

# 2022

## Rapport Annuel

# 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. À 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 notamment 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 Vehicle*). 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 PME 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

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

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 PME 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.

### 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<sub>2</sub>, 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 donc 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 PME 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

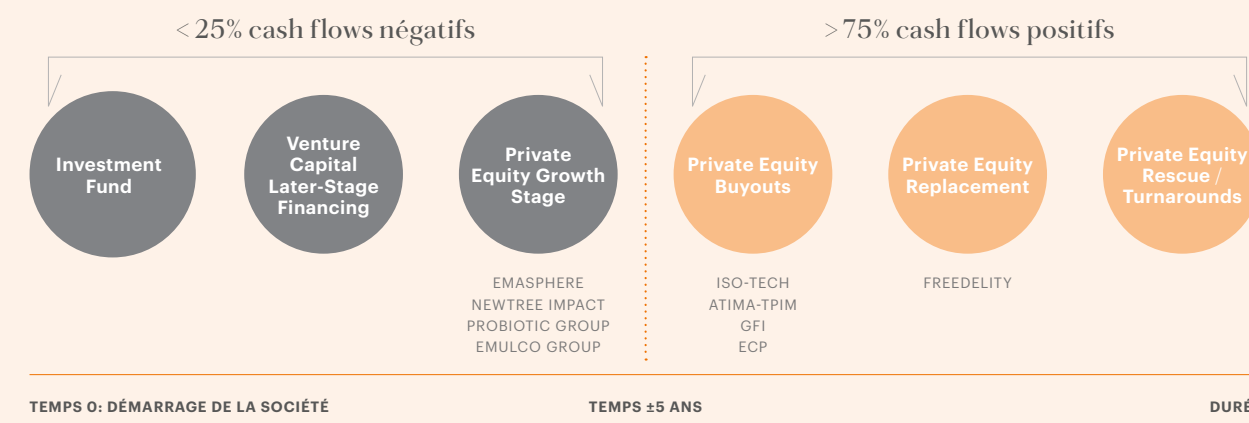
Les sociétés recherchées doivent afficher un score élevé dans chacune des cinq catégories suivantes:

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

## Notre rôle d'investisseur

<p>1</p> <p><b>Investir</b></p> <p>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)</p>	<p>2</p> <p><b>Soutenir</b></p> <p>la croissance des start-/scale-ups par du capital en direct ainsi que par un apport de compétences et de réseaux</p>	<p>3</p> <p><b>Exercer</b></p> <p>le rôle d'actionnaire professionnel dans nos participations au niveau de la gouvernance, de la stratégie, du développement et du financement</p>	<p>4</p> <p><b>Aligner</b></p> <p>les intérêts financiers avec ceux des dirigeants</p>
---	---	--	--

## 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 coté 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

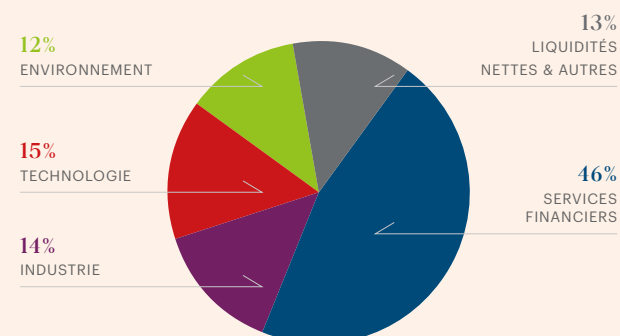
### Actif Net Réévalué (31/12/2022)

#### Valorisation du Groupe

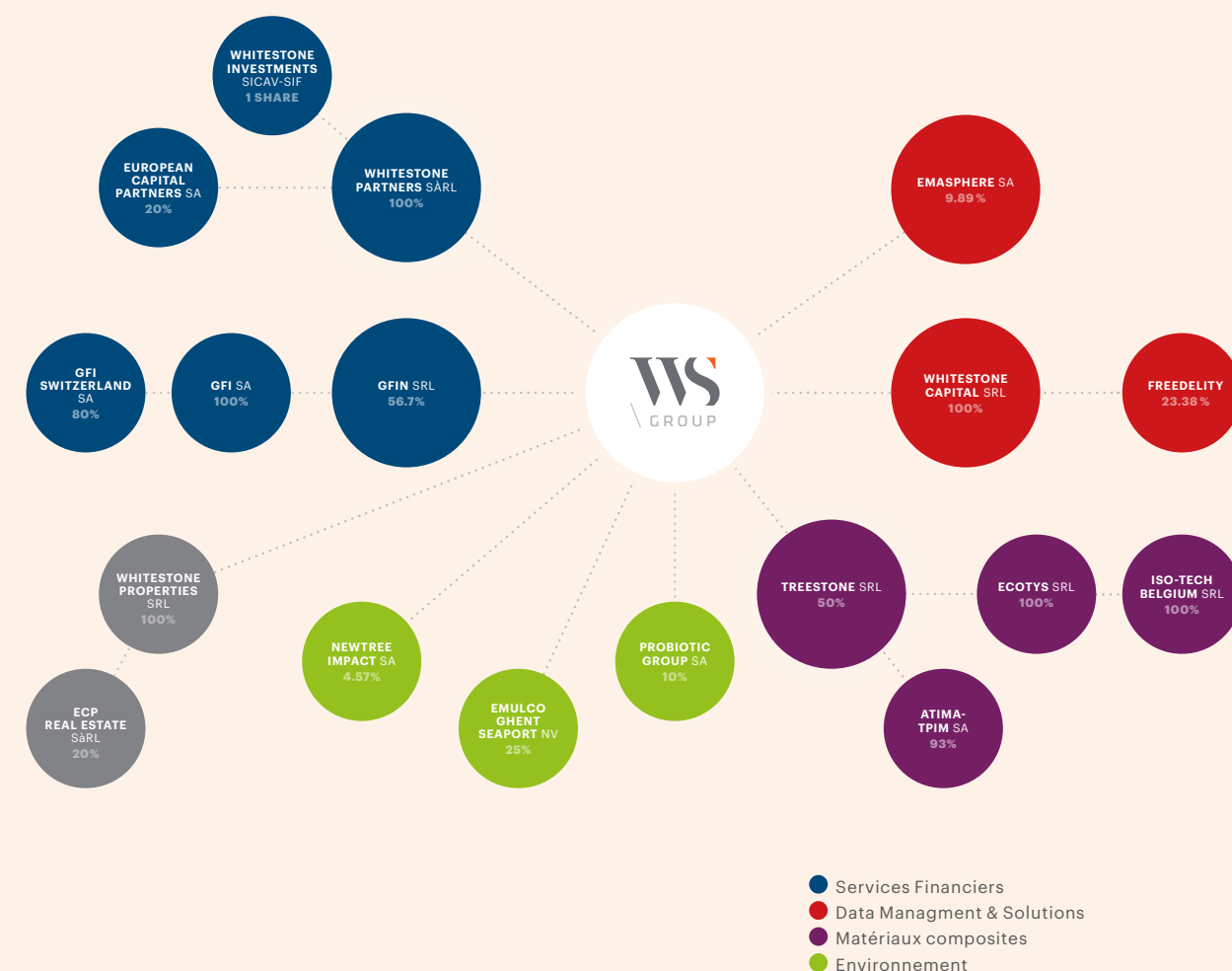
ACTIF NET RÉÉVALUÉ	29,5 M€
PAR ACTION	12,96 €

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 ».

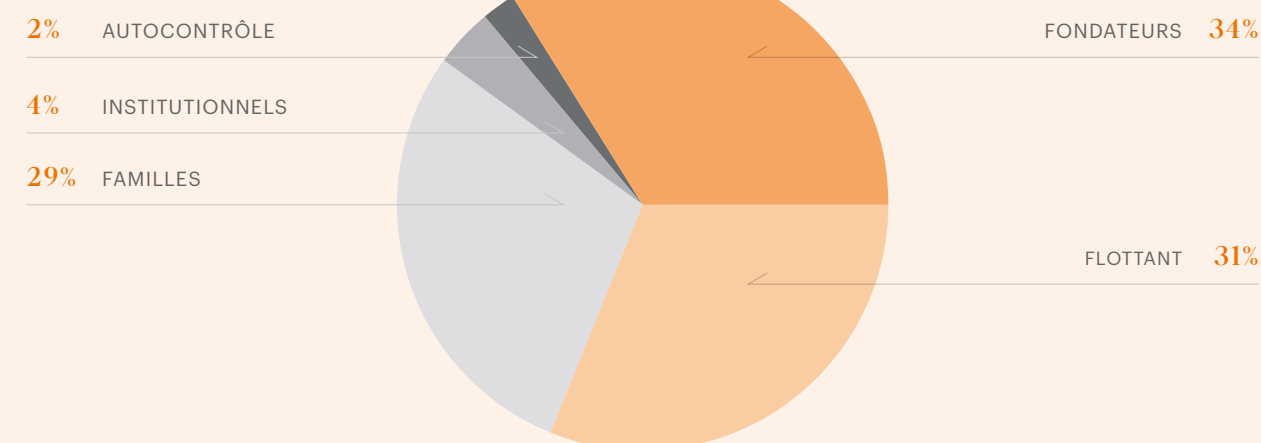
#### Segmentation sectorielle de l'ANR



## Organigramme



## 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).





## // Taking investment to the next level



**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

[www.europeancapitalpartners.lu](http://www.europeancapitalpartners.lu)

### Événements clés

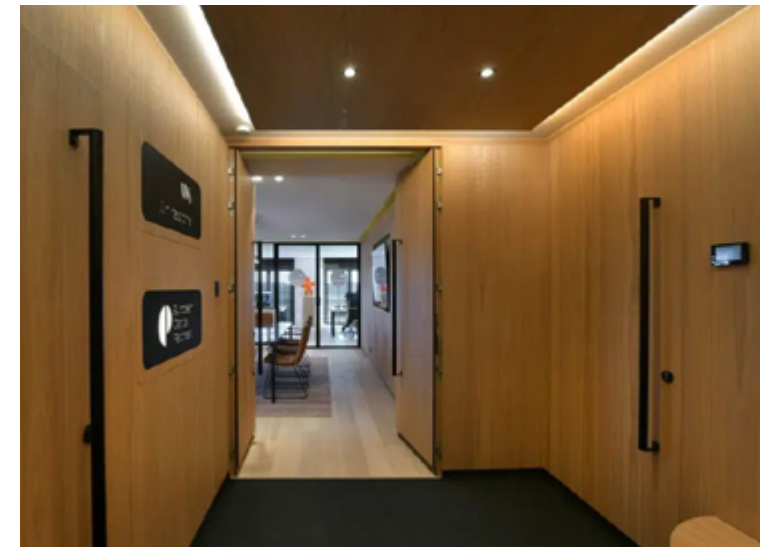
Malgré l'environnement difficile de 2022, d'autant plus sur les marchés financiers, ECP a continué de croître et a d'ailleurs dépassé le milliard d'actifs sous gestion. Cette croissance est en partie due à son rôle de Super-Manco et donc à la croissance de l'activité d'Asset Servicing.

L'évolution de l'environnement réglementaire 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.



## // Invest different



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

## Whitestone Partners

### Événements 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).



## // Your specialist in Mica insulating material



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

## ISO-Tech

[www.iso-tech.be](http://www.iso-tech.be)

### Événements clés

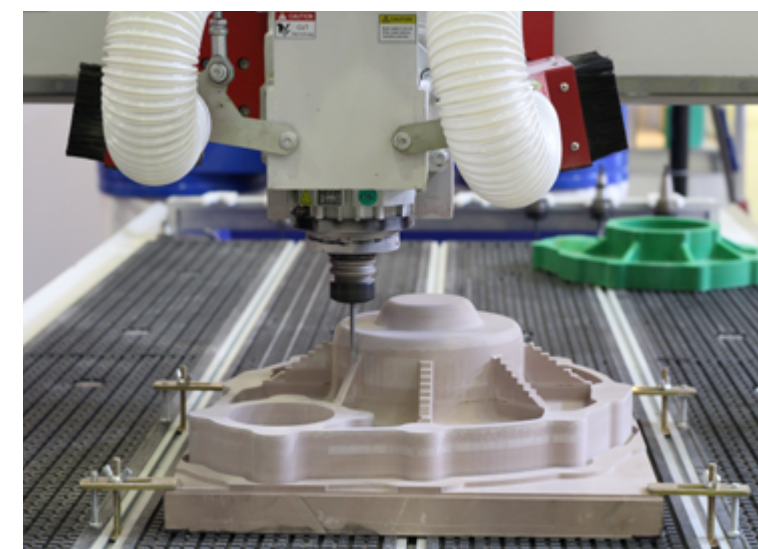
2022 a été une année de croissance. Après une année COVID pleine de changements d'habitude en 2020, et une année de consolidation en 2021, nous bénéficions enfin des améliorations engrangées au niveau structurel et opérationnel. L'équipe commerciale a démontré sa force via une augmentation du CA de ±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

Autres événements 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



## // Give shape to your ideas in Composite Materials



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

[www.atima-tpim.be](http://www.atima-tpim.be)

### Événements 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 événements 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 (SOGEP) & « fonds des calamités » finalisé et accordé





## // 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 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, Traffic, Delitrateur, 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

## Freedelity

[www.freedelity.com](http://www.freedelity.com)

### Événements 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.



## // 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	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

## EMAsphere

[www.emasphere.com](http://www.emasphere.com)

### Événements 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 »



## // Full service provider for high end emulsions



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 des 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	1,1 T
NOMBRE DE PERSONNES	6

## Emulco

[www.emulco.com](http://www.emulco.com)

### Événements 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'émulsions/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.



## // Quand la science se passionne pour la nature



## Probiotic Group

[www.probiotic-group.com](http://www.probiotic-group.com)

### Événements 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 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 chaîne 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

## Newtree Impact

[www.newtreeimpact.com](http://www.newtreeimpact.com)

### Événements clés

- Levée de capitaux de plus de 4,1 M€ avec l'entrée au capital de quelques Family-offices importantes et des fonds Noshag 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).



# 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.

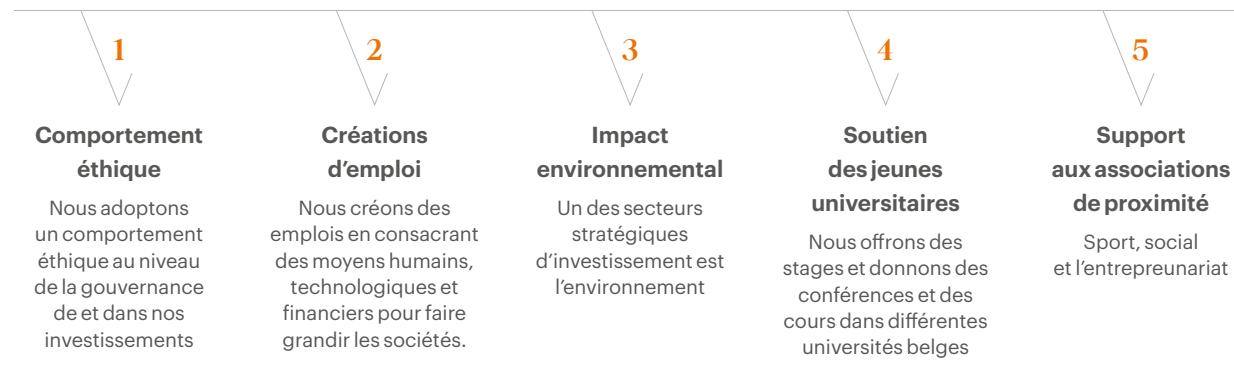
Nous n'avons pas attendu que ces thèmes deviennent à la mode pour agir et des engagements sociétaux avaient été pris dès la création de Whitestone Group (voir graphique « Notre engagement sociétal »).

### 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



Dans cette optique, Whitestone Group investit dans des sociétés qui développent notamment des produits pouvant réduire la pollution ou l'émission de CO<sub>2</sub>. 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.

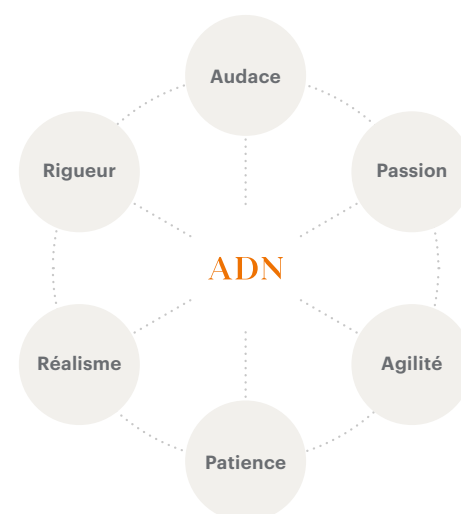
Un autre axe d'influence est d'agir au niveau de ses participations si/quand cela est possible. A titre d'exemple, la société Atima a profité de la construction d'une nouvelle usine pour réduire son bilan énergétique/carbone.

### 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 au 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 difficiles 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 par-

ticipant 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 ensegne.

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, Whitestone 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 maîtrise 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-Christophe 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.

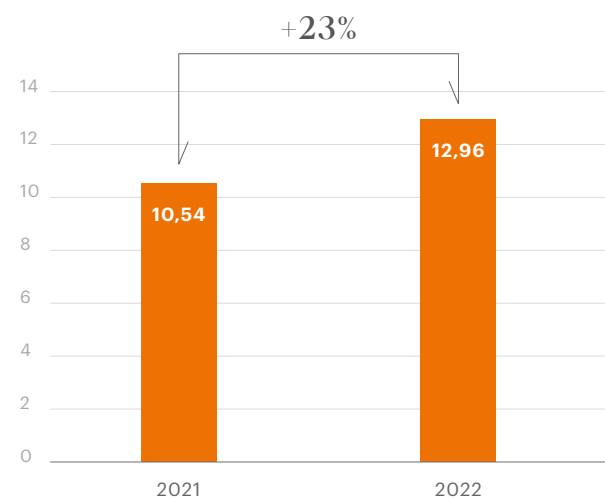
## 2 ANR de Whitestone Group

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 €

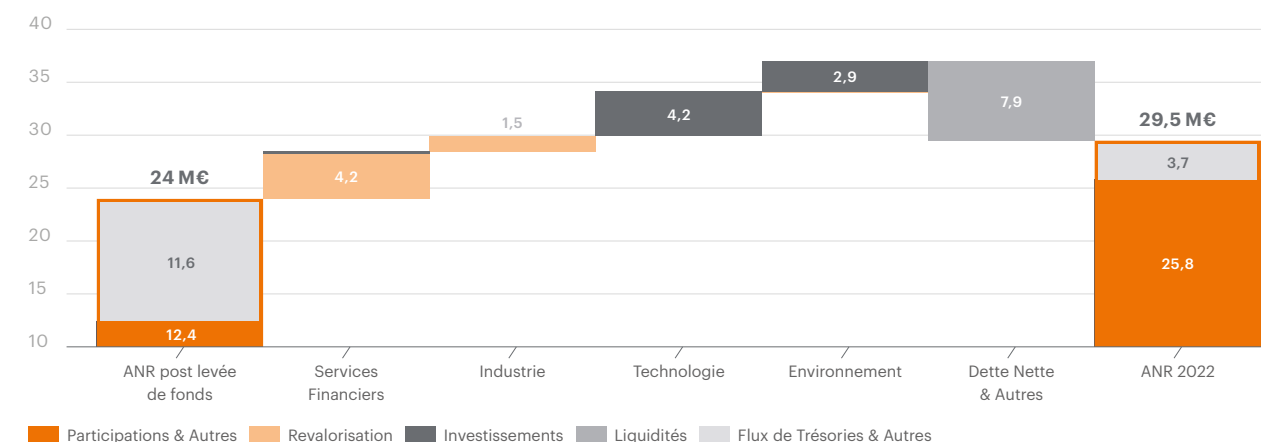


Le graphe à la page suivante détaille la contribution de chaque secteur à l'évolution de l'ANR depuis les levées de fonds de décembre 2021 et janvier 2022. En partant de l'ANR 2021, composé de 12,4 M€ de participations et de 11,6 M€ de liquidités, on remarque une augmentation des secteurs « Services 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

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



aux dernières prises de participations (Emulco, Probiotic et EMAsphere) qui n'ont pas encore été revalorisées. En effet, celles-ci ne génèrent pas encore de cash-flows positifs et sont donc laissées 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.

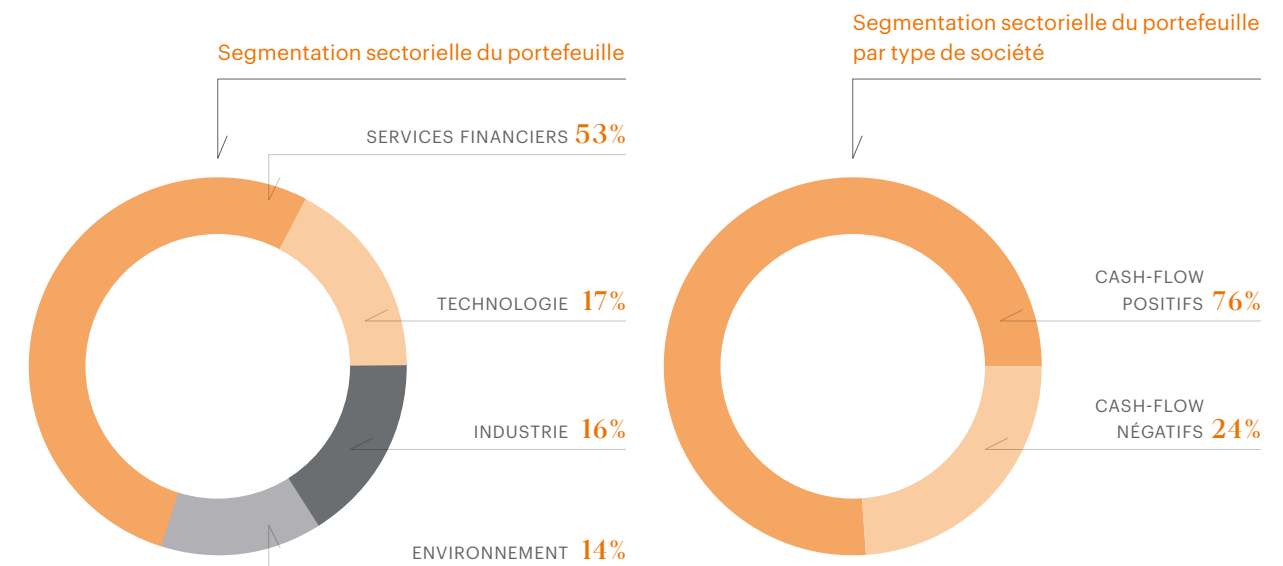
L'ANR 2022 est composé d'un portefeuille d'investissement valorisé à hauteur de 25,7 M€ et d'une position de liquidités de 3,8 M€ (incluant les actions propres et les autres actifs/dettes au bilan), soit 13% du total qui servira à investir et couvrir les frais généraux de la holding.

## 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.



# 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 1<sup>er</sup> 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 auto-contrôle 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 porter à 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 avons 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
<b>TOTAL</b>	<b>8.912.962</b>	<b>14.626.998</b>	<b>-5.714.036</b>

\* 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 compte 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 Sarl	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    Intégration proportionnelle

Pour les sociétés intégrées proportionnellement, car co-contrôlées, 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 remon- tés 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 impac- té 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'an- née 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 commer- ciale 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 aug- mente 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 immobilisa- tion 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 réduc- tion 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 ca- pital réalisée en janvier 2022.

Quant aux immobilisations financières, elles ont augmen- té 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 Événements 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 veuille 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 so-

ciétés, ce qui pourrait influencer 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 coté 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 jusqu'à 15h et une deuxième fois à 16h30 suivi d'une période de trading jusqu'à 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](http://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

visé 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 fiscale 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 <sup>(EUR)</sup>

Bilan Consolidé			
	CODES	2022	2021 (6 mois)
<b>ACTIF</b>		<b>27.138.829</b>	<b>21.044.077</b>
<b>Actifs Immobilisés Elargis</b>	<b>20/29</b>	<b>13.792.032</b>	<b>12.063.576</b>
Frais d'établissement	20	0	0
Immobilisations incorporelles	21	120.220	94.567
Ecart de consolidation positifs	9920	6.111.579	6.612.689
Immobilisations corporelles	22/27	1.394.869	1.424.858
<i>Terrains et Constructions</i>	22	968.359	1.062.505
<i>Installations, machines et outillage</i>	23	63.465	118.789
<i>Mobilier et matériel roulant</i>	24	122.192	52.197
<i>Autres immobilisations corporelles</i>	26	240.853	191.367
Immobilisations financières	28	6.165.364	3.931.462
<i>Sociétés mises en équivalence</i>	9921	1.749.435	884.225
<i>Autres entreprises</i>	284/8	4.415.929	3.047.237
<b>Actifs Circulants Restreints</b>		<b>13.346.796</b>	<b>8.980.501</b>
Stocks et commandes en cours	3	1.699.991	1.277.024
Créances à un an au plus	40/41	1.989.238	989.131
<i>Créances commerciales</i>	40	1.708.382	888.577
<i>Autres créances</i>	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
<b>PASSIF</b>		<b>27.138.829</b>	<b>21.044.077</b>
<b>Capitaux Propres</b>	<b>10/15</b>	<b>15.265.956</b>	<b>12.859.247</b>
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
Ecart de consolidation négatifs	9912	1.582.915	1.646.211
Subsides en capital	15	0	1.101
<b>Intérêts de tiers</b>	<b>9913</b>	<b>-502.836</b>	<b>-879.589</b>
<b>Dettes</b>	<b>17/49</b>	<b>12.375.709</b>	<b>9.064.419</b>
Dettes financières	17/49	4.962.922	6.100.387
Dettes à un an au plus	42/48	7.326.734	2.906.544
<i>Dettes à plus d'un an échéant dans l'année</i>	42	406.057	347.081
<i>Dettes financières</i>	43	43.878	34.684
<i>Dettes commerciales</i>	44	2.899.640	697.965
<i>Acomptes reçus sur commandes</i>	46	2.095.019	1.321.290
<i>Dettes fiscales, salariales et sociales</i>	45	429.591	342.410
<i>Autres dettes</i>	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
<i>Chiffre d'affaires</i>	70	234.261.934	83.753.331
<i>Autres produits d'exploitation</i>	74	221.488	129.197
Couts des ventes et prestations	60/66 A	233.680.298	84.418.427
<i>Approvisionnements et marchandises</i>	60	227.368.404	81.557.841
<i>Services et biens divers</i>	61	3.417.170	1.670.011
<i>Rémunérations, charges sociales, pension</i>	62	1.157.299	423.652
<i>Amortissements et réduction de valeur</i>	630	272.782	98.318
<i>Réductions sur stocks, commandes et créances commerciales</i>	631/4	2.495	0
<i>Autres charges d'exploitation</i>	640/8	181.526	120.968
<i>Amortissements écarts de conso. positifs</i>	9960	1.103.831	489.391
<i>Charges d'exploitation non récurrentes</i>	66A	176.792	58.246
<b>Bénéfice (perte) d'exploitation</b>		<b>803.123</b>	<b>-535.899</b>
Produits financiers	75	118.895	75.504
<i>Produits des immobilisations financières</i>	750	6.751	0
<i>Produits des actifs circulants</i>	751	7.699	567
<i>Autres produits financiers</i>	752/9	104.445	74.937
Charges financières	65	1.016.394	369.470
<i>Charges des dettes</i>	650	228.732	86.263
<i>Amortissement des écarts de conso. positifs</i>	9961	631.119	245.352
<i>Autres charges financières</i>	652/9	156.543	37.855
<b>Bénéfice (perte) courant(e) avant impôts</b>		<b>-94.376</b>	<b>-829.865</b>
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
<b>Bénéfice (perte) Consolidé</b>	<b>9904</b>	<b>-786.761</b>	<b>-1.097.702</b>
<i>Part des tiers dans le résultat</i>	99761	300.032	112.450
<i>Part du groupe dans le résultat</i>	99762	-1.086.793	-1.210.152

## Comptes statutaires

AU 31/12/2022 (EUR)

Bilan Statutaire			
	CODES	2022	2021 (6 mois)
<b>ACTIF</b>		<b>15.871.474</b>	<b>12.091.444</b>
<b>Actifs Immobilisés Elargis</b>	<b>20/29</b>	<b>11.349.503</b>	<b>8.047.193</b>
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
<b>Actifs Circulants Restreints</b>		<b>4.521.971</b>	<b>4.044.251</b>
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
<b>PASSIF</b>		<b>15.871.474</b>	<b>12.091.444</b>
<b>Capitaux Propres</b>	<b>10/15</b>	<b>14.976.715</b>	<b>11.967.699</b>
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
<b>Dettes</b>	<b>17/49</b>	<b>894.760</b>	<b>123.745</b>
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
<b>Bénéfice (perte) d'exploitation</b>		<b>-557.850</b>	<b>-578.038</b>
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
<b>Bénéfice (perte) courant(e) avant impôts</b>		<b>-580.339</b>	<b>-454.387</b>
Impôts sur le résultat	67/77	2.150	0
<b>Bénéfice (perte) Consolidé</b>		<b>-582.490</b>	<b>-454.387</b>

# 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% linéaire
- 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% linéaire
- Leasing: 6,67% linéaire à 33,33% linéaire 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. Écarts 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 «Ecart de conversion».

2.6. Ecart 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		Méthode de consolidation
	2021	2022	
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%	Proportionnelle
Ecotys SRL	50,0%	50,0%	Proportionnelle
Iso-Tech SRL	50,0%	50,0%	Proportionnelle
Atima SA	46,5%	46,5%	Proportionnelle
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%	–	–



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





## 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.



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'efficacité 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;

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



- 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

À 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 prenons 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'Eurostox600
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 décroîtra 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 SARL	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 <sup>SA</sup>

Frédéric Pouchain \ CEO  
f.pouchain@whitestone.eu

Route de Genval 32  
1380 Lasne  
RPM Brabant Wallon 0467.731.030

**[www.whitestone.eu](http://www.whitestone.eu)**

TICKER \ ROCK (Euronext Bruxelles)

\ GROUP



Whitestone