-3%	14.976.715
Dettes financières	0	0	0
Immobilisations financières	12.510.838	13%	11.116.061
Liquidités (inclus actions propres)	1.751.610	-60%	4.417.311

En 2023, le holding a généré un revenu de 200 k€, provenant des prestations intra-groupe facturées à Whitestone Partners, Iso-Tech et GFI. Les frais généraux se composent principalement de frais de personnel et de management (52%) et d'honoraires de tiers (13%).

Le ratio d'EBITDA ramené au montant brut des actifs sous gestion (en tenant compte des dettes d'acquisition) utilisé comme indicateur du niveau des frais généraux, s'établit en 2023 à 1,5%. L'ambition étant de le réduire aux alentours de 1% à l'avenir. Il est à noter que ce montant est deux fois moins important que la commission de gestion demandée par les fonds de private equity alors qu'ils n'ont pas les frais liés à la cotation en bourse.

Le résultat financier de l'année 2023 d'un montant de 159 k€, se compose d'un dividende de GFIN pour 58 k€, d'intérêts capitalisés sur divers prêts intercos pour 69 k€ et d'intérêts sur les liquidités pour 32 k€.

Au bilan, les immobilisations financières totalisent 12,5 M€, en hausse de 1,4 M€ suite aux opérations suivantes :

- participation à l'augmentation de capital de Newtree Impact en janvier 2023, pour un montant de 100 k€ ;
- participation à l'augmentation de capital dans Battri SAS pour un montant de 1 M€ en juillet 2023 ;
- capitalisation des intérêts de divers prêts intercos pour un montant de 69 k€ ;
- prêt subordonné de 225 k€ à Emulco NV afin de soutenir le développement de la société.

Aucune réduction de valeur sur les immobilisations financières n'est à noter pour l'exercice.

À fin 2023, la position de liquidité au niveau du holding s'élevait à 1,75 M€, se composant d'un placement à terme de 1 M€, de 190 k€ de valeurs disponibles et de 562 k€ d'actions propres valorisées à leur valeur d'acquisition historique. Comme indiqué précédemment, il n'y aucune dette financière au niveau du holding et seules des dettes opérationnelles d'un montant de 186 k€ se trouvent au bilan.

\\ 4
Évènements intervenus après la clôture au 31 décembre 2023

Augmentation de capital en nature de Whitestone Group

Apport par Multifin SA de quatre de ses participations dans des sociétés et d'une créance. Celles-ci ont été valorisées pour un montant total de 17.805.840 € en contrepartie desquelles 1.369.680 nouvelles actions de Whitestone Group ont été émises et attribuées à Multifin SA en rémunération de son apport. Le prix d'émission s'élève à 13 € par nouvelle action, soit une prime de 25% par rapport au cours de bourse au 31 décembre 2023 et au 10 février 2024 ainsi qu'une décote de 13% par rapport à l'ANR par action au 31 décembre 2023. En conséquence, Multifin SA est devenue l'actionnaire de référence avec 37,55% du capital. Des informations plus détaillées concernant l'opération ainsi que l'apport en nature peuvent être consultées dans les rapports spéciaux du conseil d'administration et du commissaire aux comptes disponible sur le site internet (www.whitestone.eu).

Ajustement de la stratégie et des piliers d'investissement

Ce partenariat stratégique entre Whitestone Group et Multifin vise à renforcer certaines participations existantes et réaliser de nouveaux investissements principalement dans des PMEs actives notamment dans la transition énergétique et environnementale ainsi que les matériaux spécifiques. La transition énergétique et environnementale a été identifiée comme secteur d'investissement porteur tant d'un point de vue financier que sociétal. Par ailleurs, le succès rencontré d'une part, dans l'or d'investissement et d'autre part, dans les matériaux composites incite à étendre cette activité à d'autres métaux précieux/rares, minéraux industriels et aux matériaux spécifiques d'une manière générale. En parallèle de ces deux secteurs stratégiques, la Société confirme sa volonté de continuer à accompagner des petites et moyennes entreprises belges, en majorité rentables, dans le développement de leurs activités tout en concentrant davantage ses investissements sur quelques participations.

Adoption d'un nouveau modèle de gouvernance

Le conseil d'administration a nommé Gérard Lamarche et Philippe Masset comme respectivement Président et Vice-Président du conseil. Par ailleurs, le conseil a mis à jour la charte de gouvernance qui a pour objectif de mettre en place un fonctionnement efficace et transparent du conseil d'administration et de ses différents comités. Celle-ci institue trois comités au sein du conseil d'administration, à savoir un comité ESG, un comité Audit & Finances et un comité Nomination & Rémunération. De plus, un comité exécutif a également été mis en place dont Frédéric Pouchain, Sandro Ardizzone et Antoine Duchateau sont membres. Frédéric Pouchain assurera la fonction de CEO et, à ce titre, celui de président du Comex.

Abandon des droits de vote doubles

L'Assemblée Générale de Whitestone Group du 28 février 2024 a décidé de supprimer le droit de vote doubles prévu par les statuts de la Société par la modification de l'article 33 (Droit de vote) des statuts de la Société. Cette résolution vise à harmoniser les droits des actionnaires et s'inscrit dans la stratégie de croissance du groupe, notamment à travers de levées de fonds à venir.

Participation à l'augmentation de capital de Newtree Impact via l'apport en nature de Clay Capital portant la participation dans Newtree Impact à 12,3%

En mars 2024, Newtree Impact a réalisé une levée de fonds de 4,8 M€, émettant 1.815 actions au prix unitaire de 2,62 €, ce qui représente une augmentation de 12% du prix de l'action par rapport à la dernière levée de fonds. Whitestone Group a été le principal contributeur pour un montant total de 1,9 M€, réparti entre un apport en numéraire de 0,5 M€ et un apport en nature de 1,4 M€ correspondant à la participation de 10% dans le Feeder Santé Nutrition portant l'investissement dans le fonds à impact Clay Capital. Cet apport avait été apporté au préalable par Multifin SA. Cette nouvelle augmentation de capital vise à accélérer la croissance de Newtree Impact en lui permettant de renforcer certaines de ses participations et d'en prendre de nouvelles au sein d'entreprises innovantes spécialisées dans l'alimentation et l'agriculture, en vue de combattre le réchauffement climatique.

Préparation d'une levée de fonds en numéraire

Afin de poursuivre son développement, Whitestone Group envisage de proposer à ses actionnaires de procéder à une augmentation de capital en numéraire pour un montant total visé entre 15 M€ et 25 M€ au prix d'émission de 13,00 € par action. Multifin s'engage à souscrire au prorata des montants effectivement souscrits par les autres actionnaires et investisseurs afin de maintenir sa participation dans le capital de la Société entre 37,55% et 40%. Cette opération sera soumise au vote des actionnaires lors d'une assemblée générale extraordinaire qui se tiendra dans la foulée de l'assemblée générale prévue le 13 mai à 16h.

Rachat des minoritaires de GFIN

Whitestone Group a signé un accord pour racheter les actions des minoritaires de GFIN. Cet accord est conditionnel à la réussite de la levée de fonds en numéraire. Une fois celle-ci réalisée, notre participation montera à 96% d'ici fin juin et à 100% d'ici fin 2025.

\\ 5 Principaux risques et incertitudes

Risques liés au départ des dirigeants de la Société ou des Sociétés en portefeuille

Le succès de Whitestone Group dépend en partie de l'expérience, du dévouement, de la réputation, des compétences et des réseaux de l'équipe entrepreneuriale qui dirige le holding et ses participations. Le départ d'un ou plusieurs dirigeants pourrait impacter négativement les activités et les résultats du Groupe. Par ailleurs, la perception défavorable d'un tel départ par le marché pourrait avoir un impact négatif sur le cours de l'action. Cela pourrait également entraîner des difficultés à recruter des collaborateurs.

Risques liés aux opérations des sociétés détenues en portefeuille

Bien que les membres du management de Whitestone Group soient des professionnels expérimentés, le succès des investissements repose notamment sur la performance des sociétés détenues en portefeuille. La valorisation initiale de l'opportunité d'investissement ou la valorisation des investissements additionnels est complexe et, de ce fait, peut ne plus être appropriée à un moment donné. De plus, la société détenue en portefeuille peut avoir pris, dans le passé, des mesures qui n'ont pas été portées à sa connaissance ou publiées de façon adéquate durant la procédure de due diligence. Par ailleurs, la direction de la société détenue en portefeuille peut prendre des mesures affectant négativement ses activités qui n'ont pas été portées à la connaissance de Whitestone Group. De même, les risques identifiés peuvent ne pas être totalement ou correctement couverts par les déclarations, les garanties ou les indemnités de la documentation d'investissement ou d'acquisition. Si un tel risque se concrétise, cela peut provoquer une perte de valeur imprévue, partielle ou totale, au niveau de la société détenue en portefeuille concernée et impacter les revenus et la situation financière du Groupe.

Risques liés à la concurrence

Whitestone Group opère dans un environnement concurrentiel compétitif et dans lequel évoluent d'autres holding d'investissement, des fonds de private equity, ou autres acteurs opérationnels souhaitant gérer eux-mêmes les opérations des sociétés qu'ils acquièrent. Certains acteurs de ce marché peuvent préférer offrir des prix supérieurs, pour un même actif, quitte à dégrader le retour sur investissement souhaité pour cet actif. Le Groupe mettra en œuvre ses meilleurs efforts pour éviter d'aller au-delà de ce qui lui semble raisonnable en termes de prix d'acquisition et maintenir une position concurrentielle solide et différenciée. Si le Groupe n'est pas en mesure de conserver cette position, cela pourrait avoir un effet défavorable sur son activité, ses résultats d'exploitation, sa situation financière et ses perspectives.

Risques particuliers liés aux opérations avec financement externe, aux hausses des taux d'intérêt et aux éventuelles difficultés de refinancement

Whitestone Group n'ayant aucune dette financière statutaire, elle n'est pas exposée aux risques de refinancement de cette dernière ni à la hausse des taux d'intérêt. Au sein du Groupe, l'endettement externe est localisé directement dans les sociétés opérationnelles ou est porté par une société intermédiaire dédiée à la détention de la participation. L'endettement au niveau des sociétés opérationnelles et intermédiaires est constitué de lignes de crédit, de dettes bancaires ou de dettes privées (prenant la forme d'obligations ou de crédit vendeur).

Lorsqu'un financement externe est mis en place en vue d'une acquisition ou de la détention d'une participation, celui-ci consiste souvent en un emprunt bancaire porté par une société intermédiaire, généralement dédiée à la détention de la participation. L'emprunt bancaire est ensuite remboursé par les cash-flows nets de la société (principalement les dividendes). Bien que l'existence d'un emprunt bancaire permette d'améliorer le rendement de l'investissement, ces opérations peuvent être affectées négativement par la hausse des taux d'intérêt ou la détérioration de la situation de la société détenue en portefeuille, de son secteur d'activité ou de sa capacité à générer des revenus. Cela signifie qu'il existe, pour certaines des sociétés détenues en portefeuille, des risques liés à une hausse des intérêt et/ou au refinancement lorsque les emprunts existants à taux fixe arrivent à échéance et doivent être refinancés ou lorsque les emprunts sont à taux flottant. Si un tel risque se matérialise, cela pourrait avoir un effet négatif sur les activités, les résultats d'exploitation, la situation financière et les perspectives du Groupe.

Risques liés à la détention de participations minoritaires

Compte tenu de sa politique d'investissement, Whitestone Group peut acquérir des participations minoritaires. Bien que le Groupe veille à obtenir, dans lesdites sociétés, des clauses de protection de son investissement via des pactes d'actionnaires, il est possible que le Groupe n'ait pas accès, au sein de ces sociétés, à toute l'information utile et nécessaire dans le cadre de sa stratégie d'investissement. Il se peut également que le Groupe ne puisse exercer une influence sur les décisions prises au sein de ces sociétés, ce qui pourrait influer la valeur de ses participations ou rendre une cession plus complexe. De plus, il est possible que les actionnaires majoritaires de ces sociétés aient des intérêts contraires ou divergents de ceux de Whitestone Group. Ces éléments sont susceptibles d'impacter la valorisation des sociétés concernées et/ou les revenus récurrents générés par cette dernière.

Risques liés à l'illiquidité des participations dans le portefeuille

Le portefeuille du Groupe comprend des investissements généralement à haut risque, non garantis et non cotés, donc illiquides. La réalisation de revenus récurrents et/ou plus-values sur ces investissements est incertaine. Par ailleurs, elle peut être lente à concrétiser et faire l'objet de restrictions légales et contractuelles pendant certaines périodes (par exemple, lors d'une période d'incessibilité, de «standstill», de clôture, etc.). Ces plus-values dépendent, entre autres, de l'évolution des résultats de la société, de la situation économique générale, de la disponibilité des acquéreurs et du financement, ainsi que de la réceptivité des marchés financiers pour les introductions en bourse (IPO). Par conséquent, la nature illiquide de ces actifs présente un risque pour les résultats et la génération du flux de trésorerie du Groupe. En outre, celui-ci ne maîtrise pas toujours le calendrier ou l'évolution du processus de vente, ce qui peut éventuellement mener à un rendement sous optimal.

Risques liés à l'illiquidité du titre Whitestone Group

Whitestone Group est coté sur Euronext Growth Bruxelles, un marché dit non réglementé. Suite aux faibles transactions journalières du titre, le prix de l'action est fixé par un processus appelé «Trading at Auction». Dans ce cadre, il est déterminé sur la base de la situation du carnet d'ordres central à la clôture de la phase d'appel et correspond au prix qui produit le plus grand volume d'ordres exécutables. Pour Whitestone Group, le «fixing at Auction» a lieu deux fois par jour. Une première fois à 11h30 suivi d'une période de trading au prix fixé à 11h30 jusque 15h et une deuxième fois à 16h30 suivi d'une période de trading jusque 17h30. Pour plus d'information concernant Euronext Growth et le processus de «Trading at Auction», veuillez consulter sur le site officiel d'Euronext (www.euronext.com).

Depuis son introduction en bourse, le Groupe a conclu un contrat de liquidité avec la banque Degroof Petercam afin d'améliorer la liquidité du titre.

Risques liés aux conditions économiques, politiques et sociales

Certaines participations détenues par Whitestone Group peuvent être exposées à des risques spécifiques liés au secteur dans lequel elles opèrent. Ces risques sont gérés au niveau de la société concernée. Les fluctuations dans la conjoncture économique, tout comme tous les autres risques auxquels sont soumises ces sociétés, ont un impact potentiel sur les résultats des participations, et par conséquent également sur la valorisation de ces participations. Dans les cas les plus extrêmes, une société détenue en portefeuille par le Groupe peut faire faillite, entraînant une perte totale de l'investissement. Étant donné que le Groupe dispose d'un portefeuille diversifié, réparti entre différentes participations avec des activités dans différents secteurs, l'impact des fluctuations dans la conjoncture économique peut être différent. Des circonstances économiques, politiques et sociales complexes peuvent non seulement avoir une influence défavorable sur la valorisation du portefeuille existant du Groupe, mais également sur la quantité et la qualité des nouvelles opportunités d'investissement disponibles et sur les possibilités de sortie pour les participations existantes (et par conséquent sur la génération de liquidités). De tels changements des conditions économiques, politiques et sociales pourraient détériorer de manière importante les activités, la situation financière, les cash-flows et les perspectives du Groupe et impacter ainsi le prix de l'action.

6
Circonstance susceptibles d'avoir une influence notable sur le développement de la société

Une autre circonstance à souligner est l'évolution de la fiscalité en Belgique. Bien que le projet de réforme fiscal n'ait pas été adopté, le risque d'une modification des règles fiscales, notamment celles concernant les Revenus Définitivement Taxés (RDT), demeure présent pour l'avenir. Le régime de déduction RDT, qui permet aux sociétés d'exonérer les dividendes et les plus-values générés par leurs investissements sous certaines conditions, pourrait être durci à l'avenir, ce qui pourrait ainsi réduire le rendement net de certains investissements réalisés par Whitestone Group.

7
Activité en matière de recherche et développement

Étant un holding financier, Whitestone Group n'a pas d'activité directe de R&D. Certaines de ses participations en ont cependant une, notamment pour les entreprises SaaS telles que Freedelity, EMAsphere et Abbove, ainsi que pour Probiotic Group et Emulco, actives dans le secteur de la chimie verte.

8
Conflits d'intérêts

Même si nous pensons que les éléments mentionnés ci-dessous ne constituent pas un conflit d'intérêt potentiel, mais plutôt un alignement, il importe par soucis de transparence de mentionner que les deux fondateurs de Whitestone Group sont investis dans la SICAV-SIF gérée par Whitestone Partners et qu'ils détiennent des obligations émises par GFIN.

9
Instruments financiers

Whitestone Group n'utilise pas d'instruments financiers stricto sensu. Cependant, dans le cadre d'acquisition, il a parfois recours à un effet de levier sous forme de dettes bancaires ou de dettes subordonnées telles que des obligations privées (pour GFIN). En général, ces emprunts ont été contractés à taux fixe sur une période de 7 ans. Les emprunts obligataires ne comportent pas de garantie spécifique tandis que les emprunts bancaires sont garantis par les actions qu'ils ont financés.

10
Modification des statuts

Aucune modifications des statuts n'est à noter sur l'exercice 2023.

11
Prestations exceptionnelles et missions particulières du commissaire et prestations effectuées par les collaborateurs du commissaire

Le conseil d'administration confirme qu'aucune prestation exceptionnelle n'a été effectuée durant l'exercice écoulé par le commissaire et ses collaborateurs.

12
Pertes reportées et règles comptables de continuité

Compte tenu que le bilan de la société fait apparaître une perte reportée, l'article 3:6 §1 6° du Code des Sociétés et des Associations impose au Conseil d'administration de justifier l'application des règles comptables de continuité. En ce qui concerne la société Whitestone Group SA (société holding et faîtière du Groupe), l'application des règles comptables de continuité est justifiée par le fait que la continuité n'est pas compromise.

Comptes Consolidés

AU 31/12/2023 (EUR)

Bilan Consolidé

	CODES	2023 (12 mois)	2022 (12 mois)
ACTIF		**22.131.874**	**27.138.829**
Actifs Immobilisés Elargis	**20/29**	**13.441.159**	**13.792.032**
Frais d'établissement	20	0	0
Immobilisations incorporelles	21	93.649	120.220
Ecarts de consolidation positifs	9920	4.376.629	6.111.579
Immobilisations corporelles	22/27	1.598.346	1.394.869
Terrains et Constructions	*22*	*913.131*	*968.359*
Installations, machines et outillage	*23*	*44.801*	*63.465*
Mobilier et matériel roulant	*24*	*200.571*	*122.192*
Autres immobilisations corporelles	*26*	*439.843*	*240.853*
Immobilisations financières	28	7.372.535	6.165.364
Sociétés mises en équivalence	*9921*	*1.427.630*	*1.749.435*
Autres entreprises	*284/8*	*5.944.905*	*4.415.929*
Actifs Circulants Restreints		**8.690.715**	**13.346.796**
Stocks et commandes en cours	3	1.428.962	1.699.991
Créances a un an au plus	40/41	1.189.142	1.989.238
Créances commerciales	*40*	*1.020.361*	*1.708.382*
Autres créances	*41*	*168.781*	*280.856*
Placements de trésorerie	50/53	1.561.941	3.061.941
Valeurs disponibles	54/58	4.375.124	6.499.061
Comptes de régularisation	490/491	135.546	96.566
PASSIF		**22.131.874**	**27.138.829**
Capitaux Propres	**10/15**	**14.462.341**	**15.265.956**
Capital	10	7.902.618	7.902.618
Primes d'émission	11	7.775.324	7.775.324
Réserves consolidées	9910	-2.798.516	-1.994.901
Ecarts de consolidation négatifs	9912	1.582.915	1.582.915
Subsides en capital	15	0	0
Intérêts de tiers	**9913**	**-92.577**	**-502.836**
Dettes	**17/49**	**7.762.110**	**12.375.709**
Dettes financières	17/49	4.243.012	4.962.922
Dettes à un an au plus	42/48	3.432.588	7.326.734
Dettes à plus d'un an échéant dans l'année	*42*	*1.069.169*	*406.057*
Dettes financières	*43*	*8.850*	*43.878*
Dettes commerciales	*44*	*639.302*	*2.899.640*
Acomptes reçus sur commandes	*46*	*894.021*	*2.095.019*
Dettes fiscales, salariales et sociales	*45*	*657.361*	*429.591*
Autres dettes	*47/8*	*163.885*	*1.452.548*
Comptes de régularisation	492/3	86.510	86.052

Compte de Résultats Consolidé

	CODES	2023 (12 mois)	2022 (12 mois)
Ventes et prestations	70/74	211.526.514	234.483.422
Chiffre d'affaires	*70*	*211.399.406*	*234.261.934*
Autres produits d'exploitation	*74*	*127.108*	*221.488*
Coûts des ventes et prestations	*60/64*	*209.995.968*	*233.503.506*
Approvisionnements et marchandises	*60*	*204.001.258*	*227.368.404*
Services et biens divers	*61*	*3.243.716*	*3.417.170*
Rémunérations, charges sociales, pension	62	1.226.484	1.157.299
Amortissements et réduction de valeur	*630*	187.948	272.782
Réductions sur stocks, commandes et créances commerciales	*631/4*	*21.632*	*2.495*
Autres charges d'exploitation	640/8	*211.099*	*181.526*
Amortissements écarts de conso. positifs	9960	1.103.831	1.103.831
Produit d'exploitation non récurrents	*76A*	*5.141*	*0*
Charges d'exploitation non récurrentes	66A	4.868	176.792
Bénéfice (perte) d'exploitation		**1.530.819**	**803.123**
Produits financiers	75	115.920	118.895
Produits des immobilisations financières	*750*	*3.622*	*6750,47*
Produits des actifs circulants	*751*	*32.998*	*7698,81264*
Autres produits financiers	*752/9*	*79.300*	*104.445*
Charges financières	65	894.417	1.016.394
Charges des dettes	*650*	*205.513*	*228.732*
Amortissement des écarts de conso. positifs	*9961*	*631.119*	*631.119*
Autres charges financières	*652/9*	*57.785*	*156.543*
Bénéfice (perte) courant(e) avant impôts		**752.322**	**-94.376**
Impôts sur le résultat	67/77	896.526	703.213
Quote-part dans le résultat des sociétés mises en équivalence	9975	-209.035	10.828
Bénéfice (perte) Consolidé (e)	**9904**	**-353.239**	**-786.761**
Part des tiers dans le résultat	*99761*	*453.552*	*300.032*
Part du groupe dans le résultat	*99762*	*-806.791*	*-1.086.793*

Comptes statutaires

AU 31/12/2023 (EUR)

Bilan Statutaire

	CODES	2023 (12 mois)	2022 (12 mois)
ACTIF		**14.672.024**	**15.871.474**
Actifs Immobilisés Elargis	**20/29**	**12.744.040**	**11.349.503**
Frais d'établissement	20	0	0
Immobilisations incorporelles	21	31.069	44.541
Immobilisations corporelles	22/27	202.132	188.901
Installations, machines et outillage	*23*	*1.764*	2.038
Mobilier et matériel roulant	*24*	*31.965*	*21.382*
Autres immobilisations corporelles	*26*	*168.402*	*165.482*
Immobilisations financières	28	12.510.838	11.116.061
Entreprises liées	*280/1*	*12.510.838*	*11.116.061*
Actifs Circulants Restreints		**1.927.984**	**4.521.971**
Créances à un an au plus	40/41	151.627	93.331
Créances commerciales	*40*	*16.050*	*62.159*
Autres créances	*41*	*135.577*	*31.172*
Placements de trésorerie	50/53	1.561.941	3.061.941
Valeurs disponibles	54/58	189.669	1.355.370
Comptes de régularisation	490/491	24.747	11.329

PASSIF		**14.672.024**	**15.871.474**
Capitaux Propres	**10/15**	**14.485.951**	**14.976.715**
Capital	10	7.902.620	7.902.620
Capital souscrit	*100*	*7.902.620*	7.902.620
Primes d'émission	11	7.775.324	7.775.324
Réserves	13	345.684	345.684
Réserve légale	*130*	*34.542*	*34.542*
Réserves indisponibles	*131*	*311.142*	*311.142*
Bénéfice / Perte reporté	140/141	-1.537.677	-1.046.913
Dettes	**17/49**	**186.073**	**894.760**
Dettes à un an au plus	42/48	186.073	893.944
Dettes commerciales	*44*	*96.040*	*31.187*
Dettes fiscales, salariales et sociales	*45*	*86.889*	*9.614*
Autres dettes	*47/8*	*3.144*	*853.144*
Comptes de régularisation	492/3	0	816

Compte de Résultats Statutaire

	CODES	2023 (12 mois)	2022 (12 mois)
Ventes et prestations	70/74	200.581	174.204
Chiffre d'affaires	*70*	*197.150*	*172.122*
Autres produits d'exploitation	*74*	*3.431*	*2.082*
Coûts des ventes et prestations	60/64	845.650	732.053
Services et biens divers	*61*	*567.159*	*602.186*
Rémunérations, charges sociales, pension	*62*	*211.845*	*84.603*
Amortissements et réduction de valeur	630	44.350	43.892
Réductions sur stocks, commandes et créances commerciales	*631/4*	*0*	0
Autres charges d'exploitation	*640/8*	*22.296*	*1.371*
Bénéfice (perte) d'exploitation		**-645.069**	**-557.850**
Produits financiers	75	159.083	56.707
Produits des immobilisations financières	*750*	*126.130*	*50.236*
Produits des actifs circulants	*751*	*32.943*	*6.469*
Autres produits financiers	*752/9*	*10*	*1*
Charges financières	65	486	79.196
Charges des dettes	650	*0*	*86*
Autres charges financières	*652/9*	*486*	*79.111*
Bénéfice (perte) courant(e) avant impôts		**-486.472**	**-580.339**
Impôts sur le résultat	67/77	4.291	2.150
Bénéfice (perte) de l'exercice		**-490.763**	**-582.490**

Annexes
aux comptes consolidés

1
Critères de consolidation

Si ces informations sont d'importance significative, l'identification des critères qui président à la mise en œuvre des méthodes de consolidation par intégration globale et proportionnelle et de la méthode de mise en équivalence ainsi que des cas, avec justification, où il est dérogé à ces critères (en vertu de l'article 3:156, I. de l'arrêté royal du 29 avril 2019 portant exécution du Code des Sociétés et des Associations, CSA). Les méthodes de consolidation ont été choisies selon les critères suivants :

- Intégration globale si il y a un contrôle exclusif impliquant que la fraction du capital détenue soit supérieure à 50%.
- Intégration proportionnelle si il y a un contrôle conjoint.
- Mise en équivalence si il y a une influence notable impliquant que la fraction du capital détenue soit comprise entre 20 et 50%.
- Non mise en équivalence (maintien de la valeur d'investissement) si il n'y a pas d'influence notable impliquant que la fraction du capital détenue soit inférieure à 20%.

Renseignements qui rendent significative la comparaison avec les comptes consolidés de l'année précédente si la composition de l'ensemble consolidé a subi au cours de l'exercice une modification notable (en vertu de l'article 3:102 de l'arrêté royal précité).

Les fonds propres de la filiale ou de la société associée appartenant au Groupe doivent dépasser 2% des fonds propres statutaires de Whitestone Group SA pour que la filiale soit consolidée ou que la société associée soit mise en équivalence.

2
Règles d'évaluation

Sans préjudice de l'application des règles d'évaluation reprises ci-dessous, les règles d'évaluation stipulées dans l'arrêté royal du 29 avril 2019 relatif aux comptes annuels des entreprises (CSA) sont également d'application.

Toutes les entités juridiques du Groupe faisant partie du périmètre de consolidation possèdent des règles d'évaluation comptables identiques.

Evaluation de l'actif

2.1. **Frais d'établissement**

Les frais d'établissement sont évalués à leur valeur d'acquisition ; les frais de restructuration, autres que ceux acquis de tiers, sont évalués à leur coût de revient.

Les frais d'établissement et d'augmentation de capital sont portés à l'actif et sont amortis selon la méthode linéaire au taux de 20% sauf s'il est jugé, selon les circonstances et par mesure de prudence, de les prendre en charges directement comme ce fut le cas en 2021.

Les frais d'émission d'emprunts sont activés et l'amortissement est réparti sur toute la durée de l'emprunt.

Les autres frais d'établissement sont portés à l'actif et sont amortis selon la méthode linéaire au taux de 20%.

Les frais de restructuration sont activés et sont amortis selon la méthode linéaire au taux de 20%.

Les dotations aux amortissements se font au prorata temporis durant l'année de l'acquisition.

2.2. **Immobilisations incorporelles**

Les immobilisations incorporelles sont évaluées à leur valeur d'acquisition ; les immobilisations incorporelles, autres que celles acquises de tiers, sont évaluées à leur coût de revient, dans la mesure où celui-ci ne dépasse pas une estimation prudemment établie de la valeur d'utilisation de ces immobilisations ou de leur rendement futur pour l'entreprise.

La durée de l'amortissement est fixée au cas par cas ; toutefois, si les amortissements de frais de recherche et de développement et de goodwill sont répartis sur plus de cinq ans, justification doit en être donnée.
La durée d'amortissement des licences et des logiciels varie entre 3 et 5 ans.

Les dotations aux amortissements se font au prorata temporis durant l'année d'acquisition.

Les immobilisations incorporelles dont l'utilisation n'est pas limitée dans le temps ne font l'objet de réductions de valeur qu'en cas de moins-value ou de dépréciations durables.

2.3. **Immobilisations corporelles**

Les immobilisations corporelles, autres que celles engagées pour le paiement d'une rente viagère ou en vertu d'un contrat de location-financement ou de contrats similaires, sont évaluées à leur valeur d'acquisition.

Les droits d'usage dont l'entreprise dispose sur des immobilisations corporelles en vertu de contrats de location-financement ou de contrats similaires, sont portés à l'actif, à concurrence de la partie des versements échelonnés prévus au contrat, représentant la restitution en capital de la valeur du bien, objet du contrat.

Est repris en valeur d'acquisition des biens acquis contre paiement d'une rente viagère, le capital nécessaire au moment de l'acquisition, pour assurer le service de la rente, augmenté du montant payé au comptant et des frais.
Suivant la nature des immobilisations corporelles acquises, le conseil d'administration décide au cas par cas pour chacune des acquisitions de l'exercice de la méthode d'amortissement ainsi que du taux applicable.

En règle générale, il sera fait application des taux généralement admis par l'Administration des Contributions Directes.

Sauf dérogations décidées, dans le cas d'espèce par le conseil d'administration, les méthodes d'amortissement 12/40 Nr. 0467.731.030 CONSO 5.6 et les taux applicables seront les suivants :

- Constructions : 5% linéaire
- Machines et outillages : 6,67% linéaire à 33,33% linéaire
- Petit matériel : 20% linéaire à 33,33% linaire
- Matériel de bureau : 20% linéaire à 33,33% linéaire
- Matériel informatique : 20% linéaire à 33,33% linéaire
- Logiciels informatiques : 20% linéaire à 33,33% linéaire
- Matériel promotionnel : 20% linéaire
- Voitures et véhicules utilitaires : 20% linéaire à 33,33% linaire

- Leasing : 6,67% linéaire à 33,33% linaire ou durée du contrat
- Aménagements en immeubles loués : 10% linéaire à 11,11% linéaire.

Les dotations aux amortissements se font au prorata temporis durant l'année de l'acquisition.

Les immobilisations corporelles dont l'utilisation n'est pas limitée dans le temps ne font l'objet de réductions de valeur qu'en cas de moins-value ou de dépréciations durables.

2.4. **Immobilisations financières**

Les participations et actions sont évaluées à leur valeur d'acquisition, frais accessoires exclus. La valeur d'acquisition des participations, actions ou parts reçues en rémunération d'apports ne consistant pas en numéraire ou résultant de la conversion de créances, correspond à la valeur conventionnelle des biens et valeurs apportées ou des créances consenties. Toutefois, si cette valeur conventionnelle est inférieure à la valeur de marché des biens et des valeurs apportées ou des créances consenties, la valeur d'acquisition correspond à cette valeur supérieure de marché.

Les titres à revenu fixe sont évalués à leur valeur d'acquisition, frais accessoires exclus. Lorsque leur rendement actuariel, calculé à l'achat en tenant compte de leur valeur de remboursement à l'échéance, diffère de leur rendement facial, la différence entre la valeur d'acquisition et la valeur de remboursement est prise en résultat prorata temporis sur la durée restant à courir des titres, comme élément constitutif des intérêts produits par ces titres et est portée, selon le cas, en majoration ou en réduction de la valeur d'acquisition des titres, à moins que la prise en résultat du rendement actuariel par rapport à la prise en résultat du seul rendement facial n'ait qu'un effet négligeable. La prise en résultats de cette différence se produit, le cas échéant sur base actualisée.

En ce qui concerne des titres dont le revenu est constitué exclusivement, d'après les conditions d'émission, par la différence entre le prix d'émission et la valeur de remboursement, la prise en résultat de cette différence se fait sur une base actualisée, en tenant compte du rendement actuariel à l'achat.

Sans préjudice aux dispositions de l'arrêté royal du 29 avril 2019 (CSA), les créances sont portées au bilan à leur valeur nominale.

Les participations et les actions, reprises sous cette rubrique, font l'objet de réductions de valeur en cas de moins-value ou de dépréciations durables justifiées par la situation, la rentabilité ou les perspectives de la société dans laquelle les participations ou les actions sont détenues.

Les créances, y compris les titres à revenu fixe, reprises sous cette rubrique, font l'objet de réductions de valeur si leur remboursement à l'échéance est en tout ou en partie incertain ou compromis.

2.5. **Stocks**

Matières premières, fournitures et marchandises

Les matières premières, fournitures et marchandises sont évaluées à leur valeur d'acquisition ou à la valeur de marché à la date de clôture de l'exercice, lorsque cette dernière est inférieure. L'évaluation à la valeur inférieure de marché ne peut être maintenue si ultérieurement la valeur de marché excède la valeur inférieure retenue pour l'évaluation des stocks.

La valeur d'acquisition des matières premières, fournitures et marchandises est déterminée conformément à l'arrêté royal du 29 avril 2019 (CSA), par une individualisation du prix de chaque élément.

Produits finis

Les produits finis sont évalués à leur valeur d'acquisition ou à la valeur de marché à la date de clôture d'exercice, lorsque cette dernière est inférieure. L'évaluation de la valeur inférieure de marché ne peut être maintenue si ultérieurement la valeur de marché excède la valeur inférieure retenue pour l'évaluation des stocks.

La valeur d'acquisition des produits finis est déterminée conformément à l'arrêté royal du 29 avril 2019 (CSA) par une individualisation du prix de chaque élément.

Les produits finis fabriqués par l'entreprise même, sont évalués à leur coût de revient.

Le coût de revient des produits finis comprend uniquement :
- le prix d'achat des matières premières, matières consommables et fournitures ;
- les coûts de fabrication qui sont directement imputables au produit ou au groupe de produits ;
- une quote-part d'une partie des coûts indirects de fabrication.

En-cours de fabrication
Les en-cours de fabrication sont évalués à leur coût de revient :
- le prix d'achat des matières premières, matières consommables et fournitures ;
- les coûts de fabrication qui sont directement imputables au produit ou au groupe de produits ;
- une quote-part d'une partie des coûts indirects de fabrication.

Commandes en cours d'exécution
Les commandes en cours d'exécution sont évaluées à leur coût de revient, majoré compte tenu du degré d'avancement des travaux de fabrication, de l'excédent du prix stipulé au contrat par rapport au coût de revient lorsque cet excédent est devenu raisonnablement certain.
Le coût de revient des commandes en exécution comprend uniquement :
- le prix d'achat des matières premières, matières consommables et fournitures ;
- les coûts de fabrication qui sont directement imputables au produit ou au groupe de produits ;
- une quote-part d'une partie des coûts indirects de fabrication.

2.6. **Créances à plus d'un an et à un an au plus**

Sans préjudice aux dispositions à l'arrêté royal du 29 avril 2019 (CSA), les créances sont portées au bilan à leur valeur nominale.

Les créances à plus ou à moins d'un an, qui ne sont pas reprises sous la rubrique « immobilisations financières », font l'objet de réduction de valeur si leur remboursement à l'échéance est en tout ou en partie incertain ou compromis ou lorsque leur valeur de réalisation à la date de clôture de l'exercice est inférieure à leur valeur comptable déterminée conformément à l'arrêté royal du 29 avril 2019 (CSA).

Des réductions de valeur complémentaires sont actées sur les créances à plus ou moins d'un an pour tenir compte soit de l'évolution de leur valeur de réalisation ou de marché, soit des aléas justifiés par la nature des avoirs en cause ou de l'activité exercée.

2.7. **Placements de trésorerie et valeurs disponibles.**

Les actions propres de l'entreprise sont comptabilisées à leur valeur d'acquisition, frais accessoires exclus.

Les actions sont évaluées au prix d'achat, frais accessoires exclus ou à leur valeur d'apport.

Les titres à revenus fixes sont évalués au prix d'achat, frais accessoires exclus ou à leur valeur d'apport.

Lorsque le rendement actuariel calculé à l'achat en tenant compte de leur valeur de remboursement à l'échéance diffère de leur rendement facial, la différence entre la valeur d'acquisition et la valeur de remboursement est prise en résultat prorata temporis sur la durée restant à courir des titres, comme éléments constitutifs des intérêts produits par ces titres et est portée selon le cas, en majoration ou en réduction de la valeur d'acquisition des titres à moins que la prise en résultat du rendement actuariel par rapport à la prise en résultat du seul rendement facial n'ait qu'un effet négligeable. La prise en résultats de cette différence se produit, le cas échéant sur une base actualisée, compte tenu du rendement actuariel à l'achat.

En ce qui concerne des titres dont le revenu est constitué exclusivement, d'après les conditions d'émission, par la différence entre le prix d'émission et la valeur de remboursement, la prise en résultats de cette différence se fait sur une base actualisée, en tenant compte du rendement actuariel à l'achat.

Les valeurs disponibles sont comptabilisées à leur valeur d'acquisition.

Les placements de trésorerie et les valeurs disponibles font l'objet de réductions de valeur lorsque leur valeur de réalisation à la date de clôture de l'exercice est inférieure à leur valeur d'acquisition.

Des réductions de valeur complémentaires sont actées pour tenir compte de l'évolution de leur valeur de réalisation ou de marché.

2.8. **Ecarts de consolidation positifs**

Les écarts de consolidation positifs sont amortis sur une durée de 5 ans. Le Conseil d'Administration a retenu la durée de 5 ans pour l'amortissement des écarts de consolidation positifs éventuels dans la mesure où c'est la période sur laquelle est estimée le retour sur investissement dans le cadre de l'acquisition de nouvelles filiales.

Evaluation du passif

2.9. **Provisions pour risques et charges**

Les provisions pour risques et charges ont pour objet de couvrir les pertes ou charges nettement circonscrites quant à leur nature, mais qui, à la date de clôture de l'exercice, sont ou probables ou incertaines mais indéterminées quant à leur montant.
Outre les provisions, constituées conformément à l'arrêté royal du 29 avril 2019 (CSA), des provisions sont constituées, le cas échéant, pour couvrir d'autres risques et charges relatifs à :

- des engagements en matière de rente viagère ;
- des charges découlant de sûretés personnelles ou réelles constituées en garantie de dettes ou d'engagements de tiers ;
- des charges découlant d'engagements relatifs à l'acquisition ou à la cession d'immobilisations ;
- l'exécution de commandes passées ou reçues ;
- des fluctuations de prix ;
- des positions et marchés à termes en devises ou en marchandises ;
- des garanties ;
- des litiges en suspens.

Les provisions pour les risques et charges citées ci-dessus sont uniquement constituées en cas de risques prévisibles et de charges permanentes qui peuvent exercer une influence sur le résultat de l'exercice en cours ou des exercices suivants. Le montant des provisions est déterminé sur base d'une estimation objective des documents dont les risques et les charges ressortent.

2.10. **Les impôts différés**

Les impôts différés sur les subsides en capital et les plus-values réalisées sont initialement évalués au montant normal de taxation qui les aurait frappés, si ces subsides et plus-values avaient été taxés à charge de l'exercice au cours duquel ils ont été taxés. L'évaluation se fait sur base du taux d'imposition moyen.

Ils sont évalués sous déduction de l'effet des réductions d'impôts et immunisations dont il est probable, au moment où ces subsides et ces plus-values sont actés, qu'il résultera, dans un avenir prévisible, une diminution de la charge fiscale afférente à ces subsides et ces plus-values.

2.11. **Dettes à plus d'un an et à un an au plus**

Sans préjudice aux dispositions de l'arrêté royal du 29 avril 2019 (CSA), les dettes sont comptabilisées à leur valeur nominale.

Les engagements découlant des droits d'usage dont l'entreprise dispose sur des immobilisations corporelles en vertu de contrats de location financement ou de contrat similaires sont chaque année évalués à concurrence de la partie des versements échelonnés prévus au contrat, représentant la reconstitution en capital de la valeur du bien objet du contrat.

2.12. **Réévaluation**

Les immobilisations corporelles et les participations et actions, qui sont reprises sous les immobilisations financières, ne font pas l'objet de réévaluation.

2.13. **Conversion de devises**

Lorsque, à la date du bilan, des avoirs, des dettes et des engagements libellés en devises étrangères font partie des fonds propres de la société et que ces fonds propres sont soumis à l'impôt, ils sont convertis au cours de clôture du marché au comptant à la date du bilan ou du jour suivant de cotation.

Les montants convertis des devises étrangères sont repris comme suit dans le résultat de l'exercice : les écarts de conversion positifs ne sont pas inclus dans le résultat de l'exercice au cours duquel ils ont été réalisés ; les écarts de conversion négatifs sont directement pris en charge au cours de l'exercice concerné.

Les comptes annuels des filiales libellés en devises étrangères sont convertis de la manière suivante :

- les actifs et passifs sont convertis au cours de clôture, à l'exception des capitaux propres qui sont convertis au cours historique ;
- les charges et les produits sont convertis au cours moyen de l'exercice ;
- les écarts de conversion résultant de l'application de ces principes sont portés à la rubrique « Ecarts de conversion ».

2.14. **Ecarts de consolidation négatifs**

Les écarts de consolidation et de mise en équivalence négatifs sont portés au passif du bilan, dans les capitaux propres, à leur valeur d'acquisition.

\\ 3 Périmètre de consolidation

	% de détention		
	2022	2023	Méthode de consolidation
Whitestone Group SA	100,0%	100,0%	GLOBALE
W Partners SàRL	100,0%	100,0%	GLOBALE
W Properties SRL	100,0%	100,0%	GLOBALE
W Capital SRL	100,0%	100,0%	GLOBALE
GFIN SRL	56,7%	56,7%	GLOBALE
GFI SA	56,7%	56,7%	GLOBALE
Treestone SRL	50,0%	50,0%	PROPORTIONELLE
Ecotys SRL	50,0%	50,0%	PROPORTIONELLE
Iso-Tech SRL	50,0%	50,0%	PROPORTIONELLE
Atima SA	46,5%	46,5%	PROPORTIONELLE
Emulco NV	25,0%	25,0%	MISE EN ÉQUIVALENCE
Freedelity SA	23,4%	23,4%	MISE EN ÉQUIVALENCE
ECP SA	20,0%	20,0%	MISE EN ÉQUIVALENCE
ECP Participations SA	20,0%	20,0%	MISE EN ÉQUIVALENCE
Probiotic Group SA	10,0%	10,0%	IMMO. FINANCIÈRE
EMAsphere SA	9,9%	9,9%	IMMO. FINANCIÈRE
Newtree Impact SA	4,6%	4,6%	IMMO. FINANCIÈRE
Battri SAS	–	3,8%	IMMO. FINANCIÈRE
GFI Switzerland SA	–	45,4%	IMMO. FINANCIÈRE
GFI Luxembourg SA	–	56,7%	IMMO. FINANCIÈRE
12 Street SRL	–	56,7%	IMMO. FINANCIÈRE

RSM

WHITESTONE GROUP SA

RAPPORT DU COMMISSAIRE À L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DE LA SOCIÉTÉ POUR L'EXERCICE CLOS LE 31 DÉCEMBRE 2023

(COMPTES CONSOLIDÉS)

Dans le cadre du contrôle légal des comptes consolidés de la société anonyme Whitestone Group (« la Société ») et de ses filiales (conjointement « le Groupe »), nous vous présentons notre rapport du commissaire. Celui-ci inclut notre rapport sur les comptes consolidés ainsi que les autres obligations légales et réglementaires. Le tout constitue un ensemble et est inséparable.

Nous avons été nommés en tant que commissaire par l'assemblée générale du 10 mai 2021, conformément à la proposition de l'organe d'administration. Notre mandat de commissaire vient à échéance à la date de l'assemblée générale délibérant sur les comptes consolidés clôturés au 31 décembre 2023.

Nous avons exercé le contrôle légal des comptes consolidés du Groupe durant trois exercices.

RAPPORT SUR LES COMPTES CONSOLIDÉS

Opinion sans réserve

Nous avons procédé au contrôle légal des comptes consolidés du Groupe, comprenant le bilan consolidé au 31 décembre 2023 ainsi que le compte de résultats pour l'exercice clos à cette date et l'annexe, dont le total du bilan s'élève à € 22.131.874 et dont le compte de résultat se solde par une perte consolidée de € 353.239.

A notre avis, les comptes consolidés donnent une image fidèle du patrimoine et de la situation financière du Groupe au 31 décembre 2023, ainsi que de ses résultats consolidés pour l'exercice clos à cette date, conformément au référentiel comptable applicable en Belgique.

Fondement de l'opinion sans réserve

Nous avons effectué notre audit selon les Normes internationales d'audit (ISA) telles qu'applicables en Belgique. Les responsabilités qui nous incombent en vertu de ces normes sont plus amplement décrites dans la section « Responsabilités du commissaire relatives à l'audit des comptes consolidés » du présent rapport. Nous nous sommes conformés à toutes les exigences déontologiques qui s'appliquent à l'audit des comptes consolidés en Belgique, en ce compris celles concernant l'indépendance.

Nous avons obtenu de l'organe d'administration et des préposés de la Société, les explications et informations requises pour notre audit.

Nous estimons que les éléments probants que nous avons recueillis sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion.

Responsabilités de l'organe d'administration relatives à l'établissement des comptes consolidés

L'organe d'administration est responsable de l'établissement des comptes consolidés donnant une image fidèle conformément au référentiel comptable applicable en Belgique, ainsi que du contrôle interne qu'il estime nécessaire à l'établissement de comptes annuels ne comportant pas d'anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs.

RSM Belgium is a member of the RSM network and trades as RSM. RSM is the trading name used by the members of the RSM Network. Each member of the RSM network is an independent accounting and consulting firm which practices in its own right. The RSM network is not itself a separate legal entity in any jurisdiction.

RSM Réviseurs d'entreprises - Bedrijfsrevisoren SRL - réviseurs d'entreprises - Siège social : Chaussée de Waterloo 1151 - B 1180 Bruxelles
audit@smcs.gium.be - TVA BE 0420.471.663 - RPM Bruxelles

4

RSM

Lors de l'établissement des comptes consolidés, il incombe à l'organe d'administration d'évaluer la capacité du Groupe à poursuivre son exploitation, de fournir, le cas échéant, des informations relatives à la continuité d'exploitation et d'appliquer le principe comptable de continuité d'exploitation, sauf si l'organe d'administration a l'intention de mettre le Groupe en liquidation ou de cesser ses activités ou s'il ne peut envisager une autre solution alternative réaliste.

Responsabilités du commissaire relatives à l'audit des comptes consolidés

Nos objectifs sont d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes consolidés pris dans leur ensemble ne comportent pas d'anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs, et d'émettre un rapport du commissaire contenant notre opinion. L'assurance raisonnable correspond à un niveau élevé d'assurance, qui ne garantit toutefois pas qu'un audit réalisé conformément aux normes ISA permettra de toujours détecter toute anomalie significative existante. Les anomalies peuvent provenir de fraudes ou résulter d'erreurs et sont considérées comme significatives lorsqu'il est raisonnable de s'attendre à ce que, prises individuellement ou en cumulé, elles puissent influencer les décisions économiques que les utilisateurs des comptes consolidés prennent en se fondant sur ceux-ci.

Lors de l'exécution de notre contrôle, nous respectons le cadre légal, réglementaire et normatif qui s'applique à l'audit des comptes consolidés en Belgique. L'étendue du contrôle légal des comptes ne comprend pas d'assurance quant à la viabilité future du Groupe ni quant à l'efficience ou l'efficacité avec laquelle les organes d'administration ont mené ou mèneront les affaires du Groupe. Nos responsabilités relatives à l'application par l'organe d'administration du principe comptable de continuité d'exploitation sont décrites ci-après.

Dans le cadre d'un audit réalisé conformément aux normes ISA et tout au long de celui-ci, nous exerçons notre jugement professionnel et faisons preuve d'esprit critique.

En outre :

- nous identifions et évaluons les risques que les comptes consolidés comportent des anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs, définissons et mettons en œuvre des procédures d'audit en réponse à ces risques, et recueillons des éléments probants suffisants et appropriés pour fonder notre opinion. Le risque de non-détection d'une anomalie significative provenant d'une fraude est plus élevé que celui d'une anomalie significative résultant d'une erreur, car la fraude peut impliquer la collusion, la falsification, les omissions volontaires, les fausses déclarations ou le contournement du contrôle interne;
- nous prenons connaissance du contrôle interne pertinent pour l'audit afin de définir des procédures d'audit appropriées en la circonstance, mais non dans le but d'exprimer une opinion sur l'efficacité du contrôle interne du Groupe;
- nous apprécions le caractère approprié des méthodes comptables retenues et le caractère raisonnable des estimations comptables faites par l'organe d'administration, de même que des informations les concernant fournies par ce dernier;
- nous concluons quant au caractère approprié de l'application par la direction du principe comptable de continuité d'exploitation et, selon les éléments probants recueillis, quant à l'existence ou non d'une incertitude significative liée à des événements ou situations susceptibles de jeter un doute important sur la capacité du Groupe à poursuivre son exploitation. Si nous concluons à l'existence d'une incertitude significative, nous sommes tenus d'attirer l'attention des lecteurs de notre rapport du commissaire sur les informations fournies dans les comptes consolidés au sujet de cette incertitude ou, si ces informations ne sont pas adéquates, d'exprimer une opinion modifiée. Nos conclusions s'appuient sur les éléments probants recueillis jusqu'à la date de notre rapport du commissaire. Cependant, des situations ou événements futurs pourraient conduire le Groupe à cesser son exploitation;

RSM

- nous apprécions la présentation d'ensemble, la structure et le contenu des comptes consolidés et évaluons si les comptes consolidés reflètent les opérations et événements sous-jacents d'une manière telle qu'ils en donnent une image fidèle ;
- nous recueillons des éléments probants suffisants et appropriés concernant les informations financières des entités ou activités du Groupe pour exprimer une opinion sur les comptes consolidés. Nous sommes responsables de la direction, de la supervision et de la réalisation de l'audit au niveau du Groupe. Nous assumons l'entière responsabilité de l'opinion d'audit.

Nous communiquons à l'organe d'administration notamment l'étendue des travaux d'audit et le calendrier de réalisation prévus, ainsi que les constatations importantes relevées lors de notre audit, y compris toute faiblesse significative dans le contrôle interne.

AUTRES OBLIGATIONS LÉGALES ET RÉGLEMENTAIRES

Responsabilités de l'organe d'administration

L'organe d'administration est responsable de la préparation et du contenu du rapport de gestion sur les comptes consolidés.

Responsabilités du commissaire

Dans le cadre de notre mission et conformément à la norme belge complémentaire (version révisée 2020) aux normes internationales d'audit (ISA) applicables en Belgique, notre responsabilité est de vérifier, dans ses aspects significatifs, le rapport de gestion sur les comptes consolidés, ainsi que de faire rapport sur cet élément.

Aspects relatifs au rapport de gestion sur les comptes consolidés

A l'issue des vérifications spécifiques sur le rapport de gestion sur les comptes consolidés, nous sommes d'avis que celui-ci concorde avec les comptes consolidés pour le même exercice et a été établi conformément à l'article 3:32 du Code des sociétés et des associations.

Dans le cadre de notre audit des comptes consolidés, nous devons également apprécier, en particulier sur la base de notre connaissance acquise lors de l'audit, si le rapport de gestion sur les comptes consolidés comporte une anomalie significative, à savoir une information incorrectement formulée ou autrement trompeuse. Sur la base de ces travaux, nous n'avons pas d'anomalie significative à vous communiquer.

Mentions relatives à l'indépendance

Notre cabinet de révision n'a pas effectué de missions incompatibles avec le contrôle légal des comptes consolidés et est resté indépendant vis-à-vis du Groupe au cours de notre mandat.

Gosselies, le 26 avril 2024

RSM RÉVISEURS D'ENTREPRISES SRL
COMMISSAIRE
REPRÉSENTÉE PAR

CÉLINE ARNAUD
ASSOCIÉE

RSM

WHITESTONE GROUP SA

RAPPORT DU COMMISSAIRE À L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DE LA SOCIÉTÉ POUR L'EXERCICE CLOS LE 31 DÉCEMBRE 2023

(COMPTES ANNUELS)

Dans le cadre du contrôle légal des comptes annuels de la société anonyme Whitestone Group (la « Société »), nous vous présentons notre rapport du commissaire. Celui-ci inclut notre rapport sur les comptes annuels ainsi que les autres obligations légales et réglementaires. Le tout constitue un ensemble et est inséparable.

Nous avons été nommés en tant que commissaire par l'assemblée générale du 10 mai 2021, conformément à la proposition de l'organe d'administration. Notre mandat de commissaire vient à échéance à la date de l'assemblée générale délibérant sur les comptes annuels clôturés au 31 décembre 2023. Nous avons exercé le contrôle légal des comptes annuels de la Société durant dix-huit exercices consécutifs.

RAPPORT SUR LES COMPTES ANNUELS

Opinion sans réserve

Nous avons procédé au contrôle légal des comptes annuels de la Société, comprenant le bilan au 31 décembre 2023, ainsi que le compte de résultats pour l'exercice clos à cette date et l'annexe, dont le total du bilan s'élève à € 14.672.024 et dont le compte de résultats se solde par une perte de l'exercice de € 490.763.

À notre avis, ces comptes annuels donnent une image fidèle du patrimoine et de la situation financière de la Société au 31 décembre 2023, ainsi que de ses résultats pour l'exercice clos à cette date, conformément au référentiel comptable applicable en Belgique.

Fondement de l'opinion sans réserve

Nous avons effectué notre audit selon les Normes internationales d'audit (ISA) telles qu'applicables en Belgique. Les responsabilités qui nous incombent en vertu de ces normes sont plus amplement décrites dans la section « Responsabilités du commissaire relatives à l'audit des comptes annuels » du présent rapport. Nous nous sommes conformés à toutes les exigences déontologiques qui s'appliquent à l'audit des comptes annuels en Belgique, en ce compris celles concernant l'indépendance.

Nous avons obtenu de l'organe d'administration et des préposés de la Société, les explications et informations requises pour notre audit.

Nous estimons que les éléments probants que nous avons recueillis sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion.

Responsabilités de l'organe d'administration relatives à l'établissement des comptes annuels

L'organe d'administration est responsable de l'établissement des comptes annuels donnant une image fidèle conformément au référentiel comptable applicable en Belgique, ainsi que du contrôle interne qu'il estime nécessaire à l'établissement de comptes annuels ne comportant pas d'anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs.

AUDIT | TAX | CONSULTING

RSM Belgium is a member of the RSM network and trades as RSM. RSM is the trading name used by the members of the RSM network. Each member of the RSM network is an independent accounting and consulting firm which practices in its own right. The RSM network is not itself a separate legal entity in any jurisdiction.

RSM InterAudit SRL - Revisseurs d'entreprises - Siège social : Chaussée de Waterloo 1151 - B 1150 Bruxelles
audit@rsmbelgium.be - TVA BE 0436.391.122 - RPM Bruxelles

Member of RSM Europe (Jens Dinnebier Kopmann) - Offices: Aalst, Antwerp, Brussels, Charleroi, Ghent and Ostende

RSM

Lors de l'établissement des comptes annuels, il incombe à l'organe d'administration d'évaluer la capacité de la Société à poursuivre son exploitation, de fournir, le cas échéant, des informations relatives à la continuité d'exploitation et d'appliquer le principe comptable de continuité d'exploitation, sauf si l'organe d'administration a l'intention de mettre la Société en liquidation ou de cesser ses activités ou s'il ne peut envisager une autre solution alternative réaliste.

Responsabilités du commissaire relatives à l'audit des comptes annuels

Nos objectifs sont d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes annuels pris dans leur ensemble ne comportent pas d'anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs, et d'émettre un rapport du commissaire contenant notre opinion. L'assurance raisonnable correspond à un niveau élevé d'assurance, qui ne garantit toutefois pas qu'un audit réalisé conformément aux normes ISA permettra de toujours détecter toute anomalie significative existante. Les anomalies peuvent provenir de fraudes ou résulter d'erreurs et sont considérées comme significatives lorsqu'il est raisonnable de s'attendre à ce que, prises individuellement ou en cumulé, elles puissent influencer les décisions économiques que les utilisateurs des comptes annuels prennent en se fondant sur ceux-ci.

Lors de l'exécution de notre contrôle, nous respectons le cadre légal, réglementaire et normatif qui s'applique à l'audit des comptes annuels en Belgique. L'étendue du contrôle légal des comptes ne comprend pas d'assurance quant à la viabilité future de la Société ni quant à l'efficience ou l'efficacité avec laquelle l'organe d'administration a mené ou mènera les affaires de la Société. Nos responsabilités relatives à l'application par l'organe d'administration du principe comptable de continuité d'exploitation sont décrites ci-après.

Dans le cadre d'un audit réalisé conformément aux normes ISA et tout au long de celui-ci, nous exerçons notre jugement professionnel et faisons preuve d'esprit critique.

En outre :

- nous identifions et évaluons les risques que les comptes annuels comportent des anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs, définissons et mettons en œuvre des procédures d'audit en réponse à ces risques, et recueillons des éléments probants suffisants et appropriés pour fonder notre opinion. Le risque de non-détection d'une anomalie significative provenant d'une fraude est plus élevé que celui d'une anomalie significative résultant d'une erreur, car la fraude peut impliquer la collusion, la falsification, les omissions volontaires, les fausses déclarations ou le contournement du contrôle interne;
- nous prenons connaissance du contrôle interne pertinent pour l'audit afin de définir des procédures d'audit appropriées en la circonstance, mais non dans le but d'exprimer une opinion sur l'efficacité du contrôle interne de la Société;
- nous apprécions le caractère approprié des méthodes comptables retenues et le caractère raisonnable des estimations comptables faites par l'organe d'administration, de même que des informations les concernant fournies par ce dernier;
- nous concluons quant au caractère approprié de l'application par l'organe d'administration du principe comptable de continuité d'exploitation et, selon les éléments probants recueillis, quant à l'existence ou non d'une incertitude significative liée à des événements ou situations susceptibles de jeter un doute important sur la capacité de la Société à poursuivre son exploitation. Si nous concluons à l'existence d'une incertitude significative, nous sommes tenus d'attirer l'attention des lecteurs de notre rapport du commissaire sur les informations fournies dans les comptes annuels au sujet de cette incertitude ou, si ces informations ne sont pas adéquates, d'exprimer une opinion modifiée. Nos conclusions s'appuient sur les éléments probants recueillis jusqu'à la date de notre rapport du commissaire. Cependant, des situations ou événements futurs pourraient conduire la Société à cesser son exploitation;

9

RSM

- nous apprécions la présentation d'ensemble, la structure et le contenu des comptes annuels et évaluons si les comptes annuels reflètent les opérations et événements sous-jacents d'une manière telle qu'ils en donnent une image fidèle.

Nous communiquons à l'organe d'administration notamment l'étendue des travaux d'audit et le calendrier de réalisation prévus, ainsi que les constatations importantes relevées lors de notre audit, y compris toute faiblesse significative dans le contrôle interne.

Nous fournissons également à l'organe d'administration une déclaration précisant que nous nous sommes conformés aux règles déontologiques pertinentes concernant l'indépendance, et leur communiquons, le cas échéant, toutes les relations et les autres facteurs qui peuvent raisonnablement être considérés comme susceptibles d'avoir une incidence sur notre indépendance ainsi que les éventuelles mesures de sauvegarde y relatives.

Parmi les points communiqués à l'organe d'administration, nous déterminons les points qui ont été les plus importants lors de l'audit des comptes annuels de la période en cours, qui sont de ce fait les points clés de l'audit. Nous décrivons ces points dans notre rapport du commissaire, sauf si la loi ou la réglementation n'en interdit la publication ou si, dans des circonstances extrêmement rares, nous déterminons que nous ne devrions pas communiquer un point dans notre rapport du commissaire parce que les conséquences néfastes raisonnablement attendues de la communication de ce point dépassent les avantages qu'elle aurait au regard de l'intérêt public.

AUTRES OBLIGATIONS LÉGALES ET RÉGLEMENTAIRES

Responsabilités de l'organe d'administration

L'organe d'administration est responsable de la préparation et du contenu du rapport de gestion, des documents à déposer conformément aux dispositions légales et réglementaires, du respect des dispositions légales et réglementaires applicables à la tenue de la comptabilité ainsi que du respect du Code des sociétés et des associations et des statuts de la Société.

Responsabilités du commissaire

Dans le cadre de notre mission et conformément à la norme belge complémentaire (version révisée 2020) aux normes internationales d'audit (ISA) applicables en Belgique, notre responsabilité est de vérifier, dans leurs aspects significatifs, le rapport de gestion, certains documents à déposer conformément aux dispositions légales et réglementaires, et le respect de certaines dispositions du Code des sociétés et des associations et des statuts, ainsi que de faire rapport sur ces éléments.

Aspects relatifs au rapport de gestion

A l'issue des vérifications spécifiques sur le rapport de gestion, nous sommes d'avis que celui-ci concorde avec les comptes annuels pour le même exercice et a été établi conformément aux articles 3:5 et 3:6 du Code des sociétés et des associations.

Dans le cadre de notre audit des comptes annuels, nous devons également apprécier, en particulier sur la base de notre connaissance acquise lors de l'audit, si le rapport de gestion comporte une anomalie significative, à savoir une information incorrectement formulée ou autrement trompeuse. Sur la base de ces travaux, nous n'avons pas d'anomalie significative à vous communiquer.

Mention relative au bilan social

Le bilan social, à déposer à la Banque nationale de Belgique conformément à l'article 3:12, § 1er, 8° du Code des sociétés et des associations, traite, tant au niveau de la forme qu'au niveau du contenu, des mentions requises par ce Code, en ce compris celles concernant l'information relative aux salaires et aux formations, et ne comprend pas d'incohérences significatives par rapport aux informations dont nous disposons dans le cadre de notre mission.

Mentions relatives à l'indépendance

Notre cabinet de révision n'a pas effectué de missions incompatibles avec le contrôle légal des comptes annuels et est resté indépendant vis-à-vis de la Société au cours de notre mandat.

RSM

Autres mentions

- Sans préjudice d'aspects formels d'importance mineure, la comptabilité est tenue conformément aux dispositions légales et réglementaires applicables en Belgique.
- La répartition des résultats proposée à l'assemblée générale est conforme aux dispositions légales et statutaires.
- Hormis le non respect de l'article 7:215 du Code des sociétés et des associations en matière d'absence de constitution d'une réserve pour détention d'actions propres, nous n'avons pas à vous signaler d'opération conclue ou de décision prise en violation des statuts, du Code des sociétés et des associations.

Gosselies, le 26 avril 2024

RSM RÉVISEURS D'ENTREPRISES SRL
COMMISSAIRE

REPRÉSENTÉE PAR

CÉLINE ARNAUD
ASSOCIÉE

Charte de Valorisation

Définition de l'Actif Net Réévalué

L'Actif Net Réévalué (ANR) est une méthode de valorisation du patrimoine du groupe. Elle est obtenue en additionnant l'ANR de chacune de nos participations. L'ANR est calculé sur base de la Valeur d'Entreprise (VE) de laquelle sont soustraites les dettes financières et assimilées.
La VE est obtenue sur base de différentes méthodes qui sont présentées ci-dessous.

Investissements cotés

Dans le cas de participations cotées, la règle générale est de prendre le cours de clôture moyen des 20 derniers jours de celle-ci précédant le calcul de l'ANR.

Investissements non cotés

Dans le cas de participations non cotées, nous utilisons trois méthodes de valorisation différentes présentées ci-dessous :

1. **Opération capitalistique**

Lorsqu'une nouvelle opération capitalistique a lieu au sein de l'entreprise, la valeur de la transaction sera prise comme nouvelle référence. Il se peut que cette dernière opération soit notre prise de participation ou l'entrée d'un nouvel actionnaire dans la société.

2. **Multiples de valorisation**

Il s'agit d'une méthode permettant de valoriser une entreprise en la comparant à des entreprises similaires privées ou cotées sur base de multiples de transaction ou de valorisation respectivement.

Dans le premier cas de figure, cela nécessite d'identifier une transaction d'une entreprise comparable pour laquelle les informations sont disponibles. Pour les comparables boursiers, une liste des sociétés cotées comparables basée sur le secteur, la taille et la zone géographique doit être identifiée pour chaque participation. Cette liste doit idéalement rester stable mais des mises à jour sont possibles et seront alors notifiées.

La méthode consiste à calculer des multiples tels que le Price Earning ratio (PE), le Price to Book ratio, l'EV/EBITDA, l'EV/Revenue, ou encore l'EV/EBIT des comparables et de prendre la médiane pour chaque multiple. D'autres multiples peuvent aussi être utilisés et seront alors spécifiés. Une fois les multiples médians des sociétés comparables obtenus, nous multiplions ceux-ci avec les données comptables de l'entité évaluée. Afin d'obtenir la valorisation finale, nous reprenons la médiane des différentes valeurs obtenues selon les différents multiples. Nous utiliserons les dernières données comptables annuelles publiées de nos participations et des comparables pour calculer les différents ratios utilisés.

Une fois la valeur comparable obtenue, une décote due à l'illiquidité et la taille des participations privées est appliquée. Cette décote est généralement de 15%.

3. **Cash-Flows actualisés**

La méthode du « Discounted Cash-Flow » (DCF) est une méthode qui valorise une entreprise sur base de ses flux de trésorerie futurs attendus. La projection des futurs flux de trésorerie se base sur un business plan estimé par le management des participations qui est révisé et ajusté une fois par an au moment de la valorisation.

Un élément important de cette méthode est la valeur terminale. Elle est basée sur une moyenne entre la méthode du « Perpetual Growth Rate » et le multiple de sortie actuel sur le marché ou le multiple historique.

L'autre élément important de cette méthode est le « Weighted Average Cost of Capital (WACC) » (ou « Cost of Equity » sur certains modèles) qui est utilisé comme facteur de réduction (« Discount Rate ») et est calculé à la date de valorisation à l'aide des éléments suivants:

Risk free rate	Obligations à 10 ans allemandes (Bund)
Country risk premium	Obligations 10 ans du pays – Obligations à 10 ans allemandes
Implied equity risk premium	Basé sur les estimations du taux de rentabilité interne des futurs flux de trésorerie de l'Eurostoxx600
Illiquidity and small size risk premium	Ajusté à chaque participation
Cost of debt	Basé sur les données historiques ainsi que sur nos relations avec les banques.
Beta	Unlevered beta de l'industrie en Europe ajusté à l'entité

Pondération des méthodes

Pour comprendre la pondération entre ces trois méthodes, il faut différencier d'un côté, la valeur donnée lors de la dernière opération capitalistique et de l'autre côté, les valeurs obtenues par les méthodes des Multiples et du DCF.

La première méthode étant considérée comme plus réelle à court terme, nous la pondérons en lui attribuant

un poids de 100% à la date de l'opération ou de l'offre. Ce poids décroitra ensuite linéairement sur 2 ans (jusque 0%) à l'avantage des deux méthodes suivantes et ce, de manière proportionnelle. Cependant, dans le cas des sociétés ne générant pas encore de Cash-Flow positif, nous les laisserons à leur valeur d'acquisition pendant 2 ans (sans lissage) avant de les valoriser avec d'autres méthodes. Cette période pourrait varier dans le cas où la valeur obtenue lors de cette opération ne reflèterait plus la réalité. De plus, il se peut que l'une ou l'autre méthode (DCF ou Multiple) ne soit pas applicable ou soit peu pertinente ; dans ce cas de figure nous appliquerons la méthode la plus appropriée.

Dette Nette

Il est important de spécifier que ces trois méthodes donnent une valeur dite « d'entreprise » (à l'exception du ratio P/E). Afin d'obtenir la valeur des actions (« equity value »), il faut soustraire la dette financière nette pour chaque participation ainsi que pour la société mère. La dette financière nette est calculée en soustrayant les trésorerie/liquidités/placement court terme aux dettes financières.

Autres éléments

Les actifs circulants et autres passifs sont repris à leur valeur à la date de la valorisation. Les immeubles sont valorisés sur base du prix d'achat et/ou de rapport d'expertise. Dans le cadre des actions réservées pour un plan d'option, si la valorisation par action est plus grande que le prix d'exercice de ces action, alors la différence sera déduite de la valorisation de l'entité. L'ANR est une valorisation à court terme, les coûts futurs de la holding ne sont donc pas pris en compte. Les taux de change utilisés sont ceux à la date de valorisation.

Fréquence de Valorisation

La valorisation sera faite deux fois par an sur base des comptes annuels complets et clôturés de l'année précédente. Les modèles DCF et des multiples seront révisés en conséquence lors de la rédaction des rapports annuels et semestriels.

Clause de non-responsabilité

L'actif Net Réévalué ne prend pas en compte une éventuelle prime de contrôle, des potentielles illiquidités des titres sur le marché ou encore les coûts d'une cotation ou de la vente d'une participation. Par ailleurs, nous nous engageons à réaliser le présent exercice avec bonne foi et transparence notamment sur les hypothèses prises. Toute exception à cette charte sera notifiée. Nous jugeons bon de rappeler que la valeur finale de l'ANR obtenue reste subjective et dépendante des visions du management, elle est donc à considérer avec précaution.

Poids des méthodes de valorisation utilisées

Participations	Années depuis investissement	Cash-Flows Positifs	VE Immo Fin	VE DCF	VE Multiples
ECP SA	4.0	OUI	0%	50%	50%
W Partners SàRL	12.1	OUI	0%	50%	50%
GFI SA	3.1	OUI	0%	50%	50%
Atima SA	2.3	OUI	0%	50%	50%
Iso-Tech SRL	4.3	OUI	0%	50%	50%
Freedelity SA	2.1	OUI	0%	50%	50%
W Properties SRL	4.0	NON	100%	0%	0%
EMAsphere SA	2.2	NON	100%	0%	0%
Newtree Group SA	1.8	NON	100%	0%	0%
Probiotic Group SA	1.6	NON	100%	0%	0%
Emulco NV	1.3	NON	100%	0%	0%
Battri SAS	0.8	NON	100%	0%	0%
ECP Real Estate SA	1.1	NON	100%	0%	0%
GFI Luxembourg SA	0.3	NON	100%	0%	0%
GFI Swiss SA	1.3	NON	100%	0%	0%
ESG	–	OUI	100%	0%	0%
Abbove	–	OUI	100%	0%	0%
Clay Capital + Créance	–	NON	100%	0%	0%
Sibelco	–	OUI	100%	0%	0%

Whitestone Group SA

Frédéric Pouchain \ CEO
représentant Interprim's SA

Route de Genval 32
1380 Lasne
RPM Brabant Wallon 0467.731.030

www.whitestone.eu

TICKER \ ROCK (Euronext Bruxelles)

\ GROUP

Whitestone

2022

Rapport Annuel

GROUP

Whitestone

Sommaire

5 \\ Message aux actionnaires

10 \\ Stratégie & Chiffres Clès

14 \\ Participations

GFI
European Capital Partners
Whitestone Partners
ISO-Tech
Atima
Freedelity
EMAsphere
Emulco
Probiotic Group
Newtree Impact

25 \\ Responsabilité sociétale

28 \\ Gouvernance &Equipe

30 \\ Actif Net Réévalué

32 \\ Rapport de gestion

44 \\ Annexes

Annexe aux comptes consolidés
Rapport du Commissaire
Charte de valorisation

Chers Actionnaires,

Nous avons l'honneur d'introduire le second rapport annuel de Whitestone Group relatif à l'exercice 2022.

Ce rendez-vous annuel avec vous est essentiel car il nous permet de communiquer quant à la manière dont votre argent a été investi, la valeur qui a été créée et l'évolution des participations du Groupe. En outre, cet exercice permet d'expliquer notre mission, nos objectifs, notre stratégie d'investissement et notre responsabilité sociétale.

Si nous communiquons vers nos actionnaires principalement lors de la publication des comptes semestriels et annuels ou lors d'opérations de (dés)investissements ou sur le capital, il se passe beaucoup de choses dans le Groupe tout au long de l'année. A côté de l'investissement dans deux nouvelles participations et deux opérations sur des participations existantes, ces douze derniers mois furent bien remplis pour les équipes au niveau de la holding et des participations.

Une holding qui grandit

Au sein d'une holding, les principales tâches récurrentes sont la gestion financière, juridique, administrative, le suivi des participations et évidemment la réalisation de (dés)investissements.

En ce qui concerne la gestion, grâce au recrutement de deux jeunes analystes (Antoine Duchateau et Martin Collier), un travail de fond a pu être réalisé au niveau du suivi financier avec la mise en place de processus, de solutions digitales et de reporting. La consolidation des comptes a été en grande partie automatisée avec EMAsphere, société dans laquelle nous détenons d'ailleurs une participation. La valorisation de nos participations a également fait l'objet d'un travail en profondeur sur sa méthodologie afin de respecter les derniers standards du secteur.

Au niveau juridique et administratif, Sandrine Graas nous a rejoint en tant qu'Office Manager. Elle a nottament passé dix années comme assistante du Secrétaire Général de la Compagnie Nationale à Portefeuille qui fut une société cotée sur le Bel20.

Ces recrutements et réalisations constituent une colonne vertébrale solide qui permettra à Whitestone de grandir tout en conservant une structure de coûts compétitive.

Une valeur des actifs qui augmente

L'étalon de mesure de la valeur pour une holding est l'Actif Net Réévalué (ANR) et son évolution au cours du temps. Comme expliqué en détail dans le chapitre consacré à ce sujet, il est calculé sur base de plusieurs méthodes avec une pondération différente en fonction de la durée de l'investissement.

Une des principales méthodes est celle dite des cash-flows actualisés qui s'appuie sur un business plan (à 5 ans dans notre cas) et un coût moyen pondéré du capital (plus connu sous l'acronyme anglais « WACC ») qui tient compte du coût des fonds propres et des dettes financières. Le coût moyen pondéré des fonds propres (« equity ») utilisé dans nos modèles tourne autour de 10% (allant de 8% à 14% en fonction du risque des participations sachant que le caractère anticyclique de GFI tire la moyenne vers le bas). Ce pourcentage correspond à l'hypothèse de rendement

\\ L'étalon de mesure de la valeur pour une holding est l'Actif Net Réévalué (ANR).

annuel moyen minimum ciblé pour nos investissements, hors effet de levier lié aux dettes d'acquisitions.

Sur base des comptes à fin 2022 ajustés de quelques éléments mineurs, l'ANR est estimé à 29,5 M€ correspondant à une valeur par action de 12,96 €. Cela représente une hausse de 23% par rapport à celle qui avait été utilisée dans le cadre de la fusion avec Evadix et de la levée de fonds (10,54 € par action). Deux facteurs expliquent cette progression de l'ANR pour environ la moitié chacun.

Le premier facteur est la valorisation faite pour l'IPO et la levée de fonds par un partie tiers qui s'est avérée imprécise. Nous avons donc corrigé le tir sur certains points, notamment les comparables de certaines sociétés. Le deuxième facteur est la réalisation, et même le dépassement, des budgets pour Gold and Forex International (GFI) et Treestone (SPV/JV détenant Iso-tech et Atima), qui représentent plus de la moitié de l'ANR.

Si on ne tient compte que de la valeur des participations (soit hors liquidités et actions propres ainsi qu'actifs et passifs divers, la valeur du portefeuille s'élève à 25,7 M€ (soit 11,26 €/action). En comparant ce montant avec celui historiquement investi dans les participations (10,8 M€), cela donne un rendement annuel composé moyen de 29% réalisé principalement depuis fin 2019, date à laquelle la décision stratégique de faire du Private Equity (PE) l'activité principale de Whitestone a été prise.

Même si aucune cession n'a été effectuée à date, ni aucun dividende distribué, Whitestone a déjà créé de la valeur.

Des réservoirs de valeurs

La question que les actionnaires sont en droit de se poser est de savoir s'il y a encore du potentiel de croissance. S'ils estiment que Whitestone n'en a plus, le souhait de vendre les actions Whitestone Group (« ROCK ») serait légitime. Dans le cas contraire, leur vœu serait d'en acheter davantage. Il existe encore à minima trois réservoirs de valeur, toutes choses étant égales par ailleurs.

Le premier est la génération du coût moyen pondéré des fonds propres par les participations qui génèrent des cash-flows positifs, à savoir 10% en moyenne par an, sous condition de réalisation des business plans.

Le deuxième est la création de valeur potentielle sur les derniers investissements réalisés grâce à la levée de fonds, à savoir la deuxième tranche dans EMAsphere, Freedelity, Probiotic Group, Newtree Impact et Emulco, qui sont encore repris à leurs valeurs d'investissement historique dans l'ANR, pour un montant total de 7,9 M€.

Le troisième est le remboursement des dettes d'acquisition qui va représenter entre 30 et 40 centimes par action chaque année jusqu'en 2028 (1,79 € par action au total).

Au regard de ces éléments, et de ceux qui suivent, nous vous laissons juger de la réponse.

Des résultats consolidés qui progressent

Les comptes consolidés en 2022, dont les méthodes et les chiffres sont détaillés à la fin de ce rapport, affichent un chiffre d'affaires de 234 M€, un EBITDA de 2,4 M€ et un résultat net de -1,1 M€ pour notre quote-part du Groupe. Les capitaux propres s'élèvent à 15,3 M€ et le pied de bilan à 27,1 M€.

La perte s'explique par l'amortissement des *goodwill* (pour 1,7 M€) dans les normes comptables belges. Ces derniers correspondent à la différence entre la valeur comptable des fonds propres et le prix payé. Cet écart est en général positif et ce d'autant plus si la société est profitable et si ses avantages compétitifs se basent sur des actifs intangibles (ex : logiciels, base de données, R&D).

Même si la comparaison avec les comptes de 2021 n'est pas pertinente – la consolidation ne portant que sur les six derniers mois de l'année après la fusion entre Whitestone et Evadix – on peut sans nul doute affirmer que les résultats du Groupe sont en progression. A titre d'information, l'EBITDA consolidé publié l'année dernière s'élevait à 110 k€.

Il est à noter que dans les normes comptables internationales (IFRS), les *goodwill* ne doivent pas être amortis mais justifiés au travers d'un *impairment test*, similaire à l'exercice réalisé pour notre ANR. Dans les normes belges, il faut aussi vérifier que la valeur de marché soit bien supérieure à celle comptable et acter une réduction de valeur dans le cas contraire.

A fin 2022, la dette financière consolidée brute s'élève à 5,4 M€. Comme expliqué dans le message de l'année dernière, il n'y a pas de dettes financières au niveau de la holding et les dettes d'acquisition sont logées dans des entités dédiées (*Special Purpose Vehicule*). Sur 2022, un montant global de 0,7 M€ a été remboursé, montant qui s'élèvera à 1,3 M€ en 2023.

fiscalistes et auditeurs). Le résultat net sera fonction des dividendes des participations et des intérêts sur les prêts intra-groupes. A noter que cette année, même si ce n'est pas matériel, il y a eu une réduction de valeur de 75 k€ sur notre participation dans Koleop SA (Morning Blue) car la société a dû faire aveu de faillite.

Le budget de la holding prévoit un EBITDA autour de -600 k€. Par rapport aux actifs gérés (~34 M€ en incluant les dettes d'acquisition), cela représente environ 2% de frais de gestion. Si ce ratio est tout à fait acceptable pour une société cotée et par rapport à un fonds PE, notre objectif est de le diminuer autour de 1%. En fonction du nombre d'investissements, il devrait être possible de gérer entre 50 et 100 M€ avec l'équipe actuelle.

\\ Il existe à minima trois réservoirs de valeur.

Ces dettes d'acquisition devraient entièrement être remboursées en 2028 et il ne restera plus que l'emprunt pour l'acquisition du siège social à Lasne, contracté sur 20 ans. A partir de cette année-là, tous les flux de dividendes remonteront au niveau de la holding excepté GFIN (SPV qui détient GFI) qui va déjà distribuer un premier dividende de 100 k€ (soit 57 k€ pour notre quote-part) au titre de son exercice 2022.

Au niveau des comptes sociaux de la holding, le chiffre d'affaires s'élève à 174 k€, l'EBITDA à -514 k€ et le résultat net à -582 k€. Les capitaux propres s'élèvent eux à 15 M€ et le pied de bilan à 15,9 M€.

Les revenus proviennent de prestations effectuées (administratives financières, stratégiques) pour nos participations. Les coûts sont constitués des frais généraux et ceux liés à l'analyse de dossiers d'investissements lors d'appel à des tiers sur des sujets spécifiques et ponctuels (avocats,

Au 31 décembre 2022, les liquidités au niveau de la holding totalisent 4,4 M€ (ce compris les actions détenues en propre), représentant 15% de son actif net réévalué.

Des participations qui se développent bien

La mission de Whitestone Group consiste à investir dans des PMEs locales pour les développer de manière profitable et responsable en y jouant le rôle d'actionnaire professionnel. La bonne santé financière de la holding dépendra de celle de ses participations et il est donc primordial qu'elles génèrent des cash-flows positifs.

C'est heureusement le cas pour 76% de l'ANR (hors liquidités) et en particulier pour les deux actifs les plus importants, à savoir GFI et Treestone.

Avec un chiffre d'affaires de 231 M€, un EBITDA de 2,3 M€ et un résultat net de 1,5 M€, **GFI** a réalisé la deuxième meilleure année de son histoire, la première était en 2012

durant la crise de la dette grecque. Cet actif a bénéficié de l'aversion au risque provoquée par la guerre en Ukraine mais également du dynamisme commercial inculqué par le management. En 2022, l'or en euro a pleinement joué son rôle de valeur refuge et de rempart contre le retour de l'inflation. Investir dans Whitestone est donc un moyen d'avoir de l'or dans son portefeuille sans être exposé à son cours. Bravo donc à toute l'équipe sous la direction de Sandro Ardizzone qui suit par ailleurs toujours de près la marche des affaires du Groupe en tant que président du Comité d'Investissement.

Treestone a également connu une année record en 2022 sous la direction des deux CEOs, Naji El-Masri et Alain Genard, actionnaires de la JV à nos côtés. Au niveau consolidé, le chiffre d'affaires a atteint 5,5 M€, l'EBITDA 1,1 M€ et le résultat net 651 k€. En parallèle de ces bons chiffres, il y a également eu le déménagement en fin d'année d'Atima dans une nouvelle usine située dans le zoning industriel des Hauts-Sarts à Liège. La décision de quitter le site loué à Pepinster avait dû être prise après les inondations en juillet 2021.

En continuant avec les participations par ordre décroissant d'importance dans la valorisation, **EMAsphere** a affiché une belle croissance de son chiffre d'affaires de 30%. En ligne avec les projections de son business plan, la société n'a pas encore atteint son break- even et l'équilibre des cash-flows est attendu pour fin 2024. Leurs solutions de tableaux de bord automatisés et de consolidation continuent de séduire de plus en plus de PMEs et de sociétés d'investissement. Les partenariats stratégiques avec les banques BNP Paribas en France et en Belgique ainsi qu'avec Belfius devraient permettre d'atteindre plus rapidement davantage de clients.

L'activité de gestion d'actifs a continué à se développer au travers de la participation dans **European Capital Partners** au Luxembourg qui a dépassé le milliard d'actifs sous gestion et sous administration en fin d'année grâce à l'activité pour compte de tiers.

Freedelity a aussi enregistré une excellente année proche de son record en 2021 malgré le climat morose chez ses principaux clients actifs dans la distribution qui sont directement impactés par l'inflation.

Les investissements dans **Emulco** et **Probiotic Group** sont encore trop récents dans le portefeuille pour juger de leurs performances. Le développement du chiffre d'affaires et les multiples initiatives commerciales prennent du temps et confirment combien il faut être patient pour une jeune société avant d'atteindre l'équilibre financier d'autant plus si elle est active dans un domaine innovant et en *Business-to-Business*.

Newtree Impact continue de se positionner comme une société d'investissement (et non un fonds) dans les domaines de l'agri- et du food-tech. Fort du succès de ses deux dernières augmentations de capital début 2022 et 2023 pour un total de 8,4 M€, elle a réalisé sept investissements sur trois continents pendant cette période pour un total de 3,7 M€.

Des projets d'investissement en continu

Même si seulement deux nouvelles participations ont été prises en 2022, de nombreux projets ont été analysés et en particulier deux qui n'ont finalement pas abouti. Ces derniers ont néanmoins été riches en enseignements, en particulier sur l'éventail de nos compétences, l'efficacité de nos processus, l'étendue de nos réseaux et l'attractivité de notre positionnement.

Cette année a aussi été l'occasion d'élargir notre zone géographique avec notre premier investissement en Flandres au travers de la société Emulco localisée dans le port de Gand. Un projet situé en France a également été examiné. A date, nous avons deux projets en cours d'étude dans le secteur technologique. Au regard des liquidités disponibles ainsi que de la réserve pour les frais généraux et des augmentations de capital potentielles de nos participations en cash-flows négatifs, nous serons amenés à probablement arbitrer l'un ou l'autre dossier.

À notre niveau, nous pouvons aussi agir, pour avoir un impact sur l'Environnement.

Une responsabilité sociétale active

Au travers de la *Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)*, l'Union Européenne va imposer progressivement un reporting sur la durabilité des entreprises. Cette nouvelle section sur notre responsabilité sociétale est donc amenée à s'étoffer chaque année dans le rapport annuel mais de manière proportionnelle à notre taille.

Si la notion de durabilité ou de responsabilité sociétale des entreprises (RSE) est souvent liée à l'acronyme « ESG », je pense qu'il est préférable d'aborder ces trois composantes d'une manière séparée car notre capacité à les contrôler ou à les influencer est différente.

En ce qui concerne les aspects de Gouvernance et du Social, il est possible d'avoir de l'influence au niveau de la holding mais aussi des participations et ce d'autant plus que celles-ci sont contrôlées. Comme celles-ci se situent en Belgique ou au Luxembourg, il est plus facile de savoir ce qu'il s'y passe. A notre connaissance, il n'y a aucune discrimination dans le groupe et aucun problème au niveau des relations/conditions sociales.

Avoir un impact majeur sur l'Environnement est sans aucun doute du ressort des Etats au travers de régulations et de la fiscalité. Cependant, nous pouvons aussi agir, à notre niveau, de deux manières. La première consiste à investir dans des sociétés qui développent des produits pouvant réduire la pollution ou l'émission de CO_2, ce qui est le cas des trois sociétés dans notre pôle Environnement. La deuxième manière se fait si possible au travers des participations comme par exemple avec la construction d'une usine passive pour Atima ou avec l'installation de panneaux solaires et de bornes électriques chez GFI.

Tout nouveau projet d'investissement comprend toujours une analyse de ces trois dimensions. En cas de *red flag* sur l'une d'entre elles, le projet est abandonné.

Par ailleurs, l'initiative « B Corp » vient d'être lancée au niveau de la holding avec le soutien de Junior Consulting Louvain afin de faire un état des lieux de ces aspects et idéalement d'obtenir l'agrément. En tout état de cause, ce processus devrait nous permettre de progresser sur ces trois dimensions.

A côté de ces initiatives, nous continuons à accueillir des stagiaires universitaires tout au long de l'année pour leur donner une expérience pratique, incluant les aspects humains du métier d'investisseur.

Le mot de la fin

Nous espérons que ce deuxième Rapport Annuel vous donnera satisfaction tant sur le fond que sur la forme. Nous vous souhaitons une bonne lecture et n'hésitez pas à nous faire part de vos suggestions pour encore améliorer notre communication envers nos actionnaires.

Le prochain rapport financier est prévu dans le cadre de la publication des résultats semestriels, à moins que d'autres sujets ne demandent une communication officielle d'ici là.

Pour terminer ce message, nous remercions les équipes de la holding et des participations pour le travail accompli permettant à Whitestone Group de continuer à bien se développer sur ces douze derniers mois.

Au nom du Conseil d'Administration de Whitestone Group

Frédéric Pouchain
CEO Whitestone Group

Whitestone Group

En quelques mots

Whitestone Group est un holding d'investissement belge, coté sur Euronext Growth Bruxelles, investissant dans des PME ayant principalement leur siège en Belgique. Grâce à son portefeuille diversifié autour de quatre secteurs, il couvre l'ensemble des cycles économiques, qu'ils soient défensifs avec son exposition à l'or physique, en croissance avec l'économie numérique ou cycliques avec des entreprises industrielles et la gestion d'actifs.

Au contraire d'un fonds d'investissement classique de Private Equity (PE), le capital de Whitestone Group est permanent et ne doit conc pas être restitué à ses actionnaires, même s'il doit être bien évidemment rémunéré. Cette approche dite evergreen permet d'investir sur le long terme sans pression de cession.

L'autre différence avec un fonds PE est la liquidité que la cotation boursière offre à l'investisseur qui n'a pas son argent bloqué pendant plusieurs années. Le désavantage d'une cotation peut être la décote de marché sur l'Actif Net Réévalué qui est l'étalon de mesure d'une holding.

Mission

La mission de Whitestone Group est d'investir dans des PMEs locales pour les développer de manière profitable et responsable en y jouant le rôle d'actionnaire professionnel.

Notre objectif pour nos actionnaires est d'assurer une croissance équilibrée du capital confié et du dividende distribué, et ce avec un profil de risque limité.

En quelques dates

2022

Investissement dans **Emulco Group**

Investissement dans **Probiotic Group**

Rachat de 4.54% additionnel de **GFIN**

Participation à la levée de fonds d'**EMAsphère**

Deuxième levée de fonds

2021

Première levée de fonds

Prise de participation dans **Freedelity**

Entrée en bourse sur le marché Euronext Growth

Création de **Whitestone Group** suite à la fusion avec **Evadix**

Acquisition d'**ATIMA** via **Treestone**

Prise de contrôle d'**Evadix**

Acquisition **Gold & Forex International** (GFI)

2020

Prise de participation dans **Newtree Impact** et dans **Morning Blue**

Prise de participation dans **European Capital Partners**

2019

Acquisition d'**Iso-tech**

Création de la joint venture **Treestone**

Création de la Holding **Whitestone Partners** SRL en Belgique

2018

Cession de **Verixi**

2016

Investissement dans **EMAsphere** et dans **Verixi**

2012

Création de **Whitestone Partners** et de **Whitestone SICAF**/**SIF** au Luxembourg

Notre stratégie d'investissement

Stratégie d'investissement

- Minimum 75% des investissements et de l'Actif Net Réévalué (ANR) dans des sociétés générant des cash flows positifs
- Pour les sociétés non rentables, celles-ci doivent pouvoir atteindre le point d'équilibre en cash endéans les 3 ans.
- Investissements principalement en direct avec le CEO/ Management actionnaire afin d'aligner les intérêts
- Représentation au Conseil d'Administration ainsi qu'un rôle actif au niveau de stratégie, du financement, du développement et de la gouvernance
- Diversification entre et dans plusieurs secteurs

Cibles d'investissement

Les sociétés recherchées doivent afficher un score élevé dans chacune des cinq catégories suivantes:

- Résilience au marché
- Solidité de l'entreprise
- Valorisation
- Gouvernance
- Durabilité

Notre rôle d'investisseur

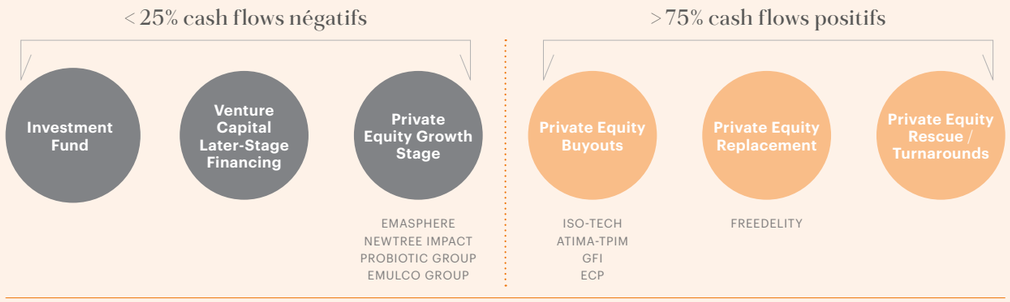
1 Investir
dans des secteurs matures mais offrant un fort potentiel de croissance ou de redéploiement dans le cadre de la transmission d'entreprises et de Management-Buy-Out (MBO)

2 Soutenir
la croissance des start-/scale-ups par du capital en direct ainsi que par un apport de compétences et de réseaux

3 Exercer
le rôle d'actionnaire professionnel dans nos participations au niveau de la gouvernance, de la stratégie, du développement et du financement

4 Aligner
les intérêts financiers avec ceux des dirigeants

Portefeuille actuel (% de l'ANR hors liquidités)



Chiffres clés

Données boursières

TICKER	Rock
PRIX (31/12/2022)	9,3 €
VOLUME SUR L'ANNÉE	225 K€*
NOMBRE D'ACTIONS	2.278.375
MARKET CAP (31/12/2022)	21,2 M€

Données financières 2022

EUR	Consolidés 31/12/2022	Statutaires 31/12/2022
VENTES & PRESTATIONS	234.483.422	174.204
EBITDA	2.359.023	-513.957
RÉSULTAT D'EXPLOITATION (EBIT)	803.123	-557.850
RÉSULTAT NET	-1.086.793	-582.490
CAPITAUX PROPRES	15.265.956	14.976.715
DETTES FINANCIÈRES	5.412.858	0
LIQUIDITÉS (inclus actions propres)	9.561.002	4.417.311

Cours de bourse

*Whitestone Group est côté sur Euronext Growth. Pour plus d'information sur le fonctionnement d'Euronext Growth ainsi que sur la liquidité du titre veuillez consulter le paragraphe « Risques liés à l'illiquidité du titre Whitestone Group » dans le rapport de gestion

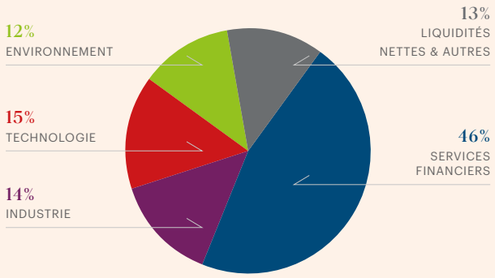
Actif Net Réévalué (31/12/2022)

Valorisation du Groupe

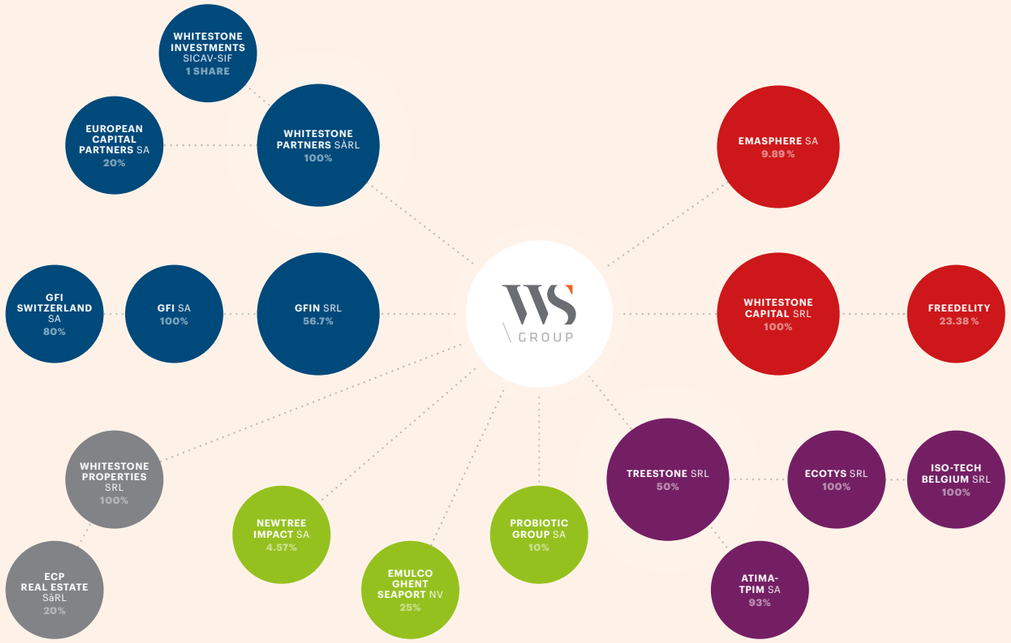
ACTIF NET RÉÉVALUÉ	29,5 M€
PAR ACTION	12,96 €

L'Actif Net Réévalué (ANR) est une mesure financière permettant d'évaluer la valeur d'un groupe en fonction de la valeur de ses actifs sous-jacents, il s'agit d'une mesure standard pour une holding. Pour plus de détails sur son évolution et méthode de calcul, veuillez-vous référer à la section « Commentaire sur l'ANR 2022 ».

Segmentation sectorielle de l'ANR

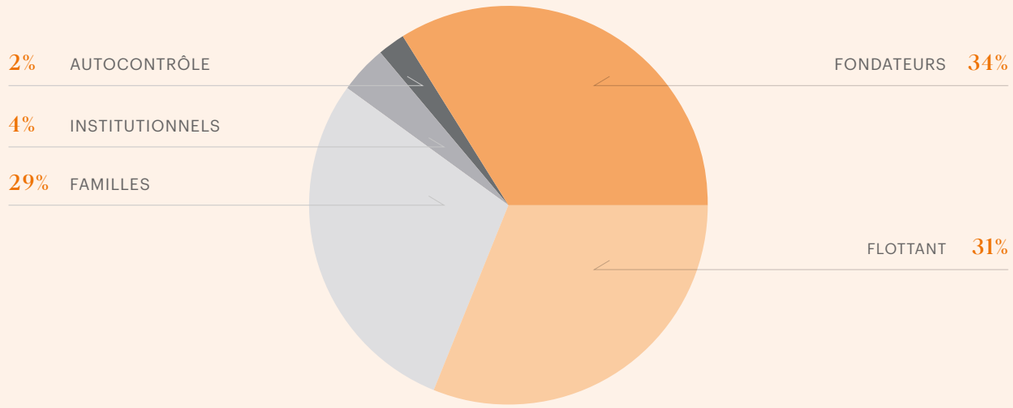


Organigramme



- Services Financiers
- Data Managment & Solutions
- Matériaux composites
- Environnement

Actionnariat



\\ « Whitestone Group transforme les opportunités en réalités, les idées en innovations, et le potentiel en succès. Cette holding met en œuvre symphonie d'investissement et vision, orchestrée par des esprits audacieux qui croient en la puissance de créer et de faire croître des entreprises exceptionnelles.»

Whitestone Group selon ChatGPT

\\ In Gold We Trust

GFI est un courtier spécialisé dans le change de devises (« forex ») et dans l'achat/vente d'or d'investissement et de métaux (argent, platine, rhodium notamment). La Société a été constituée en 2005 et est leader du marché en Belgique.

GFI, en sa qualité de teneur de marché est actif dans toute l'Europe à partir de son siège d'exploitation situé au cœur de Bruxelles. La Société a intégré l'ensemble de la chaîne de valeurs du métier de courtier, depuis l'achat jusqu'au stockage, vente et livraison afin de faciliter le processus de détention d'or physique pour les clients.

Chiffres clés	2022	2021
CHIFFRE D'AFFAIRES	231,4 M€	178,7 M€
EBITDA	2,31 M€	1,60 M€
VOLUME D'OR ÉCHANGÉ	3,3 T	2,7 T
NOMBRE DE PERSONNES	10	11

GFI

www.gfi.gold

Evénements clés

L'année 2022 a été marquée par la croissance à deux chiffres de l'activité or et métaux, principalement sous l'effet de la guerre en Ukraine qui a accru significativement la demande d'or d'investissement, valeur refuge en période de stress et de forte inflation.

Le service de dépôt sécurisé GFI Safe a rencontré un vif succès suite à la fermeture de nombreuses agences bancaires en Belgique. Désormais, acheter et vendre son or est devenu extrêmement simple grâce à la plateforme GFI Safe. La Société en fait un axe de développement stratégique.

La Société a également entamé la refonte de son site internet afin de le convertir davantage en un site « e-commerce » et a lancé de nouvelles initiatives autour du marketing digital, notamment sur les réseaux sociaux en vue de communiquer son offre de valeurs aux générations plus jeunes également.

GFI Switzerland a été constitué afin de développer des activités or à Genève (rue des Barques n°4).

GFI
Gold for brilliant investment

Taking investment to the next level

European Capital Partners

www.europeancapitalpartners.lu

Evénements clés

Malgré l'environnement difficile de 2022, d'autant plus sur les marchés financiers, ECP a continué de croître et a d'ailleurs dépassé le milliard d'actifs sous gestion. Cette croissance est en partie due à son rôle de Super-Manco et donc à la croissance de l'activité d'Asset Servicing.

L'évolution de l'environnement régulatoire ainsi que la croissance des AuM a amené ECP à renforcer ses équipes en 2022 avec notamment l'embauche d'un nouveau Compliance Officer.

Finalement, le bail de location des bureaux d'ECP venant à terme en 2023, les actionnaires ont décidé d'acheter des bureaux de 200m² à Strassen au Luxembourg au travers de la société ECP Real Estate.

EUROPEAN CAPITAL PARTNERS (ECP) est une plateforme ouverte régulée par la CSSF pour la gestion de patrimoine et d'actifs.

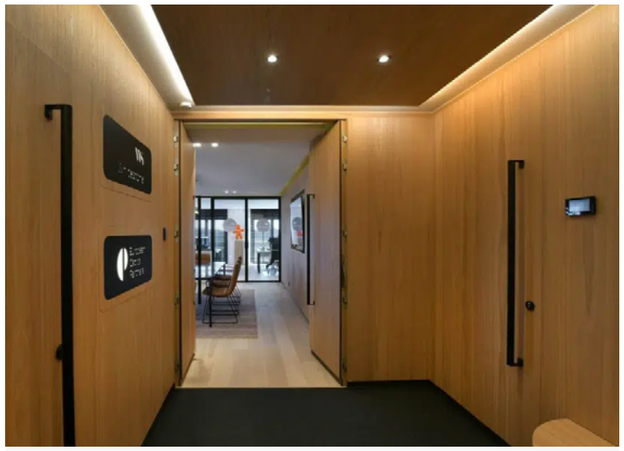
Fondée en 2010 par des entrepreneurs, l'entreprise prend son essor en 2015 en devenant un AIFM, ouvert aux promoteurs de fonds. A compter de 2018, ECP devient une Super-Manco et peut se prévaloir de gérer des fonds UCITS et des fonds alternatifs, tout en fournissant les services MiFiD à la clientèle privée.

C'est à partir de 2020 que l'entreprise se développe à l'international en ouvrant son capital social à des partenaires stratégiques suisses et belges. European Capital Partners sert des investisseurs privés et professionnels possédant des actifs financiers cotés et non cotés. Sa culture est entrepreneuriale, holistique, réactive et flexible. L'entreprise applique au quotidien les normes professionnelles les plus exigeantes dans l'exercice de ses activités.

Chiffres clés	2022	2021
CHIFFRE D'AFFAIRES	2,3 M€	2,3 M€
EBITDA	77 k€	96 k€
ACTIFS SOUS GESTION	1.100 M€	780 M€
NOMBRE DE PERSONNES	15	12

European Capital Partners

Invest different



Whitestone Partners

Evénements clés

En 2022, les marchés financiers ont été fort impactés par la guerre en Ukraine ainsi que par l'inflation, ce qui a poussé les banques centrales à remonter leurs taux directeurs pour la première fois depuis des années. Dans cet environnement instable, le fonds ARMS a particulièrement bien (sur)performé grâce à une gestion active en terminant l'année à -2,4%. Le fonds LEGS a par définition davantage suivi les indices actions et est resté proche du CAC 40 qui a affiché les performances les moins négatives en 2022 (-9.5%).

L'équipe a également travaillé pour automatiser et internaliser le reporting mensuel du portefeuille des clients qui est opérationnel depuis mars 2023.

Un symposium sur le thème « investir et se faire plaisir » a été organisé avec plus d'une soixantaine de participants répartis sur trois soirées. Quatre classes d'actifs ont été abordées par les différents intervenants, à savoir les actions cotées, le private equity, l'or et le vin (premium).

Fondée en 2012, la filiale Whitestone Partners constitue la partie historique de Whitestone Group à savoir la gestion d'actifs cotés. Celle-ci a été installée au Grand-Duché de Luxembourg pour son écosystème autour de la gestion de fonds qui est le deuxième plus important au monde après les Etats-Unis.

Cette société agit comme General Partner de la SICAV-SIF Whitestone Investments qui comprend deux compartiments. Le premier, Absolute Return & Multi Assets (ARMS), est un fonds mixte (actions, obligations, or et cash) avec une stratégie plutôt défensive. Le second fonds, Long Equity Growth Strategy (LEGS), est un fonds actions qui n'investit que dans des holdings, des gestionnaires de fonds, des sociétés (diversifiées) avec un ancrage familial fort, et ce principalement en Europe et aux Etats-Unis.

Chiffres clés	2022	2021
CHIFFRE D'AFFAIRES	355 K€	495 K€
EBITDA *	77 k€	300 k€
ACTIFS SOUS GESTION	31 M€	33 M€
NOMBRE DE PERSONNES	1	1

* Avant interco

WS

Your specialist in Mica insulating material

ISO-Tech

www.iso-tech.be

Evénements clés

2022 a été une année de croissance. Après une année COVID pleine de changements d'habitude en 2020, et une année de consolidation en 2021, nous bénéficions enfin des améliorations engrangées au niveau structurel et opérationnel. L'équipe commerciale a démontré sa force via une augmentation du CA de ± 25%.

Autres évènements clés de l'année:

- Plusieurs roadshows commerciaux en France et en Allemagne
- Développement majeur du business chez Brandenburger (Allemagne)
- Une quinzaine de nouveaux clients
- Réorganisation de l'équipe et de l'entrepôt de stockage de Fleurus
- Adoption d'un nouveau modèle d'évaluation du stock

ISO-Tech est actif dans la vente de matériaux composites, et plus particulièrement la vente du mica, matériau offrant des propriétés électriques et thermiques exceptionnelles.

ISO-Tech travaille principalement pour 2 types de clients:
- **Des entreprises sidérurgiques qui utilisent le mica comme isolant à divers endroits de leur processus de production**
- **Des usineurs qui achètent du mica pour en faire des pièces usinées pour leurs propres clients. Le panel d'industries est large: moteurs électriques, hybrides hydrogène, électro-ménager, etc**

Ces clients se trouvent un peu partout dans le monde (70% en EU, 20% en Asie et 10% en Amérique).

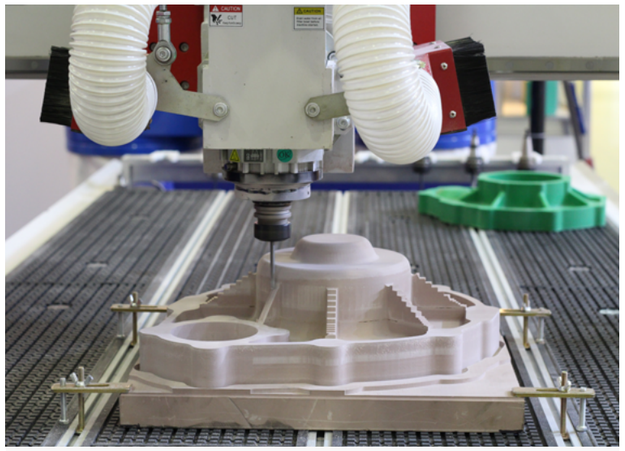
ISO-Tech fonctionne comme une plateforme de trading en achetant de grandes quantités avec un acheminement lent en vue d'une vente au détail avec un acheminement court.

ISO-Tech dispose de sa propre unité de production à Fleurus pour la fabrication de produits combinés.

Chiffres clés	2022	2021
CHIFFRE D'AFFAIRES	2,56 M€	2,07 M€
EBITDA *	450 k€	452 k€
NOMBRE DE PERSONNES	4	5

* Prise en compte de la réduction de valeur du stock de 250 k€ (non-cash) suite au nouveau modèle implémenté

Give shape to your ideas in Composite Materials



Atima

www.atima-tpim.be

Evénements clés

2022 a été une année de métamorphose pour Atima. Après les inondations en 2021, et la décision immédiate de déménager les activités de Pepinster vers Milmort, 2022 a permis une véritable transformation de l'entreprise : les nouveaux bâtiments, les nouveaux flux de production et les nouvelles méthodes de travail offrent à ATIMA les bases nécessaires pour entamer une nouvelle ère de croissance dès 2023.

Autres évènements clés de l'année:

- Renégociation des contrats cadres principaux : Thales, Infrabel, Sonaca...
- Une revue du pricing à la lumière de l'augmentation substantielle du prix des énergies et des matières premières
- Adoption de nouvelles méthodes de travail
- Dossier WE (SOGEPA) & « fonds des calamités » finalisé et accordé

ATIMA est actif dans l'usinage de matériaux composites de tout type offrant des propriétés exceptionnelles (faible poids, résistance à la chaleur, isolation électrique, résistance à la corrosion, aux acides, etc) par rapport aux industries classiques de l'acier et de l'aluminium.

La Société travaille pour différents types de clients:
- **Des entreprises qui ont besoin de pièces en matériau composite afin de remplir une fonction particulière dans le cadre du développement de leurs propres produits;**
- **Des entreprises qui recherchent de la matière composite pour l'usiner par elles-mêmes;**

ATIMA jouit d'une réputation unique pour son savoir-faire et sa capacité d'usiner des pièces « hors norme ».

En outre, ATIMA dispose de son propre matériau, Wartex™, qui est utilisé par les entreprises du monde de la sidérurgie. Ce produit est distribué partout dans le monde.

Chiffres clés	2022	2021
CHIFFRE D'AFFAIRES	2,9 M€	2,7 M€
EBITDA	680 K€	167 k€
NOMBRE DE PERSONNES	14	15

ATIMA-TPIM
Shape your design in composites

Your retail accelerator

Freedelity

Depuis sa création en 2010, Freedelity accompagne les acteurs du secteur du retail dans la collecte, la tenue à jour et le traitement de données personnelles avec une double approche : la prise en compte des besoins et projets des retailers d'une part, mais également de ceux des consommateurs soucieux d'obtenir un maximum de transparence quant au traitement de leurs données personnelles.

A ce jour, les solutions sont déployées dans près de 800 commerces, tels que MediaMarkt, Broze, Pizza Hut, Trafic, Delitraiteur, Prik&Tik, Comptoir des vins, Tournesols, Bongo, Intermarché, Hairdis...

En 12 ans, Freedelity a touché pas moins de 7,2 millions de belges, via au moins un de ses partenaires, et enregistre plus de 25 millions de tickets par an.

Chiffres clés	2022	2021
CHIFFRE D'AFFAIRES	3,2 M€	2,6 M€
REVENU RÉCURRENT ANNUEL	2,5 M€	2 M€
EBITDA	697 k€	579 k€
NOMBRE DE PERSONNES	9	9

www.freedelity.com

Evénements clés

2022 aura été une année marquée par un déploiement majeur dans les points de vente Intermarché by Mestdagh, ainsi que par le recrutement de nouveaux profils pour dynamiser la vente, afin de pouvoir augmenter le pipe commercial et maximiser sa conversion.

CustoCentrix est le canal qui porte la communication entre Freedelity et les acteurs du retail.

myfreedelity.com s'adresse aux consommateurs soucieux de garder le contrôle de l'usage qui est fait de leurs données personnelles et de gérer leurs consentements vis-à-vis des enseignes qui recourent à CustoCentrix pour leurs besoins marketing et CRM.

Freedelity.be redirige les visiteurs vers ces deux portails et porte les services de data quality à l'attention des acteurs du marketing direct.

Freedelity a publiquement annoncé en 2022 un partenariat stratégique avec Worldline. Issu de plusieurs années de collaboration, le partenariat devra permettre aux deux sociétés de proposer les services de Freedelity directement sur les terminaux Android commercialisés par Worldline à partir de 2024.

FREEDELITY

La plateforme de Reporting pour les financiers qui veulent éviter les erreurs et gagner du temps

EMAsphere

EMAsphere, scale-up wallonne, édite une plateforme de reporting pour les financiers qui veulent gagner du temps. Lancée en 2015, EMAsphere a pour mission d'offrir aux CFOs un reporting à jour et à portée de main afin qu'ils/elles puissent enfin se concentrer sur l'analyse de la performance de leur entreprise. La plateforme EMAsphere se connecte automatiquement à tous les logiciels de l'entreprise - système comptable, CRM, ERP, RH - et structure les données en tableaux de bord et indicateurs de gestion financiers et non-financiers.

EMAsphere offre aussi des fonctionnalités d'expertise telles que la consolidation de gestion, les analytiques, le suivi de trésorerie, et la création de budgets et prévisions. La société compte aujourd'hui plus de 60 collaborateurs, situés en Belgique et en France et est déjà plébiscitée par plus de 10 000 entreprises.

Chiffres clés	2022	2021
CHIFFRE D'AFFAIRES	4,1 M€	3,2 M€
REVENU RÉCURRENT ANNUEL	3,2 M€	2,3 M€
EBITDA	-2,7 M€	-3,1 M€
NOMBRE DE PERSONNES	63	63

www.emasphere.com

Evénements clés

2022 a été marquée par :

- L'annonce de deux nouveaux partenariats bancaires clés

  Nos partenariats avec la banque BNP Paribas en France ainsi que Belfius en Belgique ont été annoncés en 2022. Ces partenariats sont une suite logique aux partenariats annoncés en 2021 avec BNP Paribas Fortis.

  Les banques ont aussi à cœur de proposer à leurs entreprises clientes une solution fiable facilitant l'analyse de leurs performances. C'est ce qu'elles ont trouvé avec EMAsphere.
- Confirmation de l'augmentation de capital de 5,7 millions d'euros réalisée au début 2022 avec deux objectifs :
  - Renforcer le développement du produit afin d'offrir aux CFOs un reporting toujours plus fiable.
  - Développer le réseau de partenaires (notamment les partenaires bancaires).
- Nouvelle identité visuelle de l'entreprise et de la plateforme qui marque aussi la migration vers une nouvelle technologie (Angular)
- Nominé aux « Scale-up de l'Année 2022 »

EMAsphere

Full service provider for high end emulsions

Emulco

www.emulco.com

Evénements clés

- Whitestone Group et Mr. Goblet ont injecté 3M€ permettant d'assainir le bilan d'Emulco afin de permettre le bon développement de l'entreprise.
- Emulco a son propre laboratoire de Recherche et Développement ainsi qu'un site de production avec une capacité établie de 5.700 tonnes d'emulsions/an
- Un plan de croissance ambitieux doit amener Emulco au break-even dans les 2 prochaines années, en se focalisant principalement sur les marchés des panneaux de bois et des emballages papiers.

Localisé dans le port de Gand, Emulco a une dizaine de personnes à son bord. Elle offre un one stop shopping du laboratoire à la production, en passant par le pilote. L'entreprise propose également du travail-à-façon, que ce soit pour des petites ou des grandes quantités de produits finis. Des années de recherche spécifique ont permis à Emulco de mettre au point une technologie de production innovatrice et compétitive dans le domaine des émulsions aqueuses, principalement à base d'ingrédients naturels pour remplacer les émulsions d'origine pétrolière.

Les principaux débouchés de ces émulsions bio se retrouvent actuellement dans le secteur du panneau de bois laminé et des emballages papier pour le contact alimentaire, en remplacement les emballages plastiques. De nombreuses autres applications font jour, particulièrement dans l'environnement législatif actuel et avec la demande croissante de produits naturels.

Chiffres clés	2022
CHIFFRE D'AFFAIRES	1,3 M€
EBITDA	-660 k€
VOLUME PRODUIT	1.100 T
NOMBRE DE PERSONNES	6

Quand la science se passionne pour la nature

Probiotic Group

www.probiotic-group.com

Evénements clés

- Augmentation de capital de 2,5M€
- Ouverture d'un labo R&D de pointe au sein de la « House of Biohealth »
- Signature avec de nouveaux distributeurs pour une couverture européenne complète
- Avancée vers l'établissement d'un standard d'efficacité des produits de nettoyage microbiens

Probiotic Group recherche, développe, conçoit, produit et distribue des produits d'hygiène et de soins à base de technologie probiotique.

Entreprise biotechnologique de pointe et acteur unique dans son secteur, Probiotic Group s'adresse tant au secteur B2B que B2C en réalisant une personnalisation de masse des solutions et en veillant au meilleur équilibre entre efficacité, prix et durabilité.

Forte d'une expertise reconnue par des acteurs de renoms, la Société développe des produits dont les vertus sont démontrées et prouvées scientifiquement et représentent une alternative aux produits chimiques traditionnels. Les produits conçus permettent de couvrir tout l'environnement externe auquel nous sommes quotidiennement confrontés, tant pour l'homme que pour les animaux.

Chiffres clés	2022
CHIFFRE D'AFFAIRES	500 k€
EBITDA*	-1,2 M€
NOMBRE DE PERSONNES	23

* Hors subsides d'exploitation

Investing into the future of food

Newtree Impact

www.newtreeimpact.com

Evénements clés

- Levée de capitaux de plus de 4,1 M€ avec l'entrée au capital de quelques Family-offices importantes et des fonds Noshaq et IMBC Spinnova.
- Doublement du nombre de participations et des montants investis.
- Présence de 12 lignes dans le portefeuille, avec plus de 14 transactions historiques.
- Un investissement stratégique dans les aliments fonctionnels issus de microalgues (Algama) et la construction future d'une usine à Liège.
- Prise d'une première position dans la fermentation de précision d'arômes naturels (EvodiaBio).

Newtree Impact est né en 2021 sur les racines de la marque Newtree et suite à la filialisation de la société de chocolat, Newtree Group SA. Au travers de sa cotation sur Euronext, Newtree Impact veut rendre l'investissement à impact accessible à tout un chacun. L'entreprise investit dans des technologies susceptibles de transformer la manière dont on produit et consomme notre alimentation, et ceci afin de nourrir une population toujours croissante faisant face à une forte détérioration des écosystèmes. Les secteurs approchés sont toutes les alternatives aux protéines animales, les protéines végétales, les puits de carbone ou toute innovation de la chaine alimentaire offrant une meilleure solution climatique à celle préexistante.

Chiffres clés	2022	2021
ACTIFS SOUS GESTION	7,6 M€	6 M€
NOMBRE DE PARTICIPATIONS	12	6
INVESTISSEMENTS RÉALISÉS	3,5 M€	2,4 M€
NOMBRE DE PERSONNES	3	3

Responsabilité sociétale

Au travers de la *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), l'Union Européenne va imposer progressivement un reporting sur la durabilité des entreprises. Cette analyse extra-financière devient progressivement incontournable dans le monde de l'investissement. Cette nouvelle section sur notre responsabilité sociétale est donc amenée à s'étoffer chaque année dans le rapport annuel de manière proportionnelle à notre taille et avec des aspects pratiques et non théoriques.

La notion de responsabilité sociétale des entreprises (RSE) ou de durabilité est souvent liée à l'acronyme « ESG » pour Environnement, Social et Gouvernance. La différence entre ces deux notions est que la RSE est qualitative et déterminée par des considérations et engagements internes tandis que l'ESG est quantitatif et déterminé par des exigences externes (notamment des cadres et normes internationaux).

Au départ, la majorité des entreprises n'ont pas adhéré spontanément à ces nouvelles responsabilités non financières mais la pression des investisseurs, des banques et des régulateurs les y amène progressivement sans même parler de celle des clients et de leurs collaborateurs, surtout des jeunes générations.

Whitestone Group mesure les enjeux liés au développement durable dans l'économie et tous les secteurs qui la composent. Par contre, il n'est pas question de s'atteler au « check the box » ou au « greenwashing ». Mieux vaut alors ne rien dire ou dire que l'on y travaille mais que nous ne sommes pas encore prêts. Un tel cas de figure ne serait pas nécessairement dû à un manque de volonté, mais de ressources (financières ou humaines).

L'autre difficulté pour une société d'investissement ou une holding est qu'elle ne gère souvent pas toute seule, ni directement les participations. Même s'il y a toujours une présence à l'assemblée générale des actionnaires et parfois au conseil d'administration, la transmission des objectifs RSE ou la remontée des données ESG n'est pas toujours fluide et réactive.

Label B Corp

Si les collaborateurs, administrateurs et probablement actionnaires de Whitestone Group sont tous sensibles au thème de la durabilité et comprennent de quoi il en ressort, il n'est pas évident de savoir ce que cela signifie concrètement, comment agir et s'améliorer.

Pour nous y aider, l'initiative « B Corp » a été lancée avec le soutien de Junior Consulting Louvain. Il s'agit d'une certification reconnue internationalement qui indique que la société répond à des normes strictes en matière de performance sociale et environnementale, de transparence et de responsabilité au travers de ses investissements et dans son fonctionnement interne. Aujourd'hui, c'est une communauté de plus de 5.000 entreprises issues de 150 secteurs et plus de 75 pays.

Si Whitestone ambitionne d'obtenir ce précieux label B Corp, il n'est pas certain de pouvoir l'atteindre rapidement, le score minimum étant d'obtenir 80 points sur 200 sachant qu'il vaut mieux avoir une marge de sécurité pour l'audit officiel. Dans un premier temps, seule la holding sera concernée. La certification est longue et fastidieuse mais, en tout état de cause, ce processus permettra de progresser sur les dimensions ESG. Par ailleurs, l'obtention de ce label engagera la société dans un processus de transformation à long terme et donnera une visibilité accrue sur nos valeurs.

Nous n'avons pas attendu que ces thèmes deviennent à la mode pour agir et des engagements sociétaux avaient été pris dès la création de Whitestone Group (voir graphique « Notre engagement sociétal »).

L'Environnement comme secteur clé d'investissement

Dès le départ, l'Environnement était un des secteurs dans lequel Whitestone Group voulait être actif, plus particulièrement dans la chimie verte/organique et dans l'agroalimentaire pour avoir de l'impact.

Notre engagement sociétal

1 Comportement éthique
Nous adoptons un comportement éthique au niveau de la gouvernance de et dans nos investissements

2 Créations d'emploi
Nous créons des emplois en consacrant des moyens humains, technologiques et financiers pour faire grandir les sociétés.

3 Impact environnemental
Un des secteurs stratégiques d'investissement est l'environnement

4 Soutien des jeunes universitaires
Nous offrons des stages et donnons des conférences et des cours dans différentes universités belges

5 Support aux associations de proximité
Sport, social et l'entrepreunariat

Dans cette optique, Whitestone Group investit dans des sociétés qui développent notamment des produits pouvant réduire la pollution ou l'émission de CO_2. Fin 2022, le pôle Environnement composé de Newtree Impact, Probiotic Group et d'Emulco représentait 12% de l'ANR (contre 2,5% en 2021).

La mission de Probiotic Group est une bonne illustration de l'impact recherché :

« Résoudre des problèmes de santé publique en faisant appel à la nature, c'est plus qu'une ambition, c'est notre mission. Chez Probiotic Group, nous nous voulons acteur du changement. En association avec des scientifiques d'expertises diverses, notre laboratoire développe des solutions pour l'avenir. Nos équipes de chercheurs s'attachent à comprendre les systèmes et à mettre en valeur les ressources naturelles pour créer des produits nettoyants et d'hygiène de qualité à base de probiotiques. Nous développons des solutions efficaces, innovantes et respectueuses de l'environnement. »

Ou encore la mission de Newtree Impact qui est de combattre le réchauffement climatique en investissant dans des entreprises qui développent des technologies pour révolutionner l'industrie agroalimentaire.

Un autre axe d'influence est d'agir au niveau de ses participations si/quand cela est possible. A titre d'exemple, la société Atima a profité de la construction d'une nouvelle usine pour réduire son bilan énergétique/carbone.

L'équipe de Lasne

Par définition, une holding n'a pas pour mission de produire et la majorité de ses actifs comptables sont des immobilisations financières. Néanmoins, il ne serait pas possible de remplir sa mission sans des actifs corporels au sens propre du terme, à savoir des collaborateurs en chair et en os. Ceci est d'autant plus vrai quand la taille de l'équipe est petite car chaque individu a alors un impact majeur sur l'organisation et la performance. Un ADN commun est indispensable pour que cela fonctionne.

Afin d'attirer et retenir des talents avec cet ADN, Whitestone Group s'efforce de créer un environnement de travail épanouissant et dynamique propice au développement personnel et collectif. Pour progresser an niveau des hard skills, la formation informelle est continue et celle formelle est encouragée. Par exemple, la première année de la formation de Chartered Financial Analyst (CFA) d'Antoine Duchateau a été financée et du temps libre avant les examens lui a été accordé. Notons au passage qu'il a brillamment réussi en étant dans le top 10% sur un taux de réussite de seulement 30%. Cependant, il lui reste encore deux ans d'étude pour obtenir cette certification qui confère une reconnaissance professionnelle internationale.

Au niveau de l'équilibre entre vie privée et vie professionnelle, une totale autonomie est donnée au niveau du télétravail et des horaires. Malgré cette organisation souple, le travail se fait principalement au bureau et personne ne compte ses heures. Le cadre de travail chaleureux et ouvert ainsi que les interactions permanentes y contribuent certainement. Un de nos mottos qui est que « l'on travaille sérieusement mais on ne se prend pas au sérieux » résume bien l'environnement de travail dans nos beaux bureaux à Lasne.

Tout au long de l'année, Whitestone accueille des stagiaires universitaires pour leur offrir une première expérience de terrain enrichissante et dynamique dans le monde de l'investissement. Ces étudiants sont membres à part entière de l'équipe et vivent le quotidien de l'entreprise à nos côtés.

Une Gouvernance équitable

Dans le métier de Whitestone en tant qu'actionnaire professionnel, la gouvernance joue un rôle prépondérant et est en général le point de départ dans la relation avec une participation.

Lorsque Whitestone décide d'investir, une convention d'actionnaires est toujours négociée, qui s'avère aussi importante que le prix payé. La recherche d'une équité et d'un équilibre des droits et des obligations de chacun est toujours exigée. Cependant, le jour où nous devrions ressortir une telle convention, cela représenterait un échec de la gouvernance.

De plus, par sa présence et un rôle actif dans tous les conseils d'administration de ses participations, Whitestone s'efforce de se comporter en administrateur assidu et irréprochable en travaillant d'abord pour les intérêts de la société et ensuite pour celui de l'actionnaire. Un des challenges les plus difficile dans la gouvernance est sans doute de ne pas mélanger les deux casquettes au profit de la seconde, d'autant plus quand la marche des affaires ne se passe pas comme prévu.

Une de nos revendications et réalisations fétiches en gouvernance est la participation au capital des collaborateurs de l'entreprise dans l'optique d'aligner les intérêts en participant à la création de valeur avec les actionnaires. Par exemple, Whitestone a accompagné Freedelity pour que les employés détiennent 5% du capital au travers d'une nouvelle société (Freedeliteam) dont ils sont actionnaires. Cet investissement a été financé par du capital, de la dette bancaire remboursée par le dividende et un crédit vendeur. D'ici cinq ans, cette participation sera rachetée par Freedelity sur base du même multiple de valorisation que pour l'acquisition.

Soutien à des associations locales

Chez Whitestone Group, nous sommes tous fans de sports que l'on parle d'en pratiquer ou d'en regarder. Si c'est évidemment bon pour la santé et clé dans l'équilibre personnel, on se retrouve aussi dans les valeurs qu'il enseigne.

C'est pourquoi nous avons décidé de soutenir financièrement deux clubs sportifs locaux : le Rugby Club La Hulpe (RCLH), qui a été une nouvelle fois champion lors de la saison 2021-2022, et le Hoekies HC R(h)ode, nouveau club de hockey de Rhode-Saint-Genèse par le biais de GFI.

Comme déjà expliqué ci-dessus, nous attachons beaucoup d'importance à la formation et à la connaissance. C'est dans cette optique que Whitestone Group est partenaire du Réseau Entreprendre Bruxelles. Ce réseau international a pour but d'accompagner des entrepreneurs dans le lancement de leurs nouveaux projets. Dans ce cadre, l'équipe de Whitestone propose des formations sur divers sujets principalement financiers, comme par exemple sur la réalisation d'un Business Plan, formation donnée récemment par un de nos analystes.

De plus, Whistestone a de nouveau sponsorisé le Economic Outlook Dinner organisé en mars dernier par l'University of Chicago Alumni in Belgium sur le thème « the unbearable lightness of government debt ». Plus récemment, nous avons aussi sponsorisé un événement organisé par Stanford Club of Belgium sur le thème « the future of work ».

D'autres associations locales seront probablement soutenues en cours d'année.

Gouvernance & Equipe

Le Conseil d'administration

HORSIFY SRL représentée
par **Frédéric Pouchain**
Administrateur délégué Whitestone Group
Ingénieur commercial & CEMS Master (LSM/UCL)
MBA Chicago
Exxon – McKinsey
Compagnie Nationale à Portefeuille

PhM ADVISORY SRL représentée
par **Philippe Masset** *
Président
Licencié en droit et en sciences économiques (UCL)
ING – Degroof Petercam
Edmond de Rothschild – BlackFin – Guberna

Olivier Pirotte
Ingénieur commercial (Solvay/ULB)
Arthur Andersen – GBL – Imerys

AGROPELLETS SRL représentée
par **Jean-François Gosse** *
Ingénieur Commercial (UCL Mons)
Aeris - Paradigm – Innovity/Winch Projects
Futura Capital

ALTERNADYVE SRL représentée
par **Antoinette d'Yve de Bavay** *
Licenciée en droit (UCL)
Médiation civile & commerciale
ING – Treetop – Perspicum

Sandro Ardizzone
CEO GFI
Ingénieur commercial (Solvay/ULB)
Arthur Andersen – GDF Suez
Compagnie Nationale à Portefeuille

La société d'investissement et de financement
du Brabant Wallon – Invest BW représentée
par **Pierre de Waha-Baillonville**
Licence et maitrise en administration
et gestion (LSM – UCLouvain)
EY – Decathlon – Invest.BW
BNP Paribas Fortis Private Equity

La société simple REPAMA représentée
par **Simon Renwart**
Bachelier en commerce extérieur
Gestion de sociétés – Entrepreneuriat – Promotion
Immobilière – Eurosoft Finances
Internet Attitude – Localimus

2BAU SRL représentée
par **Imre de Coster**
Licencié en sciences économiques (UCL)
Chartered Public Accountant (CPA Canada)
PWC audit – M&A family office

NAM Invest BV représentée
par **Maximilien d'Oreye de Lantremange**
Ingénieur Civil (UCL)
MSEE San Diego State University
Consultant en stratégie et organisation d'entreprise
Tiernan Communications – Newtec
EVS – Resultance

* Administrateur indépendant

Comité d'investissement

Le comité d'investissement est l'organe
de gestion responsable de la sélection
des dossiers d'investissement de la holding.
Il est composé de 8 membres du conseil
d'administration et de 3 membres additionnels.

Christian Castelain
Membre du comité d'investissement
IBM – Fondateur d'Easi
Administrateur chez Freedelity

Bruno Vanderschueren
Membre du comité d'investissement
Fondateur de Lampiris – BEWATT
General Partner chez Junction

Jean-Christrophe Staquet
Membre du comité d'investissement
Fondateur et CEO chez Camber

Equipe

Frédéric Pouchain
Administrateur délégué Whitestone Group
Ingénieur commercial & CEMS Master (LSM/UCL)
MBA Chicago
Exxon – McKinsey
Compagnie Nationale à Portefeuille
Whitestone Group

Antoine Duchateau
Senior Financial Analyst
Ingénieur Commercial & CEMS Master (LSM/UCL)
Deloitte – Whitestone Group

Martin Collier
Junior Financial Analyst
Ingénieur Financier (LSM/UCL)
Whitestone Group

Jean Colard
Relation Clients
Leleux Associated Brokers – Whitestone Group

Sandrine Graas
Office Manager
Executive Master Degree HR (ICHEC)
CNP – Whitestone Group

Commentaire sur l'ANR 2022

1 Actif Net Réévalué

L'Actif Net Réévalué (ANR) est une mesure financière permettant d'évaluer la valeur d'un groupe en fonction de la valeur de ses actifs sous-jacents. Il se calcule en additionnant les différentes valeurs de ses actifs et en y soustrayant les dettes financières nettes du groupe.

En cas de cotation sur un marché public, on peut diviser l'ANR par le nombre d'actions du groupe pour le comparer au cours de bourse. En cas de différence négative, on parlera d'une décote de holding et d'une surcote dans le cas contraire.

Notre méthodologie pour calculer cette valorisation est détaillée dans la charte de valorisation en annexe. En résumé :
- les sociétés n'étant pas encore en cash-flows positifs sont gardées à leurs valeurs d'investissement (pour une durée de 2 ans).
- les valeurs de sociétés en cash-flow positifs sont pondérées sur base de 3 méthodes : les comparables, les cash-flow actualisés et la valeur de la dernière opération capitalistique.

Pour la méthode des comparables et des cash flows actualisés, une décote d'illiquidité, et parfois de taille, est prise en compte suivant les standards de marché.

Par ailleurs, les cours de bourse utilisés, notamment pour les comparables, se basent sur une moyenne des 20 jours précédant le 31 mars 2023 afin d'intégrer l'impact des publications annuelles des sociétés considérées.

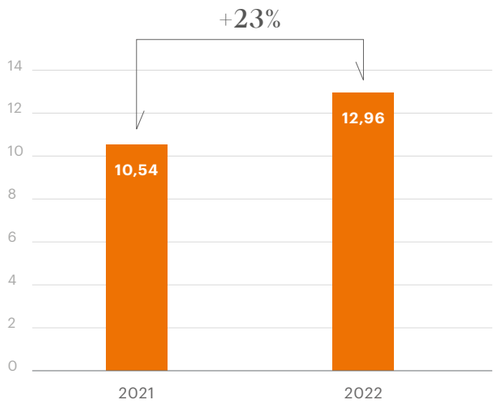
2 ANR de Whitestone Group

L'actif net réévalué calculé par et pour Whitestone Group au 31 décembre 2022 s'élève à **29,5 M€**. Ramené au nombre d'actions, cela donne une valeur estimée de **12,96 €** par action.

Si on compare cette valeur avec le cours de référence lors la fusion avec Evadix et de la dernière levée de fonds fin 2021 (10,54 €), cela représente une progression de 23%.

Comparé au cours de bourse lors de la publication du rapport annuel, qui tourne autour de 10 €, cela représente une décote d'environ 30%.

Evolution de l'ANR par Action | en €



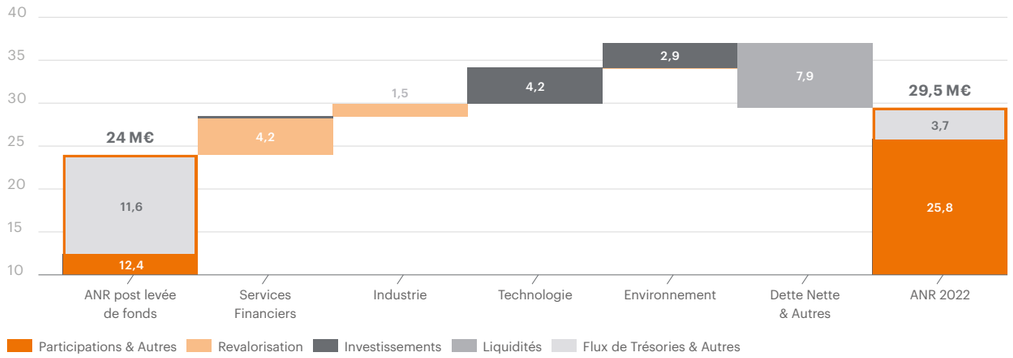
Le graphe à la page suivante détaille la contribution de chaque secteur à l'évolution de l'ANR depuis les levées de fonds de décembre 2021 et janvier 2022. En partant de l'ANR 2021, composé de 12,4 M€ de participations et de 11,6 M€ de liquidités, on remarque une augmentation des secteurs « Services Financiers » et « Industrie » suite à la revalorisation de GFI et de l'ensemble Treestone. Cette croissance de 23% est majoritairement due à 3 facteurs différents :
- la réalisation des business plans des sociétés de ces secteurs fait croître l'ANR du coût de leurs fonds propres (allant de 8% à 14% en fonction des participations).
- une revalorisation sur base de comparables plus appropriés ainsi que l'évolution structurelle (optimisation de coûts) de certaines participations.
- L'effet de levier utilisé lors de l'acquisition de ces participations décuple leur rendement.

L'augmentation des secteurs « Technologie » et « Environnement » dans notre portefeuille est principalement due aux dernières prises de participations (Emulco, Probiotic et EMAsphere) qui n'ont pas encore été revalorisée. En effet, celles-ci ne génèrent pas encore de cash-flows positifs et sont donc laissés à leur valeur d'investissement, comme expliqué dans la charte de valorisation.

Finalement, les flux de trésorerie viennent compenser la valeur des investissements effectués dans l'année. Ils comprennent également d'autres éléments tels que les frais généraux, les actions propres ainsi que des rubriques du bilan de la holding à inclure.

L'ANR 2022 est composé d'un portefeuille d'investissement valorisé à hauteur de 25,7 M€ et d'une position de liquidités de 3,8 M€ (incluant les actions propres et les autres actifs/dettes au bilan), soit 13% du total qui servira à investir et couvrir les frais généraux de la holding.

Détail de la variation de l'ANR | en millions €



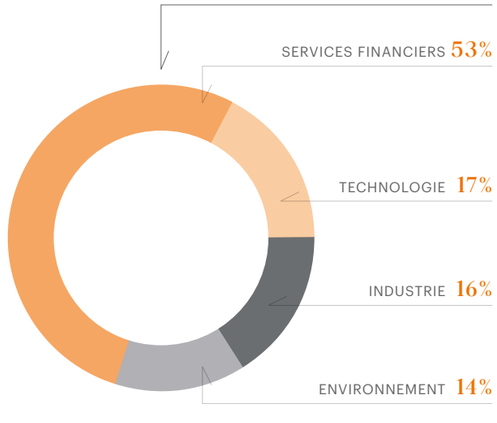
3 Répartition du Portefeuille par secteur et type de sociétés

Les graphes ci-dessous détaillent la diversification sectorielle du Groupe ainsi que sur la proportion de sociétés générant des cash-flows positifs dans le portefeuille (hors liquidités et autres actifs/dettes).

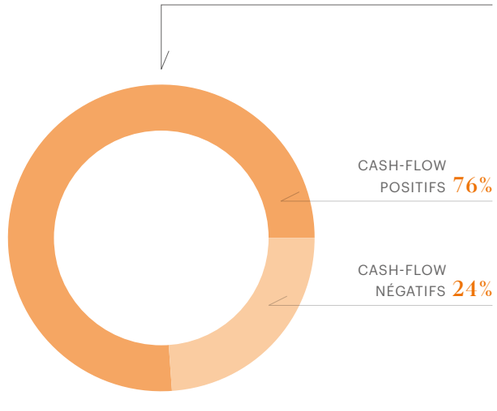
Le secteur des services financiers représente près de la moitié du portefeuille notamment grâce à GFI. La proportion de sociétés dans les secteurs « Technologies » et « Environnement » étant pour la plupart gardées à leurs valeurs d'investissement, peut être sous/surestimée.

Au niveau de l'équilibre du portefeuille entre les sociétés générant des cash-flows positifs/négatifs, le ratio cible 75/25 est respecté, sachant que ces pourcentages peuvent légèrement fluctuer.

Segmentation sectorielle du portefeuille



Segmentation sectorielle du portefeuille par type de société



Rapport de gestion

de l'organe d'administration à l'assemblée générale ordinaire des actionnaires de la SA Whitestone Group

Mesdames, Messieurs,

Conformément à l'article 3:5 du Code des Sociétés et Associations, nous avons l'honneur de vous présenter notre rapport de gestion sur l'exercice compris entre le 1er janvier et le 31 décembre 2022 et portant tant sur les comptes statutaires que sur les comptes consolidés de la société.

Conformément à l'article 3:6 du Code des Sociétés et Associations et aux statuts, nous soumettons à votre approbation les comptes annuels arrêtés au 31 décembre 2022, ainsi qu'un projet de répartition du bénéfice.

\\ 1 Evènements marquants de l'année 2022

Augmentation de capital de Whitestone Group

Dans la foulée de celle faite en décembre 2021, Whitestone Group SA a réalisé une deuxième augmentation de capital finalisée le 24 Janvier 2022. Comme la précédente, celle-ci s'est effectuée via un placement privé à un prix d'émission de 10,54 € par action. Le montant récolté s'élève à 3.591.505 €, prime d'émission incluse, au travers de l'émission de 340.750 nouvelles actions ordinaires. Cette augmentation de capital a été réalisée dans le cadre du capital autorisé lors de l'Assemblée Générale Extraordinaire (AGE) du 24 septembre 2021 et sans droit de souscription préférentielle.

Renforcement de l'organisation

Grâce au recrutement de deux jeunes analystes, un travail de fond a pu être réalisé au niveau du suivi financier avec la mise en place de processus, de solutions digitales et de reporting. La consolidation des comptes a été en grande partie automatisée avec la solution EMAsphere. La valorisation de nos participations a également fait l'objet d'un travail en profondeur sur sa méthodologie afin de respecter les derniers standards du secteur.
Par ailleurs, une *Office Manager* a été engagée pour s'occuper des tâches juridiques et administratives ainsi que de suivre les initiatives en responsabilité sociétale.

Toutes ces réalisations donnent à Whitestone Group une colonne vertébrale solide et professionnelle qui permettra de grandir en conservant une structure de coûts compétitive.

\\ 2 Rapport d'activité

Rachat d'actions propres

Le 11 février 2022, dans le cadre de l'autorisation donnée par l'AGE du 24 septembre 2021, Whitestone Group a racheté 23.795 actions propres dans une transaction de gré à gré au prix de 10,54 € par action portant son autocontrôle à 47.384 actions (soit 2,1% du capital). Celles-ci sont reprises dans la rubrique « Placements de trésorerie » au bilan et ont pour but d'être vendues dans le courant de l'année 2023.

Investissement dans Probiotic Group

Le 13 juillet 2022, Whitestone Group a participé à l'augmentation de capital de Probiotic Group à hauteur de 1,25 M€ pour 10% de la société dont 600 k€ libérés immédiatement et le solde restant sera libéré dans le courant 2023. Probiotic Group est une société basée au Grand-Duché de Luxembourg qui développe et produit des nettoyants et soins à base de probiotiques.

Rachat d'un bloc d'actions de GFIN

Le 25 juillet 2022, à la faveur de la mise en vente d'un bloc d'actions GFIN par un actionnaire, Whitestone Group a exercé son droit d'achat préférentiel de manière proportionnelle et a ainsi acquis une participation additionnelle de 4,54% dans GFIN pour la porterà 56,71%.

Prise de participation dans Emulco

Le 11 octobre 2022, dans le cadre d'une augmentation de capital de 3 M€ de Emulco Ghent Seaport NV, Whitestone Group a pris une participation de 25,02% pour un montant de 1,53 M€. Cette entreprise est active dans la recherche, le développement et la production d'émulsions bio et de polyisobutène.

Liquidation de Koleop

Cette start-up portant le projet Morning Blue, plateforme d'aide à la gestion des successions, a du faire aveu de faillite. Nous y avions investi en 2020 et 2021 un total de 74.908 € pour 5,72% de la société. Cette liquidation n'a pas d'impact significatif sur le Groupe puisque cette participation ne représentait que 0,25% de l'actif net réévalué.

ECP Real Estate

European Capital Partners Luxembourg devant quitter ses bureaux loués au Kirchberg en juin 2023, les actionnaires ont décidé d'acheter un plateau de 200m² situé à Strassen. Pour se faire, une filiale ECP Real Estate a été créée, détenue au prorata de leur participation dans le capital, soit 20% pour notre quote-part. Au travers de notre filiale immobilière Whitestone Properties, une somme de 142.000 € a été souscrite, étant entendu que la grande partie du prix d'achat a été financée par un emprunt hypothécaire sur 15 ans.

Remboursement des dettes d'acquisitions

Quand l'acquisition le permet, du levier est utilisé afin d'optimiser la création de valeur. Par ailleurs, cela impose une certaine discipline financière dans la gestion des cash-flows. A date, un effet de levier a été utilisé pour quatre participations : GFIN (pour GFI), Treestone (pour Iso-Tech et Atima), Whitestone Capital (pour Freedelity) et Whitestone Properties (pour l'achat du siège social).

Après avoir remboursé au total 0,7 M€ au cours de cette année, le solde de ces dettes s'élevait à 7,3 M€ dont 4,7 M€ pour la quote-part du Groupe. Même si ces dettes ne se situent pas au niveau de la holding, le ratio d'endettement par rapport à l'actif net réévalué (*Loan-to-Value*) est d'environ 16%.

Ces dettes sont remboursées par les dividendes qui remontent des participations. Les dividendes annoncés en 2021 et perçus en 2022 s'élèvent à 1.374 k€ dont 591 k€ pour la quote-part du Groupe. Quant à la quote-part du Groupe dans les dividendes à distribuer liés à l'exercice 2022, elle s'élève à 795 k€.

Mis à part la dette contractée par Whitestone Properties qui a une durée de 20 ans, les autres dettes devraient être remboursées d'ici 2028. Cela représentera un montant cumulé par action de 1,79 €, en plus des 0,20 € remboursés sur 2022. Toutes choses étant égales par ailleurs, l'ANR par action du Groupe augmentera du même montant.

Vous trouverez ci-dessous le détail des dettes financières nettes à fin 2022 pour chaque entité faisant partie de notre périmètre de consolidation (prises à 100%) :

	Dettes financières	Liquidités*	Dette nette
Whitestone Group SA	0	4.417.311	-4.417.311
W Partners SàRL	0	44.625	-44.625
W Properties SRL	621.664	22.721	598.943
W Capital SRL	629.972	130.665	499.307
GFIN SRL	2.888.652	83.786	2.804.866
GFI SA	553.962	6.184.752	-5.630.790
Treestone SRL	2.250.934	87.025	2.163.909
Ecotys SRL	0	61.079	-61.079
Iso-Tech SRL	390.550	389.252	1.298
Atima SA	384.594	187.045	197.549
Emulco NV	682.067	849.650	-167.583
Freedelity SA	510.567	761.616	-251.049
ECP SA	0	1.407.471	-1.407.471
TOTAL	**8.912.962**	**14.626.998**	**-5.714.036**

* Actions propres incluses

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Total des dettes d'acquisition	7.335.734	6.050.206	4.503.330	3.254.499	2.119.818	1.060.402	770.051
Quote part de Whitestone Group	4.656.796	3.868.742	2.952.603	2.185.487	1.482.146	813.088	576.753
Remboursement par action	0,20	0,35	0,40	0,34	0,31	0,29	0,10

\\ 3
Comptes consolidés et statutaires

Comptes consolidés

Les principaux chiffres des comptes consolidés sont les suivants :

EUR	12 mois 31/12/2022	6 mois* 31/12/2021
Ventes & Prestations	234.483.422	83.882.528
EBITDA	2.359.023	110.056
Résultat d'exploitation (EBIT)	803.123	-535.899
Quote part dans le résultat net	-1.086.793	-1.210.152
Fonds propres	15.265.956	12.859.247
Dettes financières	5.412.858	6.482.151
Liquidités (inclus actions propres)	9.561.002	6.661.219

* Constitution de Whitestone Group suite à l'opération de fusion avec Evadix le 29 juin 2021

Whitestone Group enregistre un chiffre d'affaires de 234,5 M€ sur 2022 dont le principal contributeur est GFI (231,4 M€). L'EBITDA s'élève à 2,4 M€, l'EBIT à 803 k€ et la part du Groupe dans le résultat net à -1,1 M€.

Cette perte est expliquée par l'amortissement des écarts de consolidation positifs qui sont obligatoires dans les normes comptables belges (Belgian GAAP), mais pas dans les normes internationales (IFRS), pour un montant de 1,7 M€.

L'EBITDA est la mesure la plus pertinente pour estimer la génération de cash-flows opérationnels bien que relative car il ne comprend que les sociétés intégrées globalement et proportionnellement (non prise en comptes des sociétés mises en équivalence et gardées en immobilisations financières). De plus, une partie de l'EBITDA revient aux actionnaires minoritaires de GFIN et GFI dont le résultat net leur revenant (43%) est retiré dans la ligne « Part des tiers » dans le tableau ci-dessous. En effet, les chiffres de ces participations sont comptabilisés globalement (à 100%) car elles sont contrôlées par Whitestone Group, qui détient 57% de leur capital.

Le tableau ci-dessous reprend la contribution au résultat de chaque filiale consolidée :

CHIFFRES SOCIAUX SUIVANT LE PÉRIMÈTRE DE CONSOLIDATION	TOTAL	W GROUP SA	W PARTNERS Sàrl	W PROPERTIES SRL	W CAPITAL SRL
Chiffre d'affaires	**234.757.636**	174.204	376.161	38.822	0
EBITDA	**2.386.487**	-513.957	-55.072	30.619	-2.055
Résultats net	**1.687.204**	-582.490	-58.423	-7.558	-58.197
Amo. Goodwill	**-1.734.950**	-154.587	-83.546		-407.159
Dividendes	**-809.880**				
Autres corrections	**60.037**				
Quote part MEE	**10.828**	-152.823	8.281		155.369
Résultats consolidés	**-786.760**	-889.899	-133.688	-7.558	-309.986
Part des tiers	**300.032**				
Part du groupe	**-1.086.793**	-889.899	-133.688	-7.558	-309.986

CHIFFRES SOCIAUX SUIVANT LE PÉRIMÈTRE DE CONSOLIDATION	GFIN SRL	GFI SA	TREESTONE SRL	ECOTYS SRL	ISOTECH BELGIUM SRL	ATIMA TPIM SA
Chiffre d'affaires	0	231.436.532	0	87.500	1.281.413	1.363.004
EBITDA	-3.190	2.307.796	-3.206	85.764	224.588	315.200
Résultats net	362.166	1.522.013	145.757	49.758	157.243	156.932
Amo. Goodwill	-641.104		-448.554			
Dividendes	-550.000		-162.380	-97.500		
Autres corrections					60.037	
Quote part MEE						
Résultats consolidés	-828.938	1.522.013	-465.177	-47.742	217.280	156.932
Part des tiers	-358.847	658.879				
Part du groupe	-470.091	863.134	-465.177	-47.742	217.280	156.932

Intégration globale sans tiers minoritaires — Intégration globale avec tiers minoritaires — Integration proportionnelle

Pour les sociétés intégrées proportionnellement, car co-controlées, à savoir Treestone, Ecotys, Iso-Tech et Atima, il ne faut pas « retirer » de résultat car seule la quote part appartenant au Groupe est prise en compte, à savoir respectivement 50%, 50%, 50% et 46,5%. Leurs résultats nets (pour 100%) s'élèvent respectivement à 292 k€, 100 k€, 314 k€ et 338 k€. Le résultat d'Iso-Tech a été impacté négativement par une réduction de valeur des stocks pour 255 k€ suite à un changement de méthode de valorisation. Cette correction avait été partiellement prise en compte en 2021, expliquant le montant positif de 60 k€ sur la ligne « Autre Correction ».

La troisième méthode de consolidation est la mise en équivalence qui s'applique aux sociétés sur lesquelles le Groupe exerce une influence mais pas de (co-)contrôle (minorité de blocage). Cela concerne Freedelity, ECP et Emulco dont notre quote-part dans leurs résultats nets est reprise respectivement sous Whitestone Capital (155 k€), Whitestone Partners (8 k€) et Whitestone Group (-153 k€) où sont logées ces trois participations.

En ce qui concerne la dernière catégorie de participations à savoir celles dans lesquelles Whitestone Group ne détient que 10% ou moins du capital, elles ne sont pas incluses dans le périmètre de consolidation. Elles sont reprises en immobilisations financières à leur valeur d'investissement. Ceci est le cas pour EMAsphere, Newtree Impact et Probiotic Group.

Le dernier ajustement dans le tableau de consolidation page précédente consiste à retirer les dividendes remontés des participations vers le véhicule d'acquisition, à savoir GFI vers GFIN, Isotech vers Ecotys, Ecotys vers Treestone et Atima vers Treestone.

A fin 2022, la position de trésorerie consolidée du Groupe s'élevait à 9,6 M€ et les dettes financières consolidées à 5,4 M€.

Les acquisitions réalisées au cours de l'année ont impacté notre périmètre de consolidation (voir le périmètre de consolidation en annexe) de la manière suivante :

- L'augmentation de notre pourcentage de détention de GFIN, passant de 52,2% à 56,7%, a augmenté notre écart de consolidation de 233 k€. L'écart de consolidation de GFI a aussi été augmenté de 299 k€ suite au paiement d'un complément de prix.
- Une filiale nommée « GFI Switzerland SA », détenue à 80% par GFIN, a été constituée dans le courant de l'année 2022. Celle-ci n'est actuellement pas incluse dans notre périmètre de consolidation au regard du caractère immatériel de ses fonds propres comparés à ceux du Groupe (inférieur à 1%) et de la faible activité commerciale réalisée sur l'exercice. Cette entité sera intégrée globalement dès que sa taille le justifie.
- La mise en équivalence d'Emulco Group suite à notre prise de participation de 25,02% en octobre 2022 augmente nos écarts de consolidation de 702 k€.
- ECP Real Estate, dont Whitestone Group détient 20%, a aussi été mise en équivalence mais n'a aucun impact sur nos écarts de consolidation puisque cette immobilisation financière n'est pas liée à une acquisition.

Comptes statutaires

Les principaux chiffres des comptes statutaires sont les suivants :

EUR	12 mois 31/12/2022	6 mois 31/12/2021
Ventes & Prestations	174.204	87.535
EBITDA	-513.957	-558.269
Résultat d'exploitation (EBIT)	-557.850	-578.038
Résultat net	-582.490	-454.387
Fonds propres	14.976.715	11.967.700
Dettes financières	0	0
Liquidités (inclus actions propres)	4.417.311	3.961.807

En 2022, la holding affiche un revenu de 174 k€ provenant essentiellement de prestations intra-groupe facturées à Whitestone Partners et à Iso-Tech. Les frais généraux sont principalement constitués de frais de personnel (54%) et d'honoraires de tiers (20%).

Le résultat net de -582 k€ comprend une charge financière de 75 k€ sur la participation dans Koleop suite à une réduction de valeur, ainsi que les produits financiers pour 57 k€ (principalement des intérêts capitalisés des prêts intercos).

Le capital de Whitestone Group est passé de 12,1 à 15,7 M€ (primes d'émission incluses) suite à l'augmentation de capital réalisée en janvier 2022.

Quant aux immobilisations financières, elles ont augmenté d'environ 3 M€ suite aux investissements dans GFIN,

Emulco et Probiotic Group ainsi que des prêts intercos réalisés cette année. Si le prêt de 160 k€ à Whitestone Properties a servi en grande majorité à financer l'investissement dans ECP Real Estate, celui de 200 k€ à Whitestone Partners a pour objectif de respecter le capital minimum requis imposé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) au Grand-Duché de Luxembourg.
En ce qui concerne les dettes financières, la politique est de ne pas endetter la holding. Les seules dettes non commerciales correspondent au prêt intra-groupe de 200 k€ à Whitestone Partners libéré fin mars 2023 et au capital non libéré de 650 k€ dans Probiotic Group. Finalement, la position de liquidité de 4,4 M€ reprend notamment un placement à terme à 3 mois pour 2,5 M€ ainsi que des actions propres pour une valeur de 562 k€.

\\ 4 Evénements intervenus après la clôture au 31 décembre 2022

Renforcement dans Newtree Impact

Le 23 Janvier 2023, Newtree Impact a réalisé une augmentation de capital de 4,3 M€ auprès de ses investisseurs, dont Whitestone Group qui a participé à hauteur de 100 k€. Suite à cette opération, notre participation est passée de 5,43% à 4,57%. Cette nouvelle levée de fonds va permettre à Newtree de poursuivre ses investissements dans le secteur « Agri/Food Tech » avec un focus sur des entreprises innovantes qui ont pour objectif de réduire l'empreinte carbone de l'industrie agroalimentaire.

\\ 5 Principaux risques et incertitudes

Risques liés au départ des dirigeants de la Société ou des Sociétés en portefeuille

Le succès de Whitestone Group dépend en partie de l'expérience, du dévouement, de la réputation, des compétences et des réseaux de l'équipe entrepreneuriale qui dirige la holding et ses participations. Le départ d'un ou plusieurs dirigeants pourrait impacter négativement les activités et les résultats du Groupe. Par ailleurs, la perception négative de cette perte par le marché pourrait avoir un impact négatif sur le cours de l'action. Cela pourrait également entraîner des difficultés à recruter des collaborateurs tant pour l'expansion des activités que pour le remplacement de ceux qui décideraient de partir. La rétention ou le recrutement des dirigeants et des collaborateurs peut entraîner des coûts substantiels en termes de salaires et autres mécanismes d'intéressement.

Risques liés aux opérations des sociétés détenues en portefeuille

Bien que les membres du management de Whitestone Group soient des professionnels expérimentés, le succès des investissements repose notamment sur la performance des sociétés détenues en portefeuille. La valorisation initiale de l'opportunité d'investissement ou la valorisation des investissements additionnels est complexe et, de ce fait, la valorisation réalisée par le Groupe peut ne plus être appropriée à un moment donné. De plus, la société détenue en portefeuille peut avoir pris, dans le passé, des mesures qui n'ont pas été portées à sa connaissance ou publiées de façon adéquate durant la procédure de due diligence. Par ailleurs, la direction de la société détenue en portefeuille peut prendre des mesures affectant négativement ses activités qui n'ont pas été portées à la connaissance de Whitestone Group. De même, les risques identifiés peuvent ne pas être totalement ou correctement couverts par les déclarations, les garanties ou les indemnités de la documentation d'investissement ou d'acquisition. Si un tel risque se concrétise, cela peut provoquer une perte de valeur imprévue, partielle ou totale, au niveau de la société détenue en portefeuille concernée et impacter les revenus et la situation financière du Groupe.

Risques liés à la concurrence

Whitestone Group opère dans un environnement concurrentiel qui évolue rapidement et dans lequel évoluent d'autres sociétés holding d'investissement, des fonds de private equity, ou autres acteurs opérationnels souhaitant gérer eux-mêmes les opérations des sociétés qu'ils acquièrent. Certains acteurs de ce marché peuvent préférer offrir des prix supérieurs, pour un même actif, quitte à dégrader le retour sur investissement souhaité pour cet actif. Le Groupe mettra en œuvre ses meilleurs efforts pour éviter d'aller au-delà de ce qui lui semble raisonnable en termes de prix d'acquisition et maintenir une position concurrentielle solide et différenciée. Si le Groupe n'est pas en mesure de conserver cette position, cela pourrait avoir un effet défavorable sur son activité, ses résultats d'exploitation, sa situation financière et ses perspectives.

Risques particuliers liés aux opérations avec financement externe, aux hausses des taux d'intérêts et aux éventuelles difficultés de refinancement

Whitestone Group n'ayant aucune dette financière statutaire, elle n'est pas exposée aux risques de refinancement de cette dernière ni à la hausse des taux d'intérêts. Au sein du Groupe, l'endettement externe est localisé directement dans les sociétés opérationnelles ou est porté par une société intermédiaire dédiée à la détention de la participation. L'endettement au niveau des sociétés opérationnelles et intermédiaires est constitué de lignes de crédit, de dettes bancaires ou de dettes privées (prenant la forme d'obligations ou de crédit vendeur).

Lorsqu'un financement externe est mis en place en vue d'une acquisition ou de la détention d'une participation, celui-ci consiste souvent en un emprunt bancaire porté par une société intermédiaire, généralement dédiée à la détention de la participation. L'emprunt bancaire est ensuite remboursé par les cash-flows nets de la société (principalement les dividendes). Bien que l'existence d'un emprunt bancaire permette d'améliorer le rendement de l'investissement, ces opérations peuvent être affectées négativement par la hausse des taux d'intérêt ou de la détérioration de la situation de la société détenue en portefeuille, de son secteur d'activité ou de sa capacité à générer des revenus. Cela signifie qu'il existe, pour certaines des sociétés détenues en portefeuille, des risques liés à une hausse des intérêts et/ou au refinancement lorsque les emprunts existants à taux fixe arrivent à échéance et doivent être refinancés ou lorsque les emprunts sont à taux flottant. Si un tel risque se matérialise, cela pourrait avoir un effet négatif sur les activités, les résultats d'exploitation, la situation financière et les perspectives du Groupe.

Risques liés à la détention de participations minoritaires

Compte tenu de sa politique d'investissement, Whitestone Group peut acquérir des participations dans les sociétés dans lesquelles il investit en tant qu'actionnaire minoritaire. Bien que le Groupe veille à obtenir, dans lesdites sociétés, des clauses de protection de son investissement via des pactes d'actionnaires, il est possible que le Groupe n'ait pas accès, au sein de ces sociétés, à toute l'information utile et nécessaire dans le cadre de sa stratégie d'investissement. Il se peut également que le Groupe ne puisse exercer une influence sur les décisions prises au sein de ces sociétés, ce qui pourrait influer la valeur de ses participations dans ces sociétés ou rendre une cession plus complexe. De plus, il est possible que les actionnaires majoritaires de ces sociétés aient des intérêts contraires ou divergents de ceux de Whitestone Group. Ces éléments sont susceptibles d'impacter la valorisation des sociétés concernées et/ou les revenus récurrents générés par cette dernière.

Risques liés à l'illiquidité des participations dans le portefeuille

Le portefeuille du Groupe comprend des investissements généralement à haut risque, non garantis et non cotés, donc illiquides. La réalisation de revenus récurrents et/ou plus-values sur ces investissements est incertaine. Par ailleurs, elle peut être lente à concrétiser et faire l'objet de restrictions légales et contractuelles pendant certaines périodes (par exemple, lors d'une période d'incessibilité, de «standstill», de clôture, etc.). Ces plus-values dépendent, entre autres, de l'évolution des résultats de la société, de la situation économique générale, de la disponibilité des acquéreurs et du financement, ainsi que de la réceptivité des marchés financiers pour les introductions en bourse (IPO). Par conséquent, la nature illiquide de ces actifs présente un risque pour les résultats et la génération du flux de trésorerie du Groupe. En outre, celui-ci ne maîtrise pas toujours le calendrier ou l'évolution du processus de vente, ce qui peut éventuellement mener à un rendement sous optimal.

Risques liés à l'illiquidité du titre Whitestone Group

Whitestone Group est côté sur Euronext Growth Bruxelles qui est un marché dit non réglementé. Suite aux faibles transactions journalières du titre, le prix de l'action est fixé par un processus appelé « Trading at Auction». Dans ce cadre, il est déterminé sur la base de la situation du carnet d'ordres central à la clôture de la phase d'appel et correspond au prix qui produit le plus grand volume d'ordres exécutables. Pour Whitestone Group, le « fixing at Auction » a lieu deux fois par jour. Une première fois à 11h30 suivi d'une période de trading jusque 15h et une deuxième fois à 16h30 suivi d'une période de trading jusque 17h30. Pour plus d'information concernant Euronext Growth et le processus de « Trading at Auction», veuillez consulter sur le site officiel d'Euronext (www.euronext.com).

Depuis son introduction en bourse, le Groupe a conclu un contrat de liquidité avec la banque Degroof Petercam afin d'améliorer la liquidité du titre. Whitestone Group n'inter-

vient nullement dans les décisions d'achat ou vente. Il est toutefois intéressant de noter que malgré que l'action soit cotée sur ce marché, un volume d'environ 275.000 € a été échangé depuis le début de l'année 2023, ce qui représente environ 2% du capital.

Risques liés aux conditions économiques, politiques et sociales

Les sociétés dont des participations sont détenues en portefeuille par Whitestone Group sont exposées aux risques spécifiques liés au secteur dans lequel lesdites sociétés opèrent. Ces risques sont gérés au niveau de la société concernée. Les fluctuations dans la conjoncture économique, tout comme tous les autres risques auxquels sont soumises ces sociétés, ont un impact potentiel sur les résultats des participations, et par conséquent également sur la valorisation de ces participations sur le bilan du Groupe. Dans les cas les plus extrêmes, une société détenue en portefeuille par le Groupe peut faire faillite, entraînant une perte totale de l'investissement de celui-ci dans cette société. Étant donné que le Groupe dispose d'un portefeuille diversifié, réparti entre différentes participations avec des activités dans différents secteurs, l'impact des fluctuations dans la conjoncture économique peut être différent. Des circonstances économiques, politiques et sociales complexes peuvent non seulement avoir une influence défavorable sur la valorisation du portefeuille existant du Groupe, mais également sur la quantité et la qualité des nouvelles opportunités d'investissement disponibles et sur les possibilités de sortie pour les participations existantes (et par conséquent sur la génération de liquidités). De tels changements des conditions économiques, politiques et sociales pourraient détériorer de manière importante les activités, la situation financière, les cash-flows et les perspectives du Groupe et impacter ainsi le prix des actions.

\\ 6
Circonstances susceptibles d'avoir une influence notable sur le développement de la société

A côté des risques et incertitudes mentionnés ci-dessus, il existe également d'autres éléments qui pourraient avoir une influence notable sur le développement de Whitestone Group.

Au cours du mois de mars 2023, une crise bancaire a émergé avec la faillite d'une part de deux banques régionales californiennes, la Silicon Valley Bank et de la Signature Bank et, d'autre part, de Crédit Suisse. La rapidité et l'ampleur des réactions des autorités compétentes avec le déplafonnement de la garantie des dépôts aux Etats-Unis et la reprise forcée par UBS en Suisse, a permis d'éviter une crise bancaire et boursière qui aurait probablement été majeure, voire systémique.

Un effet collatéral de cette crise pourrait être le durcissement des conditions d'octroi de crédits des banques qui affecterait tout particulièrement et rapidement l'immobilier commercial (bureaux principalement). Ce secteur déjà impacté par le changement des habitudes suite à la crise du covid et par les nouvelles demandes/exigences de bâtiments «verts», pourrait en souffrir. La hausse des taux d'intérêts, l'absence de financement bancaire et la baisse des valorisations pourraient conduire des investisseurs à ne plus pouvoir/vouloir rembourser les prêts et laisser leurs biens dans les mains des banques qui les ont octroyés. Cela pourrait alors fragiliser leurs bilans et provoquer une crise pour les banques les plus exposées et fragiles.

Whitestone Group serait notablement impacté en cas de faillite bancaire si une partie des liquidités présentes sur ses comptes et ceux de ses participations n'étaient pas garantis par les mécanismes mis en place par les autorités belges. Ce risque est mitigé par la répartition de la trésorerie sur trois banques. L'autre impact serait la baisse des résultats de l'activité de gestion d'actifs puisque les commissions facturées sont directement liées aux actifs sous gestion. Par contre, dans un tel cas de figure, l'activité de GFI devrait en bénéficier puisque l'or physique servirait alors de valeur refuge.

Le niveau des taux d'intérêt en vigueur actuellement rend les financements externes pour les acquisitions plus onéreux. Ce renchérissement du coût du crédit augmente le coût du capital utilisé pour calculer l'actif net réévalué et diminue ainsi sa valeur. Par ailleurs, il pourrait aussi impacter les acquéreurs éventuels de nos participations qui ne pourront/voudront plus payer le prix attendu. A contrario, cela permet aussi de justifier un prix plus faible pour nos futurs investissements.

Une autre circonstance à mentionner est l'évolution de la fiscalité en Belgique. Le projet sur la table du gouvernement vise notamment à rendre plus stricte les conditions d'accès aux Revenus Définitivement Taxés. La déduction RDT est un régime d'exonération destiné aux sociétés qui investissent dans des actions d'autres sociétés. Elles peuvent déduire intégralement de leur bénéfice les dividendes et plus-values générés par les actions sous certaines conditions:

- détention pendant au moins une année sans interruption (condition de permanence);
- la société distributrice est imposée sur son bénéfice dans le cadre d'un régime fiscal normal (condition de taxation);
- participation d'au moins 10% des actions dans la société ou le montant de l'investissement est de au moins 2,5 M€ (condition de participation).

Le ministre des Finances entend durcir ce régime en imposant que la participation soit considérée comme une «immobilisation financière», c'est-à-dire que la détention des actions doit viser à contribuer à l'activité propre de la société par l'établissement d'un lien durable et spécifique. Une participation d'au moins 10% du capital est présumée constituer une immobilisation financière.

Si cette proposition devait être votée en l'état, elle n'aurait pas d'impact sur le portefeuille actuel de Whitestone Group. Il faut néanmoins rester vigilant car ce régime fiscal est clé pour la création de valeur d'une holding.

\\ 7
Activités en matière de recherche et développement

Étant une holding financière, Whitestone Group n'a pas d'activité directe de R&D. Certaines de ses participations en ont cependant une et en particulier celles présentes dans le pôle Technologie (Freedelity et Emasphere) et dans le pôle Environnement (Probiotic Group et Emulco).

\\ 8
Conflits d'intérêts

Même si nous pensons que les éléments mentionnés ci-dessous ne constituent pas un conflit d'intérêt potentiel, mais plutôt un alignement, il importe par soucis de transparence de mentionner que les deux fondateurs de Whitestone Group sont investis dans la SICAV-SIF gérée par Whitestone Partners et qu'ils détiennent des obligations émises par GFIN.

\\ 9
Instruments financiers

Whitestone Group n'utilise pas d'instruments financiers stricto sensu. Cependant, dans le cadre d'acquisition, il a parfois recours à un effet de levier sous forme de dettes bancaires ou de dettes subordonnées telles que des obligations privées (pour GFIN). En général, ces emprunts ont été contractés à taux fixe sur une période de 7 ans. Les emprunts obligataires ne comportent pas de garantie spécifique tandis que les emprunts bancaires sont garantis par les actions qu'ils ont financés.

\\ 10
Modification des statuts

Les statuts de Whitestone Group ont été modifiés suite à l'augmentation de capital réalisée le 24 janvier 2022.

\\ 11
Prestations exceptionnelles et missions particulières du commissaire et prestations effectuées par les collaborateurs du commissaire

Le conseil d'administration confirme que des prestations exceptionnelles ont été effectuées durant l'exercice écoulé par le commissaire et ses collaborateurs. Ces missions ne prennent ni le caractère d'assistance en matière fiscal ni de mission complémentaire prohibée par la loi. L'intervention du Cabinet RSM a été rendue obligatoire par l'opération de fusion ainsi que dans le cadre de la suppression du droit de suscription préférentielle lors de l'augmentation de capital de janvier dernier.

Comptes Consolidés

AU 31/12/2022 (EUR)

Bilan Consolidé

	CODES	2022	2021 (6 mois)
ACTIF		**27.138.829**	**21.044.077**
Actifs Immobilises Elargis	**20/29**	**13.792.032**	**12.063.576**
Frais d'établissement	20	0	0
Immobilisations incorporelles	21	120.220	94.567
Ecarts de consolidation positifs	9920	6.111.579	6.612.689
Immobilisations corporelles	22/27	1.394.869	1.424.858
Terrains et Constructions	*22*	*968.359*	*1.062.505*
Installations, machines et outillage	*23*	*63.465*	*118.789*
Mobilier et matériel roulant	*24*	*122.192*	*52.197*
Autres immobilisations corporelles	*26*	*240.853*	*191.367*
Immobilisations financières	28	6.165.364	3.931.462
Sociétés mises en équivalence	*9921*	*1.749.435*	*884.225*
Autres entreprises	*284/8*	*4.415.929*	*3.047.237*
Actifs Circulants Restreints		**13.346.796**	**8.980.501**
Stocks et commandes en cours	3	1.699.991	1.277.024
Créances a un an au plus	40/41	1.989.238	989.131
Créances commerciales	*40*	*1.708.382*	*888.577*
Autres créances	*41*	*280.856*	*100.554*
Placements de trésorerie	50/53	3.061.941	375.950
Valeurs disponibles	54/58	6.499.061	6.285.269
Comptes de régularisation	490/491	96.566	53.127
PASSIF		**27.138.829**	**21.044.077**
Capitaux Propres	**10/15**	**15.265.956**	**12.859.247**
Capital	10	7.902.618	6.720.218
Primes d'émission	11	7.775.324	5.366.221
Réserves consolidées	9910	-1.994.901	-874.504
Ecarts de consolidation négatifs	9912	1.582.915	1.646.211
Subsides en capital	15	0	1.101
Intérêts de tiers	**9913**	**-502.836**	**-879.589**
Dettes	**17/49**	**12.375.709**	**9.064.419**
Dettes financières	17/49	4.962.922	6.100.387
Dettes à un an au plus	42/48	7.326.734	2.906.544
Dettes à plus d'un an échéant dans l'année	*42*	*406.057*	*347.081*
Dettes financières	*43*	*43.878*	*34.684*
Dettes commerciales	*44*	*2.899.640*	*697.965*
Acomptes reçus sur commandes	*46*	*2.095.019*	*1.321.290*
Dettes fiscales, salariales et sociales	*45*	*429.591*	*342.410*
Autres dettes	*47/8*	*1.452.548*	*163.114*
Comptes de régularisation	492/3	86.052	57.488

Compte de Résultats Consolidé

	CODES	2022	2021 (6 mois)
Ventes et prestations	70/74	234.483.422	83.882.528
Chiffre d'affaires	*70*	*234.261.934*	*83.753.331*
Autres produits d'exploitation	*74*	*221.488*	*129.197*
Couts des ventes et prestations	*60/66 A*	*233.680.298*	*84.418.427*
Approvisionnements et marchandises	*60*	*227.368.404*	*81.557.841*
Services et biens divers	*61*	*3.417.170*	*1.670.011*
Rémunérations, charges sociales, pension	62	1.157.299	423.652
Amortissements et réduction de valeur	*630*	272.782	98.318
Réductions sur stocks, commandes et créances commerciales	*631/4*	*2.495*	*0*
Autres charges d'exploitation	640/8	*181.526*	*120.968*
Amortissements écarts de conso. positifs	9960	1.103.831	489.391
Charges d'exploitation non récurrentes	66A	176.792	58.246
Bénéfice (perte) d'exploitation		**803.123**	**-535.899**
Produits financiers	75	118.895	75.504
Produits des immobilisations financières	*750*	*6.751*	*0*
Produits des actifs circulants	*751*	*7.699*	*567*
Autres produits financiers	*752/9*	*104.445*	*74.937*
Charges financières	65	1.016.394	369.470
Charges des dettes	*650*	*228.732*	*86.263*
Amortissement des écarts de conso. positifs	*9961*	*631.119*	*245.352*
Autres charges financières	*652/9*	*156.543*	*37.855*
Bénéfice (perte) courant(e) avant impôts		**-94.376**	**-829.865**
Impôts sur le résultat	67/77	703.213	283.287
Quote-part dans le résultat des sociétés mises en équivalence	9975	10.828	15.450
Bénéfice (perte) Consolidé	**9904**	**-786.761**	**-1.097.702**
Part des tiers dans le résultat	*99761*	*300.032*	*112.450*
Part du groupe dans le résultat	*99762*	*-1.086.793*	*-1.210.152*

Comptes statutaires

AU 31/12/2022 (EUR)

Bilan Statutaire

	CODES	2022	2021 (6 mois)
ACTIF		**15.871.474**	**12.091.444**
Actifs Immobilises Elargis	**20/29**	**11.349.503**	**8.047.193**
Frais d'établissement	20	0	0
Immobilisations incorporelles	21	44.541	47.904
Immobilisations corporelles	22/27	188.901	218.923
Installations, machines et outillage	*23*	*2.038*	2.312
Mobilier et matériel roulant	*24*	*21.382*	*28.544*
Autres immobilisations corporelles	*26*	*165.482*	*188.067*
Immobilisations financières	28	11.116.061	7.780.366
Actifs Circulants Restreints		**4.521.971**	**4.044.251**
Créances à un an au plus	40/41	93.331	73.251
Créances commerciales	*40*	*62.159*	*27.611*
Autres créances	*41*	*31.172*	*45.640*
Placements de trésorerie	50/53	3.061.941	311.142
Valeurs disponibles	54/58	1.355.370	3.650.665
Comptes de régularisation	490/491	11.329	9.193
PASSIF		**15.871.474**	**12.091.444**
Capitaux Propres	**10/15**	**14.976.715**	**11.967.699**
Capital	10	7.902.620	6.720.218
Capital souscrit	*100*	*7.902.620*	6.720.218
Primes d'émission	11	7.775.324	5.366.221
Réserves	13	345.684	345.684
Réserve légale	*130*	*34.542*	*34.542*
Réserves indisponibles	*131*	*311.142*	*311.142*
Bénéfice / Perte reporté	140/141	-1.046.913	-464.424
Dettes	**17/49**	**894.760**	**123.745**
Dettes à un an au plus	42/48	893.944	122.358
Dettes commerciales	*44*	*31.187*	*116.359*
Dettes fiscales, salariales et sociales	*45*	*9.614*	*3.096*
Autres dettes	*47/8*	*853.144*	*2.903*
Comptes de régularisation	492/3	816	1.387

Compte de Résultats Statutaire

	CODES	2022	2021 (6 mois)
Ventes et prestations	70/74	174.204	87.535
Chiffre d'affaires	*70*	*172.122*	*86.472*
Autres produits d'exploitation	*74*	*2.082*	*1.063*
Couts des ventes et prestations	60/64	732.053	665.573
Services et biens divers	*61*	*602.186*	*639.649*
Rémunérations, charges sociales, pension	*62*	*84.603*	*4.489*
Amortissements et réduction de valeur	630	43.892	19.769
Réductions sur stocks, commandes et créances commerciales	*631/4*	*0*	0
Autres charges d'exploitation	*640/8*	*1.371*	*1.666*
Bénéfice (perte) d'exploitation		**-557.850**	**-578.038**
Produits financiers	75	56.707	127.194
Produits des immobilisations financières	*750*	*50.236*	*125.000*
Produits des actifs circulants	*751*	*6.469*	*567*
Autres produits financiers	*752/9*	*1*	*1.627*
Charges financières	65	79.196	3.543
Charges des dettes	650	*86*	*438*
Autres charges financières	*652/9*	*79.111*	*3.105*
Bénéfice (perte) courant(e) avant impôts		**-580.339**	**-454.387**
Impôts sur le résultat	67/77	2.150	0
Bénéfice (perte) Consolidé		**-582.490**	**-454.387**

Annexes
aux comptes consolidés

Sans préjudice de l'application des règles d'évaluation reprises ci-dessous, les règles d'évaluation stipulées dans l'arrêté royal du 29 avril 2019 relatif aux comptes annuels des entreprises (Code des Sociétés) sont également d'application.

Toutes les entités juridiques du Groupe faisant partie du périmètre de consolidation possèdent des règles d'évaluation comptables identiques.

\\ 1 Evaluation de l'actif

1.1. **Frais d'établissement**

Les frais d'établissement sont évalués à leur valeur d'acquisition ; les frais de restructuration, autres que ceux acquis de tiers, sont évalués à leur coût de revient.

Les frais d'établissement et d'augmentation de capital sont portés à l'actif et sont amortis selon la méthode linéaire au taux de 20% sauf s'il est jugé, selon les circonstances et par mesure de prudence, de les prendre en charges directement comme ce fut le cas en 2021.

Les frais d'émission d'emprunts sont activés et l'amortissement est réparti sur toute la durée de l'emprunt.

Les autres frais d'établissement sont portés à l'actif et sont amortis selon la méthode linéaire au taux de 20%.

Les frais de restructuration sont activés et sont amortis selon la méthode linéaire au taux de 20%.

Les dotations aux amortissements se font au prorata temporis durant l'année de l'acquisition.

1.2. **Immobilisations incorporelles**

Les immobilisations incorporelles sont évaluées à leur valeur d'acquisition ; les immobilisations incorporelles, autres que celles acquises de tiers, sont évaluées à leur coût de revient, dans la mesure où celui-ci ne dépasse pas une estimation prudemment établie de la valeur d'utilisation de ces immobilisations ou de leur rendement futur pour l'entreprise.

La durée de l'amortissement est fixée au cas par cas ; toutefois, si les amortissements de frais de recherche et de développement et de goodwill sont répartis sur plus de cinq ans, justification doit en être donnée.

La durée d'amortissement des licences et des logiciels varie entre 20% et 33,33%.

Les dotations d'amortissement se font au prorata temporis durant l'année d'acquisition.

Les immobilisations incorporelles dont l'utilisation n'est pas limitée dans le temps ne font l'objet de réductions de valeur qu'en cas de moins-value ou de dépréciation durables.

1.3. **Immobilisations corporelles**

Les immobilisations corporelles, autres que celles engagées pour le paiement d'une rente viagère ou en vertu d'un contrat de location-financement ou de contrats similaires, sont évaluées à leur valeur d'acquisition.

Les droits d'usage dont l'entreprise dispose sur des immobilisations corporelles en vertu de contrats de location-financement ou de contrats similaires, sont portés à l'actif, à concurrence de la partie des versements échelonnés prévus au contrat, représentant la restitution en capital de la valeur du bien, objet du contrat.

Est repris en valeur d'acquisition des biens acquis contre paiement d'une rente viagère, le capital nécessaire au moment de l'acquisition, pour assurer le service de la rente, augmenté du montant payé au comptant et des frais.
Suivant la nature des immobilisations corporelles acquises, le conseil d'administration décide au cas par cas pour chacune des acquisitions de l'exercice de la méthode d'amortissement ainsi que du taux applicable.

En règle, il sera fait application des taux généralement admis par l'Administration des Contributions Directes.

Sauf dérogations décidées, dans le cas d'espèce, par le conseil d'administration, les méthodes d'amortissement et 12/40 Nr. 0467.731.030 CONSO 5.6 les taux applicables seront les suivants :

- Constructions : 5% linéaire
- Machines et outillages : 6,67% linéaire à 33,33% linéaire
- Petit matériel : 20% linéaire à 33,33% linaire
- Matériel de bureau : 20% linéaire à 33,33% linéaire
- Matériel informatique : 20% linéaire à 33,33% linéaire
- Logiciels informatiques : 20% linéaire à 33,33% linéaire
- Matériel promotionnel : 20% linéaire
- Voitures et véhicules utilitaires : 20% linéaire à 33,33% linaire
- Leasing : 6,67% linéaire à 33,33% linaire ou durée du contrat
- Aménagements en immeubles loués : 10% linéaire à 11,11% linéaire.

Les dotations aux amortissements se font au prorata temporis durant l'année de l'acquisition.

Les immobilisations corporelles dont l'utilisation n'est pas limitée dans le temps ne font l'objet de réductions de valeur qu'en cas de moins-value ou de dépréciation durables.

1.4. **Immobilisations financières**

Les participations et actions sont évaluées à leur valeur d'acquisition, frais accessoires exclus. La valeur d'acquisition des participations, actions ou parts reçues en rémunération d'apports ne consistant pas en numéraire ou résultant de la conversion de créances, correspond à la valeur conventionnelle des biens et valeurs apportées ou des créances consenties. Toutefois, si cette valeur conventionnelle est inférieure à la valeur de marché des biens et des valeurs apportées ou des créances consenties, la valeur d'acquisition correspond à cette valeur supérieure de marché.

Les titres à revenu fixe sont évalués à leur valeur d'acquisition, frais accessoires exclus. Lorsque leur rendement actuariel, calculé à l'achat en tenant compte de leur valeur de remboursement à l'échéance, diffère de leur rendement facial, la différence entre la valeur d'acquisition et la valeur de remboursement est prise en résultat prorata temporis sur la durée restant à courir des titres, comme élément constitutif des intérêts produits par ces titres et est portée, selon le cas, en majoration ou en réduction de la valeur d'acquisition des titres, à moins que la prise en résultat du rendement actuariel par rapport à la prise en résultat du seul rendement facial n'ait qu'un effet négligeable. La prise en résultats de cette différence se produit, le cas échéant sur base actualisée.

En ce qui concerne des titres dont le revenu est constitué exclusivement, d'après les conditions d'émission, par la différence entre le prix d'émission et la valeur de remboursement, la prise en résultat de cette différence se fait sur une base actualisée, en tenant compte du rendement actuariel à l'achat.

Sans préjudice aux dispositions de l'arrêté royal du 29 avril 2019 (Code des Sociétés), les créances sont portées au bilan à leur valeur nominale.

Les participations et les actions, reprises sous cette rubrique, font l'objet de réductions de valeur en cas de moins-value ou de dépréciation durables justifiées par la situation, la rentabilité ou les perspectives de la société dans laquelle les participations ou les actions sont détenues.

Les créances, y compris les titres à revenu fixe, reprises sous cette rubrique, font l'objet de réductions de valeur si leur remboursement à l'échéance est en tout ou en partie incertain ou compromis.

1.5. **Stocks**

Matières premières, fournitures et marchandises

Les matières premières, fournitures et marchandises sont évaluées à leur valeur d'acquisition ou à la valeur marché à la date de clôture de l'exercice, lorsque cette dernière est inférieure. L'évaluation à la valeur inférieure du marché ne peut être maintenue si ultérieurement la valeur de marché excède la valeur inférieure retenue pour l'évaluation des stocks.

La valeur d'acquisition des matières premières, fournitures et marchandises est déterminée conformément à l'arrêté

royal du 29 avril 2019 (Code des Sociétés), par une individualisation du prix de chaque élément.

Produits finis
Les produits finis sont évalués à leur valeur d'acquisition ou à la valeur de marché à la date de clôture d'exercice, lorsque cette dernière est inférieure. L'évaluation de la valeur inférieure de marché ne peut être maintenue si ultérieurement la valeur de marché excède la valeur inférieure retenue pour l'évaluation des stocks.

La valeur d'acquisition des produits finis est déterminée conformément à l'arrêté royal du 29 avril 2019 (Code des Sociétés) par une individualisation du prix de chaque élément.

Les produits finis fabriqués par l'entreprise même, sont évalués à leur coût de revient.

Le coût de revient des produits finis comprend uniquement :
- le prix d'achat des matières premières, matières consommables et fournitures ;
- les coûts de fabrication qui sont directement imputables au produit ou au groupe de produits ;
- une quote-part d'une partie des coûts indirects de fabrication.

En-cours de fabrication
Les en-cours de fabrication sont évalués à leur coût de revient :
- le prix d'achat des matières premières, matières consommables et fournitures ;
- les coûts de fabrication qui sont directement imputables au produit ou au groupe de produits ;
- une quote-part d'une partie des coûts indirects de fabrication.

Commandes en cours d'exécution
Les commandes en cours d'exécution sont évaluées à leur coût de revient, majoré compte tenu du degré d'avancement des travaux de fabrication, de l'excédent du prix stipulé au contrat par rapport au coût de revient lorsque cet excédent est devenu raisonnablement certain.

Le coût de revient des commandes en exécution comprend uniquement :
- le prix d'achat des matières premières, matières consommables et fournitures ;
- les coûts de fabrication qui sont directement imputables au produit ou au groupe de produits ;
- une quote-part d'une partie des coûts indirects de fabrication.

1.6. **Créances à plus d'un an et à un an au plus**
Sans préjudice aux dispositions à l'arrêté royal du 29 avril 2019 (Code des Sociétés), les créances sont portées au bilan à leur valeur nominale.

Les créances à plus ou à moins d'un an, qui ne sont pas reprises sous la rubrique « immobilisations financières », font l'objet de réduction de valeur si leur remboursement à l'échéance est en tout ou en partie incertain ou compromis ou lorsque leur valeur de réalisation à la date de clôture de l'exercice est inférieure à leur valeur comptable déterminée conformément à l'arrêté royal du 29 avril 2019 (Code des Sociétés).

Des réductions de valeur complémentaires sont actées sur des créances à plus ou moins d'un an pour tenir compte soit de l'évolution de leur valeur de réalisation ou de marché, soit des aléas justifiés par la nature des avoirs en cause ou de l'activité exercée.

1.7. **Placements de trésorerie et valeurs disponibles.**
Les actions propres de l'entreprise sont comptabilisées à leur valeur d'acquisition, frais accessoires exclus.

Les actions sont évaluées au prix d'achat, frais accessoires exclus ou à leur valeur d'apport.

Les titres à revenus fixe sont évalués au prix d'achat, frais accessoires exclus ou à leur valeur d'apport.

Lorsque le rendement actuariel calculé à l'achat en tenant compte de leur valeur de remboursement à l'échéance diffère de leur rendement facial, la différence entre la valeur d'acquisition et la valeur de remboursement est prise en résultat prorata temporis sur la durée restant à courir des titres, comme éléments constitutifs des intérêts produits par ces titres et est portée selon le cas, en majoration ou en réduction de la valeur d'acquisition des titres à moins que la prise en résultat du rendement actuariel par rapport à la prise en résultat du seul rendement facial n'ait qu'un effet négligeable. La prise en résultats de cette différence se produit, le cas échéant sur une base actualisée, compte tenu du rendement actuariel à l'achat.

En ce qui concerne des titres dont le revenu est constitué exclusivement, d'après les conditions d'émission, par la différence entre le prix d'émission et la valeur de remboursement, la prise en résultat de cette différence se fait sur une base actualisée, en tenant compte du rendement actuariel à l'achat.

Les valeurs disponibles sont comptabilisées à leur valeur d'acquisition.

Les placements de trésorerie et les valeurs disponibles font l'objet de réductions de valeur lorsque leur valeur de réalisation à la date de clôture de l'exercice est inférieure à leur valeur d'acquisition.

Des réductions de valeur complémentaires sont actées pour tenir compte de l'évolution de leur valeur de réalisation ou de marché.

1.8. **Ecarts de consolidation positifs**
Les écarts de consolidation positifs sont amortis sur une durée de 5 ans. Le Conseil d'Administration a retenu la durée de 5 ans pour l'amortissement des écarts de consolidation positifs éventuels dans la mesure où c'est la période sur laquelle est estimé le retour sur investissement dans le cadre de l'acquisition de nouvelles filiales.

\\ 2
Evaluation du passif

2.1. **Provisions pour risques et charges**
Les provisions pour risques et charges ont pour objet de couvrir les pertes ou charges nettement circonscrites quant à leur nature, mais qui, à la date de clôture de l'exercice, sont ou probables ou incertaines mais indéterminées quant à leur montant.

Outre les provisions, constituées conformément à l'arrêté royal du 29 avril 2019 (Code des Sociétés), des provisions sont constituées, le cas échéant, pour couvrir d'autres risques et charges relatifs à :
- des engagements en matière de rente viagère ;
- des charges découlant de sûretés personnelles ou réelles constituées en garantie de dettes ou d'engagements de tiers ;
- des charges découlant d'engagements relatifs à l'acquisition ou à la cession d'immobilisations ;
- l'exécution de commandes passées ou reçues ;
- des fluctuations de prix ;
- des positions et marchés à termes en devises ou en marchandises ;
- des garanties ;
- des litiges en suspens.

Les provisions pour les risques et charges citées ci-dessus sont uniquement constituées en cas de risques prévisibles et de charges permanentes qui peuvent exercer une influence sur le résultat de l'exercice en cours ou des exercices suivants. Le montant des provisions est déterminé sur base d'une estimation objective des documents dont les risques et les charges ressortent.

2.2. **Les impôts différés**
Les impôts différés sur les subsides en capital et les plus-values réalisées sont initialement évalués au montant normal de taxation qui les aurait frappés, si ces subsides et plus-values avaient été taxés à charge de l'exercice au cours duquel ils ont été taxés. L'évaluation se fait sur base du taux d'imposition moyen.

Ils sont évalués sous déduction de l'effet des réductions d'impôts et immunisations dont il est probable, au moment où ces subsides et ces plus-values sont actés, qu'il résultera, dans un avenir prévisible, une diminution de la charge fiscale afférente à ces subsides et ces plus-values.

2.3. **Dettes à plus d'un an et à un an au plus**
Sans préjudice aux dispositions de l'arrêté royal du 29 avril 2019 (Code des Sociétés), les dettes sont comptabilisées à leur valeur nominale.

Les engagements découlant des droits d'usage dont l'entreprise dispose sur des immobilisations corporelles en vertu de contrats de location financement ou de contrat similaires sont chaque année évalués à concurrence de la partie des versements échelonnés prévus au contrat, représentant la reconstitution en capital de la valeur du bien objet du contrat.

2.4. **Réévaluation**

Les immobilisations corporelles et les participations et actions, qui sont reprises sous les immobilisations financières, ne font pas l'objet de réévaluation.

2.5. **Conversion de devises**

Lorsque, à la date du bilan, des avoirs, des dettes et des engagements libellés en devises étrangères font partie des fonds propres de la société et que ces fonds propres sont soumis à l'impôt, ils sont convertis au cours de clôture du marché au comptant à la date du bilan ou du jour suivant de cotation.

Les montants convertis des devises étrangères sont repris comme suit dans le résultat de l'exercice : les écarts de conversion positifs ne sont pas inclus dans le résultat de l'exercice au cours duquel ils ont été réalisés ; les écarts de conversion négatifs sont directement pris en charge au cours de l'exercice concerné.

Les comptes annuels des filiales libellés en devises étrangères sont convertis de la manière suivante :

- les actifs et passifs sont convertis au cours de clôture, à l'exception des capitaux propres qui sont convertis au cours historique ;
- les charges et les produits sont convertis au cours moyen de l'exercice ;
- les écarts de conversion résultant de l'application de ces principes sont portés à la rubrique « Ecarts de conversion ».

2.6. **Ecarts de consolidation négatifs**

Les écarts de consolidation et de mise en équivalence négatifs sont portés au passif du bilan, dans les capitaux propres, à leur valeur d'acquisition.

\\ 3 Périmètre de consolidation

	% de détention		
	2021	2022	Méthode de consolidation
Whitestone Group SA	100,0%	100,0%	Globale
W Partners SàRL	100,0%	100,0%	Globale
W Properties SRL	100,0%	100,0%	Globale
W Capital SRL	100,0%	100,0%	Globale
GFIN SRL	52,2%	56,7%	Globale
GFI SA	52,2%	56,7%	Globale
Treestone SRL	50,0%	50,0%	Proportionelle
Ecotys SRL	50,0%	50,0%	Proportionelle
Iso-Tech SRL	50,0%	50,0%	Proportionelle
Atima SA	46,5%	46,5%	Proportionelle
Emulco NV	–	25,0%	Mise en équivalence
Freedelity SA	23,4%	23,4%	Mise en équivalence
ECP SA	20,0%	20,0%	Mise en équivalence
ECP Real Estate SA	–	20,0%	Mise en équivalence
Probiotic Group SA	–	10,0%	Immo. financière
EMAsphere SA	9,9%	9,9%	Immo. financière
Newtree Impact SA	8,6%	4,6%	Immo. financière
Koleop SRL	5,8%	–	–

RSM

WHITESTONE GROUP SA

Rapport du commissaire à l'assemblée générale de la société pour l'exercice clos le 31 décembre 2022

(COMPTES CONSOLIDÉS)

Dans le cadre du contrôle légal des comptes consolidés de la société anonyme Whitestone Group (« la Société ») et de ses filiales (conjointement « le Groupe »), nous vous présentons notre rapport du commissaire. Celui-ci inclut notre rapport sur les comptes consolidés ainsi que les autres obligations légales et réglementaires. Le tout constitue un ensemble et est inséparable.

Nous avons été nommés en tant que commissaire par l'assemblée générale du 10 mai 2021, conformément à la proposition de l'organe d'administration.

Notre mandat de commissaire vient à échéance à la date de l'assemblée générale délibérant sur les comptes consolidés clôturés au 31 décembre 2023.

Nous avons exercé le contrôle légal des comptes consolidés du Groupe durant deux exercices.

RAPPORT SUR LES COMPTES CONSOLIDÉS

Opinion sans réserve

Nous avons procédé au contrôle légal des comptes consolidés du Groupe, comprenant le bilan consolidé au 31 décembre 2022 ainsi que le compte de résultats pour l'exercice clos à cette date et l'annexe, dont le total du bilan s'élève à € 27.138.829 et dont le compte de résultat se solde par une perte de l'exercice, part du Groupe de € 786.761

A notre avis, les comptes consolidés donnent une image fidèle du patrimoine et de la situation financière du Groupe au 31 décembre 2022, ainsi que de ses résultats consolidés pour l'exercice clos à cette date, conformément au référentiel comptable applicable en Belgique.

Fondement de l'opinion sans réserve

Nous avons effectué notre audit selon les Normes internationales d'audit (ISA) telles qu'applicables en Belgique. Les responsabilités qui nous incombent en vertu de ces normes sont plus amplement décrites dans la section « Responsabilités du commissaire relatives à l'audit des comptes consolidés » du présent rapport. Nous nous sommes conformés à toutes les exigences déontologiques qui s'appliquent à l'audit des comptes consolidés en Belgique, en ce compris celles concernant l'indépendance.

Nous avons obtenu de l'organe d'administration et des préposés de la Société, les explications et informations requises pour notre audit.

Nous estimons que les éléments probants que nous avons recueillis sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion.

Responsabilités de l'organe d'administration relatives à l'établissement des comptes consolidés

L'organe d'administration est responsable de l'établissement des comptes consolidés donnant une image fidèle conformément au référentiel comptable applicable en Belgique, ainsi que du contrôle interne qu'il estime nécessaire à l'établissement de comptes annuels ne comportant pas d'anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs.

AUDIT | TAX | CONSULTING

RSM Belgium is a member of the RSM network and trades as RSM. RSM is the trading name used by the members of the RSM Network. Each member of the RSM network is an independent accounting and consulting firm which practices in his own right. The RSM network is not itself a separate legal entity in any jurisdiction.

RSM Réviseurs d'entreprises - Bedrijfsrevisoren SRL - réviseurs d'entreprises - Siège social : Chaussée de Waterloo 1151 - B 1180 Bruxelles
audit@rsmbelgium.be - TVA BE 0429.471.656 - RPM Bruxelles

Member of **RSM Toelen Cats Dupont Koevoets** - Offices in Aalst, Antwerp, Brussels, Charleroi, Mons and Zaventem

Lors de l'établissement des comptes consolidés, il incombe à l'organe d'administration d'évaluer la capacité du Groupe à poursuivre son exploitation, de fournir, le cas échéant, des informations relatives à la continuité d'exploitation et d'appliquer le principe comptable de continuité d'exploitation, sauf si l'organe d'administration a l'intention de mettre le Groupe en liquidation ou de cesser ses activités ou s'il ne peut envisager une autre solution alternative réaliste.

Responsabilités du commissaire relatives à l'audit des comptes consolidés

Nos objectifs sont d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes consolidés pris dans leur ensemble ne comportent pas d'anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs, et d'émettre un rapport du commissaire contenant notre opinion. L'assurance raisonnable correspond à un niveau élevé d'assurance, qui ne garantit toutefois pas qu'un audit réalisé conformément aux normes ISA permettra de toujours détecter toute anomalie significative existante. Les anomalies peuvent provenir de fraudes ou résulter d'erreurs et sont considérées comme significatives lorsqu'il est raisonnable de s'attendre à ce que, prises individuellement ou en cumulé, elles puissent influencer les décisions économiques que les utilisateurs des comptes consolidés prennent en se fondant sur ceux-ci.

Lors de l'exécution de notre contrôle, nous respectons le cadre légal, réglementaire et normatif qui s'applique à l'audit des comptes consolidés en Belgique. L'étendue du contrôle légal des comptes ne comprend pas d'assurance quant à la viabilité future du Groupe ni quant à l'efficience ou l'efficacité avec laquelle les organes d'administration ont mené ou mèneront les affaires du Groupe. Nos responsabilités relatives à l'application par l'organe d'administration du principe comptable de continuité d'exploitation sont décrites ci-après.

Dans le cadre d'un audit réalisé conformément aux normes ISA et tout au long de celui-ci, nous exerçons notre jugement professionnel et faisons preuve d'esprit critique.

En outre :

- nous identifions et évaluons les risques que les comptes consolidés comportent des anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs, définissons et mettons en œuvre des procédures d'audit en réponse à ces risques, et recueillons des éléments probants suffisants et appropriés pour fonder notre opinion. Le risque de non-détection d'une anomalie significative provenant d'une fraude est plus élevé que celui d'une anomalie significative résultant d'une erreur, car la fraude peut impliquer la collusion, la falsification, les omissions volontaires, les fausses déclarations ou le contournement du contrôle interne;
- nous prenons connaissance du contrôle interne pertinent pour l'audit afin de définir des procédures d'audit appropriées en la circonstance, mais non dans le but d'exprimer une opinion sur l'efficacité du contrôle interne du Groupe;
- nous apprécions le caractère approprié des méthodes comptables retenues et le caractère raisonnable des estimations comptables faites par l'organe d'administration, de même que des informations les concernant fournies par ce dernier;
- nous concluons quant au caractère approprié de l'application par la direction du principe comptable de continuité d'exploitation et, selon les éléments probants recueillis, quant à l'existence ou non d'une incertitude significative liée à des événements ou situations susceptibles de jeter un doute important sur la capacité du Groupe à poursuivre son exploitation. Si nous concluons à l'existence d'une incertitude significative, nous sommes tenus d'attirer l'attention des lecteurs de notre rapport du commissaire sur les informations fournies dans les comptes consolidés au sujet de cette incertitude ou, si ces informations ne sont pas adéquates, d'exprimer une opinion modifiée. Nos conclusions s'appuient sur les éléments probants recueillis jusqu'à la date de notre rapport du commissaire. Cependant, des situations ou événements futurs pourraient conduire le Groupe à cesser son exploitation;

- nous apprécions la présentation d'ensemble, la structure et le contenu des comptes consolidés et évaluons si les comptes consolidés reflètent les opérations et événements sous-jacents d'une manière telle qu'ils en donnent une image fidèle ;
- nous recueillons des éléments probants suffisants et appropriés concernant les informations financières des entités ou activités du Groupe pour exprimer une opinion sur les comptes consolidés. Nous sommes responsables de la direction, de la supervision et de la réalisation de l'audit au niveau du Groupe. Nous assumons l'entière responsabilité de l'opinion d'audit.

Nous communiquons à l'organe d'administration notamment l'étendue des travaux d'audit et le calendrier de réalisation prévus, ainsi que les constatations importantes relevées lors de notre audit, y compris toute faiblesse significative dans le contrôle interne.

AUTRES OBLIGATIONS LÉGALES ET RÉGLEMENTAIRES

Responsabilités de l'organe d'administration

L'organe d'administration est responsable de la préparation et du contenu du rapport de gestion sur les comptes consolidés.

Responsabilités du commissaire

Dans le cadre de notre mission et conformément à la norme belge complémentaire (version révisée 2020) aux normes internationales d'audit (ISA) applicables en Belgique, notre responsabilité est de vérifier, dans ses aspects significatifs, le rapport de gestion sur les comptes consolidés, ainsi que de faire rapport sur cet élément.

Aspects relatifs au rapport de gestion sur les comptes consolidés

A l'issue des vérifications spécifiques sur le rapport de gestion sur les comptes consolidés, nous sommes d'avis que celui-ci concorde avec les comptes consolidés pour le même exercice et a été établi conformément à l'article 3:32 du Code des sociétés et des associations.

Dans le cadre de notre audit des comptes consolidés, nous devons également apprécier, en particulier sur la base de notre connaissance acquise lors de l'audit, si le rapport de gestion sur les comptes consolidés comporte une anomalie significative, à savoir une information incorrectement formulée ou autrement trompeuse. Sur la base de ces travaux, nous n'avons pas d'anomalie significative à vous communiquer.

Mentions relatives à l'indépendance

- Notre cabinet de révision n'a pas effectué de missions incompatibles avec le contrôle légal des comptes consolidés et est resté indépendant vis-à-vis du Groupe au cours de notre mandat.
- Les honoraires relatifs aux missions complémentaires compatibles avec le contrôle légal visées à l'article 3:65 du Code des sociétés et des associations ont correctement été ventilés et valorisés dans l'annexe des comptes consolidés.

Autres mentions

- Sans préjudice d'aspects formels d'importance mineure, la comptabilité est tenue conformément aux dispositions légales et réglementaires applicables en Belgique.
- La répartition des résultats proposée à l'assemblée générale est conforme aux dispositions légales et statutaires.
- Hormis le non respect de l'article 7 :215 du Code des sociétés et des associations en matière de rachat d'actions propres, nous n'avons pas à vous signaler d'opération conclue ou de décision prise en violation des statuts, du Code des sociétés et des associations.

Gosselies, le 24 avril 2023

RSM RÉVISEURS D'ENTREPRISES
COMMISSAIRE
REPRÉSENTÉE PAR

Digitally signed by Céline Arnaud (Signature)
Date: 2023.04.24 18:24:15 +02'00'

CÉLINE ARNAUD
ASSOCIÉE

RSM

WHITESTONE GROUP SA

RAPPORT DU COMMISSAIRE À L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DE LA SOCIÉTÉ POUR L'EXERCICE CLOS LE 31 DÉCEMBRE 2022

(COMPTES ANNUELS)

Dans le cadre du contrôle légal des comptes annuels de la société anonyme Whitestone Group (la « Société »), nous vous présentons notre rapport du commissaire. Celui-ci inclut notre rapport sur les comptes annuels ainsi que les autres obligations légales et réglementaires. Le tout constitue un ensemble et est inséparable.

Nous avons été nommés en tant que commissaire par l'assemblée générale du 10 mai 2021, conformément à la proposition de l'organe d'administration. Notre mandat de commissaire vient à échéance à la date de l'assemblée générale délibérant sur les comptes annuels clôturés au 31 décembre 2023. Nous avons exercé le contrôle légal des comptes annuels de la Société durant dix-sept exercices consécutifs.

RAPPORT SUR LES COMPTES ANNUELS

Opinion sans réserve

Nous avons procédé au contrôle légal des comptes annuels de la Société, comprenant le bilan au 31 décembre 2022, ainsi que le compte de résultats pour l'exercice clos à cette date et l'annexe, dont le total du bilan s'élève à € 15.871.474 et dont le compte de résultats se solde par une perte de l'exercice de € 582.489.

À notre avis, ces comptes annuels donnent une image fidèle du patrimoine et de la situation financière de la Société au 31 décembre 2022, ainsi que de ses résultats pour l'exercice clos à cette date, conformément au référentiel comptable applicable en Belgique.

Fondement de l'opinion sans réserve

Nous avons effectué notre audit selon les Normes internationales d'audit (ISA) telles qu'applicables en Belgique. Les responsabilités qui nous incombent en vertu de ces normes sont plus amplement décrites dans la section « Responsabilités du commissaire relatives à l'audit des comptes annuels » du présent rapport. Nous nous sommes conformés à toutes les exigences déontologiques qui s'appliquent à l'audit des comptes annuels en Belgique, en ce compris celles concernant l'indépendance.

Nous avons obtenu de l'organe d'administration et des préposés de la Société, les explications et informations requises pour notre audit.

Nous estimons que les éléments probants que nous avons recueillis sont suffisants et appropriés pour fonder notre opinion.

Responsabilités de l'organe d'administration relatives à l'établissement des comptes annuels

L'organe d'administration est responsable de l'établissement des comptes annuels donnant une image fidèle conformément au référentiel comptable applicable en Belgique, ainsi que du contrôle interne qu'il estime nécessaire à l'établissement de comptes annuels ne comportant pas d'anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs.

AUDIT | TAX | CONSULTING

RSM Belgium is a member of the RSM network and trades as RSM. RSM is the trading name used by the members of the RSM Network. Each member of the RSM network is an independent accounting and consulting firm which practices in his own right. The RSM network is not itself a separate legal entity in any jurisdiction.

RSM InterAudit SRL - Réviseurs d'entreprises - Siège social : Chaussée de Waterloo 1151 - B 1180 Bruxelles
audit@rsmbelgium.be - TVA BE 0436.391.122 - RPM Bruxelles

Member of **RSM Toelen Cats Dupont Koevoets -** Offices in Aalst, Antwerp, Brussels, Charleroi, Mons and Zaventem

RSM

Lors de l'établissement des comptes annuels, il incombe à l'organe d'administration d'évaluer la capacité de la Société à poursuivre son exploitation, de fournir, le cas échéant, des informations relatives à la continuité d'exploitation et d'appliquer le principe comptable de continuité d'exploitation, sauf si l'organe d'administration a l'intention de mettre la Société en liquidation ou de cesser ses activités ou s'il ne peut envisager une autre solution alternative réaliste.

Responsabilités du commissaire relatives à l'audit des comptes annuels

Nos objectifs sont d'obtenir l'assurance raisonnable que les comptes annuels pris dans leur ensemble ne comportent pas d'anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs, et d'émettre un rapport du commissaire contenant notre opinion. L'assurance raisonnable correspond à un niveau élevé d'assurance, qui ne garantit toutefois pas qu'un audit réalisé conformément aux normes ISA permettra de toujours détecter toute anomalie significative existante. Les anomalies peuvent provenir de fraudes ou résulter d'erreurs et sont considérées comme significatives lorsqu'il est raisonnable de s'attendre à ce que, prises individuellement ou en cumulé, elles puissent influencer les décisions économiques que les utilisateurs des comptes annuels prennent en se fondant sur ceux-ci.

Lors de l'exécution de notre contrôle, nous respectons le cadre légal, réglementaire et normatif qui s'applique à l'audit des comptes annuels en Belgique. L'étendue du contrôle légal des comptes ne comprend pas d'assurance quant à la viabilité future de la Société ni quant à l'efficience ou l'efficacité avec laquelle l'organe d'administration a mené ou mènera les affaires de la Société. Nos responsabilités relatives à l'application par l'organe d'administration du principe comptable de continuité d'exploitation sont décrites ci-après.

Dans le cadre d'un audit réalisé conformément aux normes ISA et tout au long de celui-ci, nous exerçons notre jugement professionnel et faisons preuve d'esprit critique.

En outre :

- nous identifions et évaluons les risques que les comptes annuels comportent des anomalies significatives, que celles-ci proviennent de fraudes ou résultent d'erreurs, définissons et mettons en œuvre des procédures d'audit en réponse à ces risques, et recueillons des éléments probants suffisants et appropriés pour fonder notre opinion. Le risque de non-détection d'une anomalie significative provenant d'une fraude est plus élevé que celui d'une anomalie significative résultant d'une erreur, car la fraude peut impliquer la collusion, la falsification, les omissions volontaires, les fausses déclarations ou le contournement du contrôle interne;
- nous prenons connaissance du contrôle interne pertinent pour l'audit afin de définir des procédures d'audit appropriées en la circonstance, mais non dans le but d'exprimer une opinion sur l'efficacité du contrôle interne de la Société;
- nous apprécions le caractère approprié des méthodes comptables retenues et le caractère raisonnable des estimations comptables faites par l'organe d'administration, de même que des informations les concernant fournies par ce dernier;
- nous concluons quant au caractère approprié de l'application par l'organe d'administration du principe comptable de continuité d'exploitation et, selon les éléments probants recueillis, quant à l'existence ou non d'une incertitude significative liée à des événements ou situations susceptibles de jeter un doute important sur la capacité de la Société à poursuivre son exploitation. Si nous concluons à l'existence d'une incertitude significative, nous sommes tenus d'attirer l'attention des lecteurs de notre rapport du commissaire sur les informations fournies dans les comptes annuels au sujet de cette incertitude ou, si ces informations ne sont pas adéquates, d'exprimer une opinion modifiée. Nos conclusions s'appuient sur les éléments probants recueillis jusqu'à la date de notre rapport du commissaire. Cependant, des situations ou événements futurs pourraient conduire la Société à cesser son exploitation;

- nous apprécions la présentation d'ensemble, la structure et le contenu des comptes annuels et évaluons si les comptes annuels reflètent les opérations et événements sous-jacents d'une manière telle qu'ils en donnent une image fidèle.

Nous communiquons à l'organe d'administration notamment l'étendue des travaux d'audit et le calendrier de réalisation prévus, ainsi que les constatations importantes relevées lors de notre audit, y compris toute faiblesse significative dans le contrôle interne.

Nous fournissons également à l'organe d'administration une déclaration précisant que nous nous sommes conformés aux règles déontologiques pertinentes concernant l'indépendance, et leur communiquons, le cas échéant, toutes les relations et les autres facteurs qui peuvent raisonnablement être considérés comme susceptibles d'avoir une incidence sur notre indépendance ainsi que les éventuelles mesures de sauvegarde y relatives.

Parmi les points communiqués à l'organe d'administration, nous déterminons les points qui ont été les plus importants lors de l'audit des comptes annuels de la période en cours, qui sont de ce fait les points clés de l'audit. Nous décrivons ces points dans notre rapport du commissaire, sauf si la loi ou la réglementation n'en interdit la publication ou si, dans des circonstances extrêmement rares, nous déterminons que nous ne devrions pas communiquer un point dans notre rapport du commissaire parce que les conséquences néfastes raisonnablement attendues de la communication de ce point dépassent les avantages qu'elle aurait au regard de l'intérêt public.

AUTRES OBLIGATIONS LÉGALES ET RÉGLEMENTAIRES

Responsabilités de l'organe d'administration

L'organe d'administration est responsable de la préparation et du contenu du rapport de gestion, des documents à déposer conformément aux dispositions légales et réglementaires, du respect des dispositions légales et réglementaires applicables à la tenue de la comptabilité ainsi que du respect du Code des sociétés et des associations et des statuts de la Société.

Responsabilités du commissaire

Dans le cadre de notre mission et conformément à la norme belge complémentaire (version révisée 2020) aux normes internationales d'audit (ISA) applicables en Belgique, notre responsabilité est de vérifier, dans leurs aspects significatifs, le rapport de gestion, certains documents à déposer conformément aux dispositions légales et réglementaires, et le respect de certaines dispositions du Code des sociétés et des associations et des statuts, ainsi que de faire rapport sur ces éléments.

Aspects relatifs au rapport de gestion

A l'issue des vérifications spécifiques sur le rapport de gestion, nous sommes d'avis que celui-ci concorde avec les comptes annuels pour le même exercice et a été établi conformément aux articles 3:5 et 3:6 du Code des sociétés et des associations.

Dans le cadre de notre audit des comptes annuels, nous devons également apprécier, en particulier sur la base de notre connaissance acquise lors de l'audit, si le rapport de gestion comporte une anomalie significative, à savoir une information incorrectement formulée ou autrement trompeuse. Sur la base de ces travaux, nous n'avons pas d'anomalie significative à vous communiquer.

Mention relative au bilan social

Le bilan social, à déposer à la Banque nationale de Belgique conformément à l'article 3:12, § 1er, 8° du Code des sociétés et des associations, traite, tant au niveau de la forme qu'au niveau du contenu, des mentions requises par ce Code, en ce compris celles concernant l'information relative aux salaires et aux formations, et ne comprend pas d'incohérences significatives par rapport aux informations dont nous disposons dans le cadre de notre mission.

Mentions relatives à l'indépendance

Notre cabinet de révision n'a pas effectué de missions incompatibles avec le contrôle légal des comptes annuels et est resté indépendant vis-à-vis de la Société au cours de notre mandat.

Les honoraires relatifs aux missions complémentaires compatibles avec le contrôle légal des comptes annuels visées à l'article 3:65 du Code des sociétés et des associations ont correctement été ventilés et valorisés dans l'annexe des comptes annuels.

Autres mentions

- Sans préjudice d'aspects formels d'importance mineure, la comptabilité est tenue conformément aux dispositions légales et réglementaires applicables en Belgique.
- La répartition des résultats proposée à l'assemblée générale est conforme aux dispositions légales et statutaires.
- Hormis le non respect de l'article 7 :215 du Code des sociétés et des associations en matière de rachat d'actions propres, nous n'avons pas à vous signaler d'opération conclue ou de décision prise en violation des statuts, du Code des sociétés et des associations.

Gosselies, le 24 avril 2023

RSM RÉVISEURS D'ENTREPRISES SRL
COMMISSAIRE

REPRÉSENTÉE PAR

Digitally signed by Céline Arnaud (Signature)
Date: 2023.04.24 18:23:26 +02'00'

CÉLINE ARNAUD
ASSOCIÉE

Charte de Valorisation

Définition de l'Actif Net Réévalué

L'Actif Net Réévalué (ANR) est une méthode de valorisation du patrimoine du groupe. Elle est obtenue en additionnant l'ANR de chacune de nos participations.
L'ANR est calculé sur base de la Valeur d'Entreprise (VE) de laquelle sont soustraites les dettes financières et assimilées.
La VE est obtenue sur base de différentes méthodes qui sont présentées ci-dessous.

Investissements cotés

Dans le cas de participations cotées, la règle générale est de prendre le cours de clôture moyen des 20 derniers jours de celle-ci.

Investissements non cotés

Dans le cas de participations non cotées, nous utilisons trois méthodes de valorisation différentes présentées ci-dessous :

1. **Opération capitalistique**

Lorsqu'une nouvelle opération capitalistique a lieu au sein de l'entreprise, la valeur de la transaction sera prise comme nouvelle référence. Il se peut que cette dernière opération soit notre prise de participation ou l'entrée d'un nouvel actionnaire dans la société.

2. **Multiples de valorisation**

Il s'agit d'une méthode permettant de valoriser une entreprise en la comparant à des entreprises similaires privées ou cotées sur base de multiples de transaction ou de valorisation respectivement.

Dans le premier cas de figure, cela nécessite d'identifier une transaction d'une entreprise comparable pour laquelle les informations sont disponibles. Pour les comparables boursiers, une liste des sociétés cotées comparables basée sur le secteur, la taille et la zone géographique doit être identifiée pour chaque participation. Cette liste doit idéalement rester stable mais des mises à jour sont possibles et seront alors notifiées.

La méthode consiste à calculer des multiples tels que le Price Earning ratio (PE), le Price to Book ratio, l'EV/EBITDA, l'EV/Revenue, ou encore l'EV/EBIT des comparables et de prendre la médiane pour chaque multiple. D'autres multiples peuvent aussi être utilisés et seront alors spécifiés. Une fois les multiples médians des sociétés comparables obtenus, nous multiplions ceux-ci avec les données comptables de l'entité évaluée. Afin d'obtenir la valorisation finale, nous reprenons la médiane des différentes valeurs obtenues selon les différents multiples. Nous utiliserons les dernières données comptables annuelles publiées de nos participations et des comparables pour calculer les différents ratios utilisés.

Une fois la valeur comparable obtenue, une décote due à l'illiquidité et la taille des participations privées est appliquée. Cette décote est généralement de 15%.

3. **Cash-Flows actualisés**

La méthode du « Discounted Cash-Flow » (DCF) est une méthode qui valorise une entreprise sur base de ses flux de trésorerie futurs attendus. La projection des futurs flux de trésorerie se base sur un business plan estimé par le management des participations qui est révisé et ajusté une fois par an au moment de la valorisation.

Un élément important de cette méthode est la « Terminal Value ». Elle est basée sur une moyenne entre la méthode du « Perpetual Growth Rate » et le multiple de sortie actuel sur le marché ou le multiple historique.

L'autre élément important de cette méthode est le « Weighted Average Cost of Capital » (ou « Cost of Equity » sur certains modèles) qui est utilisé comme facteur de réduction (« Discount Rate ») et est calculé à la date de valorisation à l'aide des éléments suivants:

Risk free rate	Obligations à 10 ans allemandes (Bund)
Country risk premium	Obligations 10 ans du pays – Obligations à 10 ans allemandes
Implied equity risk premium	Basé sur les estimations du taux de rentabilité interne des futurs flux de trésorerie de l'Eurostoxx600
Illiquidity and small size risk premium	Ajusté à chaque participation
Cost of debt	Basé sur les données historiques ainsi que sur nos relations avec les banques.
Beta	Unlevered beta de l'industrie en Europe ajusté à l'entité

Pondération des méthodes

Pour comprendre la pondération entre ces trois méthodes, il faut différencier d'un côté la valeur donnée lors de la dernière opération capitalistique et de l'autre côté les valeurs obtenues par les méthodes des Multiples et du DCF.

La première méthode étant considérée comme plus réelle à court terme, nous la pondérons en lui attribuant un poids de 100% à la date de l'opération ou de l'offre. Ce poids décroitra ensuite linéairement sur 2 ans (jusque 0%) à l'avantage des deux méthodes suivantes et ce, de manière proportionnelle. Cependant, dans le cas des sociétés ne générant pas encore de Cash-Flow positif, nous les laisserons à leur valeur d'acquisition pendant 2 ans (sans lissage) avant de les valoriser avec d'autres méthodes. Cette période pourrait varier dans le cas où la valeur obtenue lors de cette opération ne reflèterait plus la réalité. De plus, il se peut que l'une ou l'autre méthode (DCF ou Multiple) ne soit pas applicable ou soit peu pertinente ; dans ce cas de figure nous appliquerons la méthode la plus appropriée.

Dette Nette

Il est important de spécifier que ces trois méthodes donnent une valeur dite « d'entreprise » (à l'exception du ratio P/E). Afin d'obtenir la valeur des actions (« equity value »), il faut soustraire la dette financière nette pour chaque participation ainsi que pour la société mère. La dette financière nette est calculée en soustrayant les trésorerie/liquidités/placement court terme aux dettes financières.

Autres éléments

Les actifs circulants et autres passifs sont repris à leur valeur à la date de la valorisation. Les immeubles sont valorisés sur base du prix d'achat et/ou de rapport d'expertise. Dans le cadre des actions réservées pour un plan d'option, si la valorisation par action est plus grande que le prix d'exercice de ces action, alors la différence sera déduite de la valorisation de l'entité. L'ANR est une valorisation à court terme, les coûts futurs de la holding ne sont donc pas pris en compte. Les taux de change utilisés sont ceux à la date de valorisation.

Fréquence de Valorisation

La valorisation sera faite une fois par an sur base des comptes annuels complets et clôturés de l'année précédente. Les modèles DCF et des multiples seront révisés chaque année lors de la rédaction du rapport annuel.

Clause de non-responsabilité

L'actif Net Réévalué ne prend pas en compte une éventuelle prime de contrôle, des potentielles illiquidités des titres sur le marché ou encore les coûts d'une cotation ou de la vente d'une participation. Par ailleurs, nous nous engageons à réaliser le présent exercice avec bonne foi et transparence notamment sur les hypothèses prises. Toute exception à cette charte sera notifiée. Nous jugeons bon de rappeler que la valeur finale de l'ANR obtenue reste subjective et dépendante des visions du management, elle est donc à considérer avec précaution.

Poids des méthodes de valorisation utilisées

Participations	Années depuis investissement	Cash-Flow Mature?	EV Immo Fin	EV DCF	EV Comparable	EV Finales
ECP SA	2.9	OUI	0%	50%	50%	100%
W Partners SàRL	11.0	OUI	0%	50%	50%	100%
GFI SA	2.0	OUI	0%	50%	50%	100%
Atima SA	1.3	OUI	37%	31%	31%	100%
Iso-Tech SRL	3.2	OUI	0%	50%	50%	100%
Freedelity SA	1.0	OUI	48%	26%	26%	100%
W Properties SRL	2.9	OUI	100%	0%	0%	100%
EMAsphere SA	1.1	NON	100%	0%	0%	100%
Newtree Impact SA	0.7	NON	100%	0%	0%	100%
Probiotic Group SA	0.5	NON	100%	0%	0%	100%
Emulco NV	0.2	NON	100%	0%	0%	100%

Whitestone Group SA

Frédéric Pouchain \ CEO
f.pouchain@whitestone.eu

Route de Genval 32
1380 Lasne
RPM Brabant Wallon 0467.731.030

www.whitestone.eu

TICKER \ ROCK (Euronext Bruxelles)

\ GROUP

Whitestone