



# 2024

## Rapport Annuel

---

\ GROUP **WS**  
Whitestone



# Sommaire

4	\\	Message aux actionnaires
8	\\	Stratégie & Chiffres clés
15	\\	Participations
34	\\	Responsabilité sociétale
36	\\	Gouvernance & Equipe
40	\\	Consolidé restreint – Wfin
43	\\	Dettes d'acquisition
44	\\	Actif Net Réévalué 2024
47	\\	Rapport de gestion
62	\\	Annexes
		Annexes aux comptes consolidés
		Rapport du Commissaire
		Charte de valorisation

---

**MESSAGE AUX ACTIONNAIRES**

DU PRÉSIDENT DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET DU CEO

# Chers Actionnaires,

**Nous avons l'honneur d'introduire le rapport annuel de Whitestone Group relatif à l'exercice 2024.**

L'année 2024 aura été une nouvelle année charnière et d'accélération pour Whitestone Group. L'entrée d'un actionnaire de référence, Multifin, la société de gestion patrimoniale contrôlée par la famille d'Arnoud de Pret, suivie de celle de la famille d'Axel Moorkens, au travers de leur véhicule Famo, ont conduit à la mise en place d'un nouveau système de gouvernance et à un affinement de la stratégie d'investissement. Un total de 60 M€ a été apporté et en grande partie déployé dans de belles PME belges rentables. Fort de ce portefeuille diversifié de participations où l'humain est sans conteste l'élément prépondérant, Whitestone croit plus que jamais dans la réalisation de son objectif de doubler, d'ici 2030, la valeur du portefeuille actuel.

A côté des chiffres, le Conseil a également insisté sur la qualité, notamment en matière de durabilité. L'obtention du label « B Corp » est une étape non négligeable, qui inscrit dans l'objet social de Whitestone sa volonté « d'avoir un impact sociétal et environnemental positif et significatif avec une prise en compte de ses parties prenantes ». Cette certification est le fruit d'un travail minutieux et de longue haleine et qui n'est que le début d'un engagement durable et consistant.

Pour en revenir aux aspects financiers, l'Actif Net Réévalué (ANR) a franchi la barre symbolique des 100 M€ pour atteindre 106 M€ fin 2024. Cette étape démontre le chemin parcouru depuis l'entrée en bourse à un ANR de 12 M€, il y a

3 ans seulement. L'absorption totale de la décote octroyée dans le cadre des levées de fonds s'est faite de manière remarquable, en seulement 12 mois.

Whitestone étant une société d'investissement, ses comptes consolidés et sociaux sont fondés sur des règles comptables plutôt qu'économiques, ce qui rend leur interprétation limitée. Un troisième niveau de reporting intermédiaire a été mis en place, les comptes « consolidés restreints », pour assurer une lecture plus transparente sur la marche des affaires du holding. La politique de dividendes reposera sur le résultat net de ce périmètre. Nonobstant ces limitations, le chiffre d'affaires consolidé atteint 226 M€, avec pour principal contributeur GFI, l'EBITDA se monte à 2,2 M€ et le résultat net part du Groupe à -2,3 M€. Au niveau social, à savoir la société de tête seule, la perte nette s'élève à 0,7 M€ et à 0,6 M€ en consolidé restreint, en y incluant les trois filiales directes.

Whitestone Group bénéficie d'une situation financière saine, se caractérisant par une absence de dette structurelle et des liquidités nettes d'environ 4 M€ dans le holding. En tenant compte des lignes de crédit et des engagements envers les participations, la flexibilité financière pour acquérir et développer des participations avoisine les 10 M€. Si de la dette était contractée, cela ne serait que provisoire et dans la mesure où une levée de fonds se dessinerait dans la foulée.

## Les nouvelles ressources financières levées en 2024 ont été déployée dans des PME belges rentables.

La majorité des participations affichent des résultats annuels globalement en ligne avec les prévisions et anticipent une progression en 2025 malgré les incertitudes géopolitiques et économiques. Certaines d'entre elles pourraient faire l'objet d'une cession.

### Des capitaux levés presque entièrement déployés formant un portefeuille diversifié.

La quasi-totalité (90%) des nouvelles ressources financières levées en 2024 a été déployée principalement dans des PME belges rentables. Les trois piliers stratégiques que sont les Matériaux Spécifiques, les Transitions et les Technologies ont été ciblés, ce qui renforce la diversification du portefeuille.

A côté des 18 M€ d'apports en nature de Multifin, un total de 37 M€ a été investi dans Newtree Impact (0,7 M€), Tilman (5 M€), GFIN (4,4 M€), Sibelco (6,7 M€), Lambda-X Ophthalmics (5,3 M€), Telemis (9,1 M€) et TKMI (5,4 M€).

Les immobilisations financières sont ainsi passées de 13 M€ à 69 M€. Ce montant inclut des avances d'actionnaire pour soutenir les trois *scale-ups* du portefeuille que sont Emulco, EMAsphere et Probiotic Group.

### Un Actif Net Réévalué triplé dépasse les 100 M€ et l'effet dilutif des levées de fonds effacé

L'ANR au 31 décembre 2024 est estimé à 106 M€ contre 34 M€ au 31 décembre 2023. Cette augmentation de 72 M€ s'explique certainement par les augmentations de capital pour 60 M€ mais aussi par la croissance de la valeur du portefeuille pour 12 M€ (+35% par rapport à fin 2023). Par action, il s'élève à 15,2 €, soit le même niveau que fin 2023, effaçant ainsi l'effet dilutif des levées de fonds.

Le poids de GFI dans cette performance est conséquent. Le négociant en or tire parti de la hausse des cours de l'or et des multiples de marché, ce qui bénéficie d'autant plus à Whitestone Group qui en est devenu actionnaire à 100%.

L'ANR est l'étalon le plus souvent employé pour mesurer la valeur d'un holding. Son calcul inclut de nombreux facteurs dont des marges de sécurité pour prendre en compte les risques et les incertitudes liés aux activités des participations ainsi que leur illiquidité. Malgré cette prudence, le marché applique en général une décote sur l'ANR qui peut être importante. Celle de la plupart des holdings européens cotés a augmenté ces dernières années. Les raisons sont multiples et, dans le cas de la décote de Whitestone (environ 20%), l'illiquidité du titre joue certainement un rôle important.

### Un nouveau périmètre de reporting pour mieux appréhender les résultats

Les règles de consolidation impliquent que le résultat opérationnel avant amortissements (EBITDA) de certaines participations soit pris en compte à 100% alors que le groupe en détient un pourcentage moindre. A contrario, celui de participations insuffisamment contrôlées sur base des normes comptables ne l'est pas alors que leurs bénéfices sont importants. Malgré ces limitations, l'EBITDA consolidé est un indicateur pour estimer les flux de trésorerie des participations contrôlées. En 2024, il passe de 2,8 M€ en 2023 à 2,2 M€ à cause de la hausse des coûts opérationnels du holding et de GFIN. L'objectif est de l'augmenter chaque année.

L'autre limitation des comptes consolidés est l'utilisation des normes comptables belges (« Belgian GAAP ») et non internationales (« IFRS »). Celles-ci impliquent d'amortir les survaleurs (« goodwill ») qui sont payées le cas échéant lors de la prise de participations. En 2024, cet élément a eu un impact négatif de 3 M€ sur le résultat net qui affiche une perte de 2,3 M€.

## W L'absorption de la décote octroyée dans le cadre des levées de fonds s'est faite en seulement 12 mois.

Le deuxième périmètre légal à publier est celui des comptes sociaux. Dans le cas spécifique de Whitestone Group, certains investissements, financements et coûts opérationnels ont été répartis sur plusieurs filiales. Les raisons en sont une saine gestion des risques et une volonté d'optimisation financière. Les chiffres publiés ne reflètent que les comptes de la maison mère sans ceux de ses filiales. Le résultat affiche une perte nette de 0,7 M€ contre 0,5 M€ en 2023. Cette augmentation trouve son origine principale dans la hausse des frais opérationnels (+0,2 M€). La plupart des coûts exceptionnels liés aux levées de fonds de capital (0,5 M€) ont été compensés par la hausse des produits financiers qu'elles ont permis de générer.

La publication des comptes consolidés restreints ne constitue pas une obligation légale, quoique Whitestone ait choisi de les publier deux fois par an (au 30 juin et au 31 décembre). Ce périmètre, dénommé « Wfin », reprend les revenus et les coûts de la société mère et de ses (trois) filiales directes.

Il en ressort que les revenus des activités du holding totalisent 1 M€, dont deux tiers proviennent de Whitestone Partners qui gère un fonds d'investissement régulé investissant dans des actifs cotés (actions et obligations). L'objectif est de (re)développer cette activité historique notamment en renforçant l'équipe de gestion et en essayant de continuer à surperformer le benchmark et les fonds concurrents. Le résultat net courant, qui inclut les résultats financiers, affiche une perte de 0,3 M€.

Comme repris dans les objectifs financiers ci-après, les coûts nets opérationnels courants du holding doivent rester inférieurs à 1% des actifs. Ce ratio-ci est calculé sur base de l'EBITDA de Wfin au numérateur et de l'ANR au dénominateur. En 2024, il s'élève à 0,7%.

### **Des dettes d'acquisition comme levier additionnel de création de valeur**

Afin de réduire le coût moyen pondéré du capital (« WACC ») et d'optimiser l'utilisation des fonds propres lors des investissements, il est d'usage de faire appel à de la dette bancaire pour financer une partie de l'investissement. Whitestone Group n'en fait pas usage systématique et veille également à couvrir les frais généraux par les remontées de dividendes.

C'est dans ce sens que la prise de participation dans Telemis a été financé entièrement par fonds propres. En revanche, des dettes ont été contractées pour un montant de 18,1 M€ pour financer le rachat des actions de GFI par GFIN (2 M€) ainsi que les rachats de Lambda-X Ophthalmics (5,3 M€) et TKMI avec sa filiale immobilière (10,8 M€). Les dettes d'acquisition totalisent actuellement 25 M€ et 21 M€ pour la quote-part du groupe. Pour calculer le montant total des actifs gérés, il faut rajouter ces montants à l'ANR, soit respectivement 131 M€ et 127 M€.

Sur l'exercice 2024, un montant de 1,7 M€ de dettes d'acquisition a été remboursé grâce aux dividendes versés par les participations dans les véhicules dédiés. En 2025, il est prévu d'en rembourser 3,3 M€.

### **Un contexte économique incertain mais plus favorable aux PME**

L'euphorie boursière qui a suivi l'élection de Donald Trump a laissé la place aux incertitudes géopolitiques et macroéconomiques qui se traduisent par des tensions sur les marchés financiers. Les sociétés exportatrices vers les Etats-Unis pourraient voir leurs résultats affectés si les tarifs additionnels annoncés devaient être appliqués après la trêve de 90 jours décrétée.

En considérant le verre à moitié plein, le réveil imposé à l'Europe pourrait avoir un impact positif sur les entreprises

et notamment les PME. Le rapport Draghi sur la compétitivité met en avant leur rôle clé dans le tissu économique mais aussi leur fragilité financière et suggère de les supporter notamment en allégeant les contraintes légales. Le plan de relance allemand prévoit des investissements massifs de plusieurs centaines de milliards d'euros dans l'énergie, l'armée et les infrastructures, qui devraient entraîner dans son sillage les autres pays européens. Enfin, l'augmentation des dépenses dans la défense à au moins 2% du PIB devrait aussi relancer une partie de l'industrie européenne.

Néanmoins, les entreprises belges vont devoir faire face à une nouvelle indexation automatique des salaires ainsi qu'à une hausse des coûts énergétiques indirects (transport). Par ailleurs, la situation budgétaire catastrophique et le déficit public abyssal, conduisent à une augmentation de la pression fiscale et une diminution des aides aux entreprises.

Dans cet environnement, le positionnement du portefeuille sur le segment des PME devrait le rendre plus résilient. Par ailleurs, la participation dans GFI profite pleinement de ces incertitudes avec le cours de l'or qui n'a jamais aussi bien porté le titre de « valeur refuge ».

### Le mot de la fin

2024 a été une année chargée qui a permis à Whitestone Group d'accélérer son développement et de le professionnaliser plus encore. Si des ressources financières sont un carburant nécessaire, les ressources humaines en sont le principal moteur. Nous remercions sincèrement les (nouveaux) actionnaires pour leur confiance, les administrateurs pour leur disponibilité et l'équipe opérationnelle de Lasne pour leur travail.

Nous espérons vous voir nombreux aux Assemblées Générales Ordinaire et Extraordinaire qui se tiendront le 12 mai au siège social à Lasne. Nous vous donnons aussi rendez-vous le 6 juin pour le premier *Investor Day* qui aura lieu dans la nouvelle usine d'Atima à Liège.



**Au nom du  
Conseil d'Administration**

**Gérard Lamarche**  
Président

**Au nom du  
Comité Exécutif**

**Frédéric Pouchain**  
CEO

# Investing Supporting Impacting

## Whitestone Group

### Mission

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

### Vision

**Se hisser** parmi les meilleurs holdings familiaux belges cotés en terme de discipline financière et d'impact avec une vision à long terme.

### Stratégie

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

### Objectifs

**Assurer** une croissance équilibrée de la valeur du capital confié par les actionnaires en générant un Total Shareholder Return (TSR) supérieur au coût moyen pondéré du capital; contribuer de manière positive à l'environnement et au développement de chacun.

# En quelques dates

## 2012

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

## 2016

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

## 2018

Cession de la participation  
dans **Verixi**

## 2019

Création de **Whitestone Partners**  
SRL en Belgique  
Création de la joint-venture  
**Treestone**  
Acquisition d'**Iso-tech**

## 2020

Prise de participation dans  
**European Capital Partners**  
Prise de participation  
dans **Newtree Impact**

## 2021

Acquisition de **Gold & Forex**  
**International**  
Prise de contrôle d'**Evadix**  
Acquisition d'**ATIMA** via **Treestone**  
Création de **Whitestone Group**  
suite à la fusion avec **Evadix**  
Entrée en bourse sur le marché  
**Euronext Growth Brussels**  
Prise de participation dans  
**Freedelity**  
Première levée de fonds (12 M€)

## 2022

Investissement dans **Emulco**  
et dans **Probiotic Group**  
Rachat de 4,54% additionnel de **GFIN**  
Participation à la levée de fonds  
d'**EMAsphere**

## 2023

Participation à la levée de fonds  
de **Newtree Impact**  
Prise de participation minoritaire  
dans **Battri**

## 2024

### Apports en nature et levées de fonds:

Deux placements privés ont été réalisés en 2024 : l'un en nature (18 M€) par Multifin via l'apport de quatre participations et l'autre en numéraire (42 M€) ouvert à tous les actionnaires. Ces opérations ont permis de renforcer significativement les fonds propres et de tripler la taille du groupe.

### Renforcement des participations existantes

Le rachat des minoritaires de GFI a fait de Whitestone l'actionnaire unique de cet actif clé.

### Élargissement du portefeuille d'investissements

90% des fonds levés en 2024 ont été déployés dans les sociétés Sibelco, Tilman (phytothérapie), Lambda-X Ophthalmics (technologies médicales), TKMI (usinage industriel) et Telemis (technologies médicales), contribuant à une diversification sectorielle accrue.

### Évolution de la stratégie d'investissement

La stratégie a été recentrée sur des PME locales, rentables, disposant d'un plan de création de valeur clair. Une attention particulière est donnée aux secteurs porteurs tels que les matériaux spécifiques, les transitions et les technologies.

### Transformation de la gouvernance

Un nouveau modèle de gouvernance a été instauré, dissociant les rôles exécutifs et de contrôle. Gérard Lamarche a été nommé président du conseil d'administration et un comité exécutif a été institué. Trois comités spécialisés ont également été mis en place : ESG, Audit & Finances, et Nomination & Rémunération.

# Chiffres clés

## Données boursières

TICKER	ROCK
PRIX (31/03/2025)	12,0 €
VOLUME SUR L'ANNÉE*	672 K€
NOMBRE D' ACTIONS	6.874.565
MARKET CAP (31/03/2025)	82,5 M€



## Données financières 2024

M€	Consolidés 31/12/2024	Consolidé restreint 31/12/2024	Statutaires 31/12/2024
REVENUS	225,7	1,0	0,4
EBITDA	2,2	-0,7	-0,8
RÉSULTAT COURANT	-1,0	-0,3	-0,4
RÉSULTAT NET	-2,3	-0,6	-0,7
FONDS PROPRES	73,5	74,0	73,5
DETTES FINANCIÈRES	23,6	4,2	2,8
LIQUIDITÉS (inclus actions propres)	16,3	7,6	7,1

## Cours de bourse (31/03/2025)



\*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

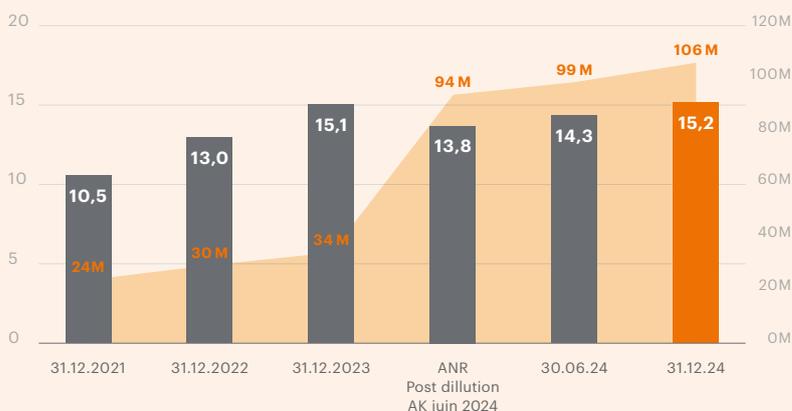
## Actif Net Réévalué (31/12/2024)

### Valorisation du Groupe

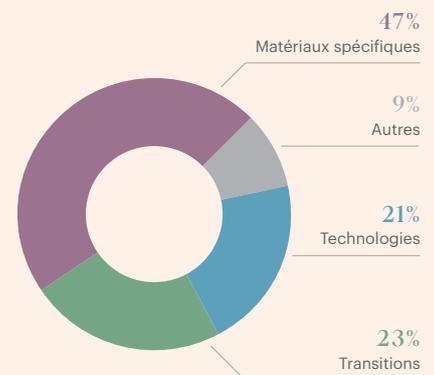
ACTIF NET RÉÉVALUÉ	106 M€
PAR ACTION	15,2 €

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 un holding. Pour plus de détails sur son évolution et sa méthode de calcul, veuillez-vous référer à la section «Commentaire sur l'ANR 2024».

### Evolution de l'ANR par Action | en €



### ANR par secteur



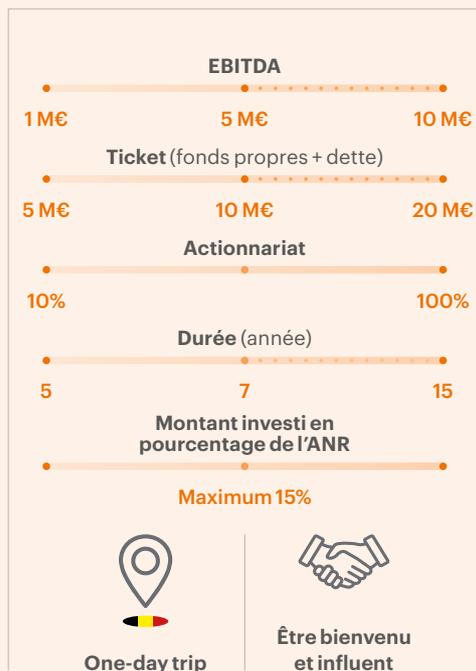
# Objectifs

Des objectifs ambitieux ont été fixés par le conseil d'administration.



# Stratégie d'investissement

## Critères d'investissements



## Ce que nous regardons pour chaque dossier d'investissements

<p></p> <p>Un management ou une famille expérimentée avec un track record prouvé</p>	<p></p> <p>Possibilité d'avoir un rôle/ impact sur les décisions importantes, les comités,...</p>
<p></p> <p>Un plan de création de valeur ambitieux et un plan d'action défini</p>	<p></p> <p>Les sociétés recherchées doivent afficher un score élevé dans chacune des cinq catégories suivantes:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- Résilience au marché</li> <li>- Solidité de l'entreprise</li> <li>- Valorisation</li> <li>- Gouvernance</li> <li>- Durabilité</li> </ul>
<p></p> <p>Conscience et sensibilité aux aspects ESG</p>	

# Une approche « shareholders friendly »



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



**Réunions d'informations actionnaires et un « investor day »**



**Politique de dividende dès que possible avec critères définis.**



**Dimension ESG grandissante**



**Augmentation progressive de la liquidité de l'action**



**Alignement intérêts actionnaires et management**

## Actionnariat

À la suite des deux levées de fonds, l'actionnariat et le capital ont évolué de la manière suivante :

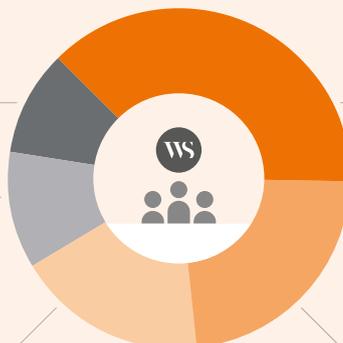
- Le nombre total d'actions a augmenté de 4.596.190, passant de 2.278.375 à 6.874.565.
- Le capital, et ce compris les primes d'émission, a augmenté de 59.750.470 € pour atteindre 75.428.413 €.

<b>CAPITAL ET PRIMES D'ÉMISSIONS</b> (en €)	<b>75.428.413</b>
NOMBRE TOTAL D'ACTIONS	6.874.565
AUTO-CONTRÔLE	-47.198
NOMBRE D'ACTIONS AVEC DROITS DE VOTE	6.827,367

10% FAMO NV

11% FONDATEURS

18% AUTRES FAMILLES



MULTIFIN SA **38%**

FLOTTANTS ET AUTRES **23%**

# Une dimension ESG grandissante

Mise en place d'une politique ESG avec des actions concrètes et une ambition constante de progrès.

## ESG



Environmental

Social

Governance

Mise en place d'un **comité ESG**

Certification **B Corp** au niveau du holding

**33%** d'administrateurs indépendants

Lancement d'un **bilan carbone**

**Rapport ESG** réalisé pour chaque participation

**23%** de l'ANR dédié aux Transitions

**5** stagiaires universitaires formés en 2024

Contribution aux **SDGs** via nos participations:



# Organigramme



# Participations

GFI  
TKMI  
ISO - Tech  
Atima TPIM  
Sibelco

Matériaux spécifiques

Energy Solutions Group  
Tilman  
Newtree Impact  
Battri  
Probiotic Group  
Emulco

Transitions

Telemis  
Lambda-X Ophthalmics  
Freedelity  
EMAshpere  
Above

Technologies

European Capital Partners  
Whitestone Partners

Autres

SECTEUR  
Matériaux spécifiques

ANNÉE D'INVESTISSEMENT  
2020

SIÈGE AU CA  
3

#### Actionnariat

100%

Whitestone Group



## GFI

### // In Gold We Trust

Gold & Forex International est un courtier spécialisé dans le change de devises (« forex ») ainsi que le négoce et le stockage d'or d'investissement. De manière plus marginale, elle est aussi active dans d'autres métaux précieux (argent, platine, rhodium notamment).

En 20 ans, qui seront fêtés en juillet 2025, la société est devenue leader du marché en Belgique. Elle emploie au total une vingtaine de collaborateurs dans des agences situées au coeur de Bruxelles, Luxembourg et Genève. En tant que teneur de marché, le groupe est aussi actif dans toute l'Europe.

La société a intégré l'ensemble de la chaîne de valeurs depuis l'achat jusqu'au stockage en passant par la vente et la livraison afin de faciliter le processus de détention d'or physique pour les clients.

KPIs financiers (en M€)	2024	2023
CHIFFRE D'AFFAIRES	220,8	208,0
EBITDA AJUSTÉ*	2,5	2,6
RÉSULTAT NET	1,9	2,0
DETTES FINANCIÈRES	0,5	0,5
LIQUIDITÉS	4,0	4,9
KPIs opérationnels	2024	2023
COURS DE L'OR (once en €)	2.555	1.886
COURS DE L'ARGENT (once en €)	28,46	21,83
TAUX DE MARGE BRUTE	2,32%	2,45%

\* Corrigé des produits et charges non-récurrents, de la production immobilisée et des flux intercos (y compris avec Whitestone Group)

[www.goldforex.be](http://www.goldforex.be)

### Evénements clés

En 2024, GFI a enregistré une excellente dynamique portée par la progression des cours de l'or (+35% en euro) et de l'argent (+27%). Malgré un marché davantage vendeur qu'acheteur, la marge brute a été préservée grâce à l'élargissement des spreads et à une gestion active des prix. La stratégie B2C a permis une hausse des volumes traités, bien que le ticket moyen soit en baisse.

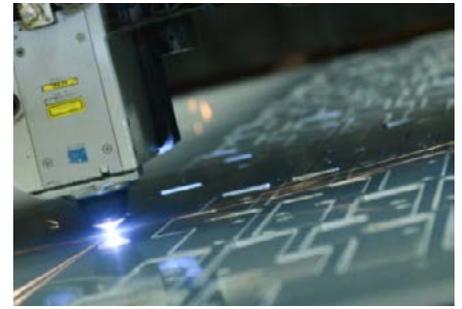
Le Groupe a poursuivi son développement avec l'ouverture de deux nouveaux bureaux à Lasne et au Luxembourg. Bruxelles est ainsi progressivement devenu le hub central, avec la transformation de plusieurs fonctions en rôles Corporate (compliance, finance, trésorerie, hedging). L'organisation a été renforcée par la création d'un Comité exécutif et le recrutement de six collaborateurs en Belgique et au Luxembourg, en mettant l'accent sur la conformité, les finances et le digital.

En parallèle, GFI a finalisé le développement et le déploiement d'un ERP interne, et a intensifié ses efforts de marketing digital pour accroître sa notoriété sur les réseaux sociaux et par le biais de newsletters et de conférences. L'activité de stockage sécurisé (GFI Safe) continue de croître, et de nouveaux projets ont été lancés, notamment une activité de rachat de bijoux et la préparation du « Gold Reserve Plan » permettant l'épargne en or.

**GFI**  
Gold for brilliant investment

<b>SECTEUR</b> Matériaux spécifiques	<b>ANNÉE D'INVESTISSEMENT</b> 2004	<b>SIÈGE AU CA</b> 2 dont Présidence
---	---------------------------------------	---

<b>Actionnariat</b>			
	65%	25%	10%
■ Whitestone Group	■ Management/Fondateurs	■ Autres	



## TKMI

### \\ L'excellence industrielle, de la conception à l'assemblage

Fondée en 2013 à Wandre, au cœur du bassin industriel liégeois, TKM Industries s'est imposée comme un acteur de référence dans la fabrication de pièces de haute précision en alliages techniques. Grâce à une organisation intégrée regroupant usinage, tôlerie, assemblage, maintenance, finitions techniques et peinture industrielle, l'entreprise maîtrise l'ensemble de la chaîne de valeur, de la conception à l'assemblage final.

Flexible et réactive, TKMI répond avec agilité aux demandes spécifiques de ses clients, qu'il s'agisse de prototypes, de pièces unitaires ou de séries de petite à moyenne taille. Elle intervient dans des secteurs exigeants tels que l'aéronautique, le ferroviaire, l'industrie électrique ou les équipements industriels, notamment dans la fabrication de composants pour la production de fibre de verre. Certifiée ISO 9001 et EN 9100, l'entreprise place la qualité, la fiabilité et l'amélioration continue au cœur de ses priorités, soutenant ainsi une croissance régulière dans des marchés en expansion.

KPIs financiers (en M€)	2024	2023
CHIFFRE D'AFFAIRES	13,6	13,3
EBITDA AJUSTÉ*	2,3	2,2
RÉSULTAT NET	1,4	1,3
DETTES FINANCIÈRES	1,4	1,4
LIQUIDITÉS	1,8	1,2
KPIs opérationnels	2024	2023
NOMBRE DE PIÈCES PRODUITES	387.747	362.009
NOMBRE DE PAYS (Export)	4	5
CONSUMMATION D'ÉNERGIE (en kWh)	834.489	838.349

\* Corrigé des produits et charges non-récurrents, de la production immobilisée et des flux intercos (y compris avec Whitestone Group)

[www.tkmi.be](http://www.tkmi.be)

### Evénements clés

TKM Industries a poursuivi sa croissance en consolidant ses positions auprès de grands comptes stratégiques, notamment dans l'aéronautique, où elle renforce ses collaborations. L'entreprise est aujourd'hui reconnue comme un acteur de référence dans la fabrication d'outillages spécialisés pour la production et le transport de moteurs d'avion à l'échelle mondiale, illustrant sa capacité à répondre aux exigences des secteurs les plus technologiques.

Dans un tout autre registre, TKM Industries a franchi une étape clé en réalisant, pour la première fois, la fabrication et l'assemblage complets d'ensembles mécaniques complexes destinés aux nouvelles usines sidérurgiques vertes dans les pays nordiques. Cette réussite, entièrement portée par ses ressources internes, témoigne de l'efficacité de son modèle intégré et de sa montée en compétence dans l'industrie lourde.

Parallèlement, l'entreprise connaît une forte croissance dans deux secteurs à haute valeur ajoutée : les systèmes d'exploration sous-marine et les systèmes de pilotage de haute précision.



SECTEUR  
Matériaux spécifiques

ANNÉE D'INVESTISSEMENT  
2019

SIÈGE AU CA  
2 dont Présidence

#### Actionnariat



■ Whitestone Group ■ Management/Fondateurs

## ISO – Tech

### 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 usiniers 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 long 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.

KPIs financiers (en M€)	2024	2023
CHIFFRE D'AFFAIRES	2,1	2,5
EBITDA AJUSTÉ*	0,6	0,8
RÉSULTAT NET	0,3	0,4
DETTES FINANCIÈRES	0,3	0,6
LIQUIDITÉS	0,5	0,6
KPIs opérationnels	2024	2023
NOMBRE DE CLIENTS	333	309
NOMBRE DE PAYS (Export)	34	32
CONSOMMATION D'ÉNERGIE (en KWh)	6.877	14.777

\* Corrigé des produits et charges non-récurrents, de la production immobilisée et des flux intercos (y compris avec Whitestone Group)



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

### Événements clés

L'année a été marquée par un ralentissement de l'activité, particulièrement sensible dans la région DACH (Allemagne, Autriche, Suisse), un marché historiquement stratégique pour ISO-Tech. Cette contraction a néanmoins été partiellement compensée par l'acquisition de nouveaux clients dans d'autres zones géographiques, illustrant la capacité de l'entreprise à diversifier ses débouchés face aux évolutions du marché.

Parallèlement, ISO-Tech a dû composer avec de nouvelles perturbations logistiques, certes moins sévères qu'en 2022, liées à la crise géopolitique en mer Rouge. Ces tensions ont entraîné des retards d'acheminement et une hausse des coûts de transport, impactant temporairement les opérations.

Malgré ces contraintes, l'entreprise est parvenue à maintenir un niveau d'EBITDA satisfaisant, en dépit d'un chiffre d'affaires inférieur aux prévisions. Cette résilience témoigne d'un contrôle efficace des coûts dans un environnement économique incertain.



SECTEUR  
Matériaux spécifiques

ANNÉE D'INVESTISSEMENT  
2021

SIÈGE AU CA  
2 dont Présidence

Actionnariat



## ATIMA – TPIM

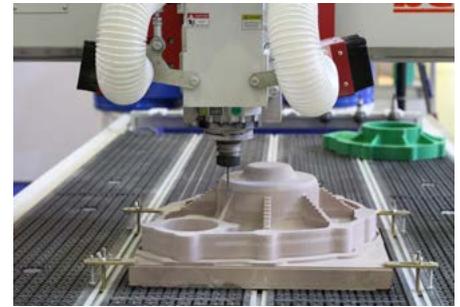
### Give shape to your ideas in Composite Materials

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; ATIMA jouit d'une réputation unique pour son savoir-faire et sa capacité d'usiner des pièces « hors norme ». En outre, elle dispose de son propre matériau, Wartex™, qui est utilisé par les entreprises sidérurgiques et distribué partout dans le monde.

KPIs financiers (en M€)	2024	2023
CHIFFRE D'AFFAIRES	2,7	2,9
EBITDA AJUSTÉ*	0,2	0,2
RÉSULTAT NET	0,0	0,1
DETTES FINANCIÈRES	0,9	0,7
LIQUIDITÉS	0,1	0,2
KPIs opérationnels	2024	2023
NOMBRE DE PIÈCES PRODUITES	245.509	239.545
NOMBRE DE PAYS (Export)	18	16
CONSUMMATION D'ÉNERGIE (en KWh)	264.312	299.031

\* Corrigé des produits et charges non-récurrents, de la production immobilisée et des flux intercos (y compris avec Whitestone Group)



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

### Événements clés

L'année écoulée a connu une baisse du chiffre d'affaires, principalement en raison de la diminution du coût des matières premières – qui représentent environ 30% des revenus – et des incertitudes ayant touché le secteur industriel en fin d'année. Bien que conjoncturelle, cette évolution a temporairement affecté la performance financière globale.

Dans ce contexte, l'EBITDA est en repli par rapport à 2023, impacté par plusieurs éléments exceptionnels. La mise en service de la nouvelle unité de production à Liège a engendré des charges d'exploitation supplémentaires. Par ailleurs, le retard de huit mois dans la mise en service du système photovoltaïque, a différé les économies d'énergie attendues. Des retards persistants chez certains fournisseurs ont également perturbé la chaîne de production.

En anticipation de ses besoins futurs, des investissements ont été réalisés, notamment l'acquisition de centres d'usinage haute performance et d'équipements de mesure de précision pour renforcer le contrôle qualité.

En parallèle, l'entreprise s'est engagée dans deux projets structurants: la préparation à la certification EN 9100, gage d'excellence pour le secteur aéronautique, et le déploiement d'un nouvel ERP visant à optimiser les processus internes et à améliorer la traçabilité. Ces initiatives s'inscrivent dans une vision long terme en vue d'assurer la croissance de l'entreprise.



**ATIMA-TPIM**  
Shape your design in composites

SECTEUR  
Matériaux spécifiques

ANNÉE D'INVESTISSEMENT  
2024

SIÈGE AU CA  
0

#### Actionnariat



# Sibelco

## Material Solutions Advancing Life

Sibelco est un leader mondial dans le domaine des minéraux industriels, spécialisé dans l'extraction, le traitement et la commercialisation de matières premières essentielles à de nombreux secteurs industriels. Fondée en 1872 et basée à Anvers, Sibelco opère plus de 100 sites de production dans plus de 30 pays à travers l'Europe, les Amériques, l'Asie et l'Océanie.

Le cœur d'activité de Sibelco repose sur la fourniture de silice, feldspath, argiles, olivine, néphéline syénite, ainsi que de quartz de haute pureté (HPQ) destiné à des applications critiques, notamment dans les semi-conducteurs, le photovoltaïque, la fibre optique et d'autres technologies avancées. Ce positionnement stratégique dans le HPQ illustre la volonté du groupe de se renforcer sur des marchés à forte croissance et à forte intensité technologique.

Le groupe investit activement dans le développement de nouveaux matériaux, dans l'optimisation de ses procédés industriels et dans l'exploitation de gisements stratégiques afin d'accompagner les transitions technologiques et industrielles mondiales.

KPIs financiers (en M€)	2024	2023
CHIFFRE D'AFFAIRES	2.225	2.104
EBITDA AJUSTÉ*	471	415
RÉSULTAT NET	134	158
DETTES FINANCIÈRES	1.011	443
LIQUIDITÉS	363	818
KPIs opérationnels	2024	2023
ROCE	15,1%	11,6%
TAUX D'INCIDENTS ENREGISTRABLES (RIR)	3,2	1,7
PERSONNEL	5.075	4.683

\* Corrigé des produits et charges non-récurrents, de la production immobilisée et des flux intercos (y compris avec Whitestone Group)



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

### Événements clés

Malgré un environnement économique difficile, Sibelco a enregistré en 2024 une performance solide pour la quatrième année consécutive. Le chiffre d'affaires a augmenté de 5,7% pour atteindre 2,2Md€, tandis que l'EBITDA a progressé de 13,8% pour atteindre 471M€. Ces résultats reflètent l'efficacité de la stratégie « Sibelco 2025 » qui a permis une croissance annuelle composée de l'EBITDA de plus de 23% depuis 2020.

L'année a été marquée par des défis notamment une baisse de la demande sur plusieurs marchés européens et des difficultés dans le HPQ. Cette division été affectée par le ralentissement des producteurs chinois de panneaux photovoltaïque ainsi que par l'ouragan Helene qui a inondé des installations à Spruce Pine (NC). La position dans l'économie circulaire a été renforcée en acquérant Strategic Materials Inc., le plus grand recycleur de verre en Amérique du Nord.

Un événement majeur de l'année fut le rachat 18,93% de son capital via une offre publique volontaire et conditionnelle. Ce rachat, qui a coûté 610M€, a été financé par la trésorerie disponible et de la dette. Enfin, le conseil d'administration proposera un dividende stable de 146€ par action pour l'exercice 2024.



SECTEUR  
TransitionsANNÉE D'INVESTISSEMENT  
2024SIÈGE AU CA  
0

## Actionnariat



# Energy Solutions Group

## Powering the future

Energy Solutions Group (ex Patronale Solar) est un acteur industriel belge dans les énergies renouvelables. Ce groupe s'appuie une stratégie de croissance « Buy and Hold » et en investissant dans des infrastructures dotées de technologies reconnues dans les domaines du solaire, de l'éolien, de l'infrastructure de recharge rapide et du stockage d'énergie.

En quelques années, ESG est devenu un des plus grands producteurs indépendants d'énergie verte au Benelux avec plus de 350 sites de production d'énergie verte. Leur vision inclut l'expansion vers de nouveaux marchés et l'exploration de technologies émergentes.

KPIs financiers (en M€)	2024	2023
CHIFFRE D'AFFAIRES	85	81
EBITDA AJUSTÉ*	59	59
RÉSULTAT NET	-0,6	-0,5
KPIs opérationnels	2024	2023
MWC OPÉRATIONNELS	680	587
MWC EN CONSTRUCTION	364	373
MW EN BESS (opérationnels et en construction)	165	0

\* Corrigé des produits et charges non-récurrents, de la production immobilisée et des flux intercos (y compris avec Whitestone Group)



[www.energysolutionsgroup.be](http://www.energysolutionsgroup.be)

## Événements clés

L'année 2024 a été marquée par un taux d'ensoleillement historiquement faible, ce qui a entraîné une baisse du revenu et de l'EBITDA sur l'exercice par rapport aux prévisions. Malgré ce contexte défavorable, ESG a franchi plusieurs étapes stratégiques majeures, renforçant son positionnement avec un portefeuille désormais supérieur à 1 GWc.

L'acquisition de Rupella Wind a permis d'ajouter 66 MW d'actifs éoliens en exploitation au portefeuille. En parallèle, la première acquisition de BESS (Battery Energy Storage System) a été réalisée en co-localisation aux Pays-Bas, représentant 15 MW/30 MWh, une avancée significative dans la diversification de ses sources de flexibilité énergétique.

Ces opérations ont été soutenues par un financement par emprunt obtenu à des conditions particulièrement attractives, témoignant de la solidité financière du groupe et de la confiance de ses partenaires financiers. Par ailleurs, deux augmentations de capital ont été réalisées en juin et décembre, pour un montant total de 100 M€.

**ENERGY  
SOLUTIONS  
GROUP**



SECTEUR  
TransitionsANNÉE D'INVESTISSEMENT  
2024SIÈGE AU CA  
1

## Actionnariat

10%

90%

■ Whitestone Group
 ■ Management/Fondateurs

# Tilman

## \\ Votre santé par les plantes

Tilman est un laboratoire pharmaceutique belge spécialisé dans le développement, la production et la commercialisation de compléments alimentaires et de médicaments à base de plantes. Fondée en 1956, cette entreprise familiale évolue sur le marché OTC (vente libre en pharmacie), tant en Belgique qu'à l'international.

L'innovation et la qualité sont au cœur de la stratégie, avec une attention rigoureuse portée au respect des normes Good Manufacturing Practices (GMP), garantissant la fiabilité et la sécurité de ses produits.

L'esprit d'entreprise de Tilman repose sur des valeurs humaines fortes, ancrées dans une culture familiale que l'entreprise veille à préserver à chaque étape de son développement. La société attache également une grande importance au bien-être de ses collaborateurs ainsi qu'à la qualité des relations humaines, aussi bien en interne qu'avec ses partenaires.

KPIs financiers (en M€)	2024	2023
CHIFFRE D'AFFAIRES	58,6	56,7
EBITDA AJUSTÉ*	5,5	3,9
RÉSULTAT NET	0,0	0,5
DETTES FINANCIÈRES	19,8	23,3
LIQUIDITÉS	1,2	0,3
KPIs opérationnels	2024	2023
CLASSEMENT LABO. OTC BELGIQUE	#5	#6
INVESTISSEMENTS (en M€)	5,3	1,7
PERSONNEL	212,2	204,4

\* Corrigé des produits et charges non-récurrents, de la production immobilisée et des flux intercos (y compris avec Whitestone Group)



[www.tilman.be](http://www.tilman.be)

## Événements clés

L'année 2024 a marqué une étape importante pour Tilman avec l'entrée de Whitestone Group à son capital. Cette augmentation de capital permettra de renforcer la stratégie de croissance, notamment à l'international, et de soutenir l'extension des infrastructures à Baillonville, au cœur des Ardennes belges.

Parmi les projets structurants de l'année, on note l'acquisition d'un nouvel entrepôt logistique, permettant de centraliser l'ensemble des opérations sur un site unique, avec à la clé une meilleure efficacité opérationnelle. Par ailleurs, la consolidation des filiales en France et au Portugal s'est poursuivie qui sont des marchés clés où le chiffre d'affaires a enregistré une croissance notable.

Sur le plan de l'innovation, la gamme dédiée à la gestion du stress mental a été enrichie avec le lancement de Sedistress Forte, une nouvelle solution à base de plantes.

Enfin, fidèle à l'engagement envers une approche thérapeutique fondée sur la science, une étude clinique en double aveugle a été initiée sur l'efficacité de Flexofytol dans le traitement de l'arthrose de la main dont les résultats sont attendus courant 2025.



SECTEUR  
TransitionsANNÉE D'INVESTISSEMENT  
2020SIÈGE AU CA  
1

## Actionnariat

12%

6%

82%

■ Whitestone Group ■ Management/Fondateurs ■ Autres

# Newtree Impact

## Investing into the future of food

Newtree Impact est un holding d'investissement à impact qui soutient des innovations de rupture capables de transformer la production et la consommation alimentaires, afin de nourrir une population mondiale croissante tout en répondant à la dégradation des écosystèmes.

Il cible des secteurs clés tels que les alternatives aux protéines animales, l'agriculture de précision et d'autres innovations à fort levier climatique. L'objectif est de combiner l'impact environnemental et le rendement financier.

L'alimentation et la dégradation de l'environnement touchant chacun d'entre nous, la société veut rendre l'investissement à impact accessible à tous, notamment grâce à sa cotation sur Euronext Access Bruxelles.

KPIs financiers (en M€)	2024	2023
CHIFFRE D'AFFAIRES	0,0	0,0
EBITDA AJUSTÉ*	-0,4	-0,3
RÉSULTAT NET	-1,3	-0,3
DETTES FINANCIÈRES	0,0	0,0
LIQUIDITÉS	3,6	1,6
KPIs opérationnels	2024	2023
ACTIF NET RÉÉVALUÉ	20 M€	14 M€
NOMBRE DE NOUVELLES PARTICIPATIONS	3	3
INVESTISSEMENTS RÉALISÉS (en M€)	2,1	3,1

\* Corrigé des produits et charges non-récurrents, de la production immobilisée et des flux intercos (y compris avec Whitestone Group)



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

## Événements clés

En 2024, Newtree Impact a levé 4,8 M€ lors d'un placement privé. Cette opération a été rendue possible grâce au soutien de ses actionnaires historiques, à l'arrivée de nouveaux investisseurs privés ainsi qu'à la participation Whitestone Group.

L'année a également marqué une étape décisive dans l'évolution de Newtree Impact, qui est devenue une société à mission : rendre l'investissement à impact accessible à tous, en contribuant à la préservation de la planète en réduisant l'impact de l'alimentation sur le climat et la biodiversité.

Dans une démarche pionnière en Belgique, une opération de crowdfunding a été menée en collaboration avec les plateformes de financement participatif Spreds et EccoNova. Cette initiative a permis à plus de 250 actionnaires de rejoindre le capital de l'entreprise en levant 2 M€.

Parallèlement, Newtree Impact a poursuivi ses investissements dans des entreprises innovantes alignées avec sa mission. Elle a notamment soutenu Yeastup, une entreprise suisse de biotechnologie qui valorise la levure de bière usagée. Un investissement dans Onego Bio a aussi été réalisé, une société finlandaise à l'origine de Bioalbumen, une protéine d'œuf identique produite par la fermentation de précision. Cette solution offre une alternative éthique, durable et performante aux protéines animales traditionnelles.

**NEWTREE** Impact

SECTEUR  
TransitionsANNÉE D'INVESTISSEMENT  
2023SIÈGE AU CA  
1

## Actionnariat



## Battri

## Charging towards a greener future

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

La société va développer ses propres capacités industrielles. La première usine, dans la région des Haut-de-France, aura une capacité prévue de 15.000 tonnes de recyclage de batteries pour produire de la Black Mass, poudre riche en matériaux stratégiques comme le graphite, le lithium, le cobalt et le nickel.

KPIs financiers (en M€)	2024	2023
CHIFFRE D'AFFAIRES	0,0	2,8
EBITDA AJUSTÉ*	-1,9	-1,2
RÉSULTAT NET	-1,7	-1,1
DETTES FINANCIÈRES	5,9	0,7
LIQUIDITÉS	10,4	8,9
KPIs opérationnels	2024	2023
INVESTISSEMENTS (en M€)	3,3	0,2
PERSONNEL	11	5

\* Corrigé des produits et charges non-récurrents, de la production immobilisée et des flux intercos (y compris avec Whitestone Group)



[www.battri.co](http://www.battri.co)

### Événements clés

Au cours des derniers mois, Battri a franchi plusieurs étapes clés dans la concrétisation de son projet industriel. Tout d'abord, elle a renforcé son bilan en capital et en dette avec l'arrivée de BPI France. Ce soutien de cet institutionnel public de renom apporte une crédibilité supplémentaire au projet tout en assurant une assise financière renforcée pour mener à bien les investissements nécessaires au démarrage de l'activité.

L'évolution du cadre réglementaire européen sur le transport et le recyclage des batteries a eu un impact direct sur les activités initiales de l'entreprise puisque cela oblige à mettre un terme à son activité de trading qui devait générer des revenus en attendant de disposer d'un site propre de recyclage. Cette réorientation stratégique a toutefois permis de recentrer les efforts sur le lancement de l'usine et le cœur de métier industriel de la société.

Sur le plan opérationnel, l'ensemble des équipements industriels ont été commandés, livrés et assemblés dans les délais. Cette réalisation marque un jalon important dans le passage à la phase d'industrialisation effective du projet et la génération de revenus. L'ouverture de l'usine est prévue pour la fin du second semestre 2025, une fois le permis d'exploitation obtenu.



SECTEUR  
TransitionsANNÉE D'INVESTISSEMENT  
2022SIÈGE AU CA  
1

## Actionnariat



# Probiotic Group

## Quand la science se passionne pour la nature

Probiotic Group est une scale-up biotechnologique luxembourgeoise née de la volonté de repenser le rapport à l'hygiène et au soin, en conciliant efficacité, respect de la santé et préservation de l'environnement.

Fondée sur une conviction forte – celle que les micro-organismes peuvent devenir des alliés puissants pour un monde plus propre et plus durable – la société développe, conçoit, produit et distribue des solutions à base de probiotiques.

Ces produits, pensés comme des alternatives naturelles aux agents chimiques traditionnels, couvrent les besoins quotidiens en matière d'hygiène et de soins pour les humains comme pour les animaux. Acteur unique sur son marché, Probiotic Group se positionne sur le marché du B-to-B-(to-C) et a réussi construire une expertise reconnue par des multinationales de renom.

KPIs financiers (en M€)	2024	2023
CHIFFRE D'AFFAIRES	1,1	0,7
EBITDA AJUSTÉ*	-1,4	-1,4
RÉSULTAT NET	-1,2	-1,2
DETTES FINANCIÈRES	0,1	0,2
LIQUIDITÉS	0,0	0,0
KPIs opérationnels	2024	2023
MARGE BRUTE	69%	4%
PROJETS COURT TERME À HAUT POTENTIEL	3	1
PERSONNEL	19	22

\* Corrigé des produits et charges non-récurrents, de la production immobilisée et des flux intercos (y compris avec Whitestone Group)



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

## Événements clés

L'année 2024 a été marquée par une croissance du chiffre d'affaires de 65%. Cette performance s'explique par la progression des activités historiques de l'entreprise, à savoir la gamme Provilan et le private label, ainsi que par le développement des activités de prestations de services auprès de multinationales afin de valoriser l'expertise scientifique.

Par ailleurs, l'année a vu les nouvelles concrétisations prometteuses dans le domaine de la bioremédiation, notamment avec le déploiement de solutions probiotiques pour le traitement des circuits d'eau des tours de refroidissement. Ces avancées ont permis de structurer l'offre, d'initier les premiers partenariats et de poser les bases d'un développement commercial dont les retombées s'accéléreront en 2025.

Un partenariat stratégique a également été finalisé avec l'un des leaders mondiaux du secteur du nettoyage, visant l'intégration de probiotiques dans leurs outils professionnels. Ce projet aboutira aux premières ventes dès le début de l'année 2025.

probiotic  
Group

SECTEUR  
Transitions

ANNÉE D'INVESTISSEMENT  
2022

SIÈGE AU CA  
1

Actionnariat



# Emulco

## Full service provider for high-end emulsions

Des années de recherche 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.

Localisée dans le port de Gand, cette *scale-up* belge emploie une dizaine de personnes et 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.

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

KPIs financiers (en M€)	2024	2023
CHIFFRE D'AFFAIRES	1,3	1,1
EBITDA AJUSTÉ*	-0,7	-0,9
RÉSULTAT NET	-1,3	-1,4
DETTES FINANCIÈRES	0,3	0,6
LIQUIDITÉS	0,0	0,6
KPIs opérationnels	2024	2023
VOLUMES VENDUS (en tonnes)	1.176	981
PIPELINE DE PROJETS	22	31
NOUVEAUX CLIENTS	5	2

\* Corrigé des produits et charges non-récurrents, de la production immobilisée et des flux intercos (y compris avec Whitestone Group)



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

## Événements clés

Plusieurs nouveaux clients ont contribué à la croissance du chiffre d'affaires d'Emulco. Combinée au lancement de nouveaux projets industriels, cette dynamique a permis d'enregistrer une progression d'environ 15% du chiffre d'affaires.

Malgré une demande croissante pour des produits biosourcés et biodégradables, l'absence de cadre réglementaire favorable et stable ne permet pas encore d'atteindre la croissance nécessaire pour dépasser le seuil de rentabilité. Le « Green Deal » européen est mis sous pression par le contexte géopolitique tandis que la faiblesse des cours du pétrole rend les produits biosourcés moins compétitifs face aux alternatives minérales, moins chères et soutenues par un lobby industriel puissant.

Néanmoins, plusieurs projets actuellement en développement arrivent à maturité et sont prêts à être déployés, ce qui devrait permettre de réduire le cash burn en 2025. Dans l'intervalle, la société est soutenue par ses actionnaires au moyen d'avances en comptes courants.



SECTEUR  
TechnologiesANNÉE D'INVESTISSEMENT  
2024SIÈGE AU CA  
2 dont la Présidence

## Actionnariat



■ Whitestone Group ■ Management/Fondateurs ■ Auto-contrôle

# Telemis

## Extending Human Life

Telemis est une PME belge qui conçoit et commercialise des logiciels innovants en imagerie médicale ainsi que des solutions de business intelligence sur le secteur de la santé, équipant plus de 455 hôpitaux et centres de soins à travers l'Europe et le Moyen-Orient. L'offre de Telemis repose sur trois solutions complémentaires :

- TM-MACS étend les fonctionnalités des systèmes Picture Archiving and Communication System (PACS) traditionnels au-delà de la radiologie, en les adaptant à d'autres départements cliniques tels que l'ophtalmologie, la dermatologie, la cardiologie, la chirurgie et les urgences.
- TM-Microscopy est conçue pour les départements d'anatomopathologie. Elle permet l'archivage, le partage et la consultation d'un large éventail d'images.
- Intuitus est un outil d'aide à la décision fournissant une vision claire et en temps réel de leurs performances, optimisant de la qualité des soins et l'efficacité opérationnelle.

KPIs financiers (en M€)	2024	2023
CHIFFRE D'AFFAIRES	12,0	11,0
EBITDA AJUSTÉ*	2,1	2,0
RÉSULTAT NET	1,4	1,7
DETTES FINANCIÈRES	1,1	1,1
LIQUIDITÉS	4,9	5,3
KPIs opérationnels	2024	2023
PERSONNEL	80	78
NOMBRE DE SITES CLINIQUES INSTALLÉS	455	444
POURCENTAGE DE REVENUS RÉCURRENTS	82%	83%

\* Corrigé des produits et charges non-récurrents, de la production immobilisée et des flux intercos (y compris avec Whitestone Group)



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

## Événements clés

Tout au long de la période 2023-2024, Telemis a enregistré des avancées significatives dans le développement et le déploiement de ses différentes solutions.

De nombreux établissements de santé ont choisi d'implémenter les solutions PACS/MACS de Telemis. Parmi ceux-ci figurent notamment le Réseau d'Imagerie Sud Francilien (RISF), le Groupe Hospitalier Sélestat-Obernai, ainsi que le Centre Hospitalier Haute Gironde.

La solution de pathologie numérique TM-Microscopy a connu une forte progression des commandes. Cette dynamique s'est illustrée par l'acquisition de nouveaux clients en Belgique, en France, ainsi qu'une première référence en Italie.

Par ailleurs, vingt établissements de santé utilisent désormais la solution Intuitus pour piloter efficacement leurs activités quotidiennes. L'outil fournit aux directions hospitalières des cockpits personnalisés, alimentés par des données en temps réel. Initialement centré sur les services d'imagerie et les blocs opératoires, cette solution a connu en 2023-2024 une expansion notable vers les laboratoires et l'analyse financière.



SECTEUR  
Technologies

ANNÉE D'INVESTISSEMENT  
2024

SIÈGE AU CA  
2

#### Actionnariat



# Lambda-X Ophthalmics

## Pioneering innovation in wavefront technology

Lambda-X Ophthalmics (LXO) est une société belge spécialisée dans la caractérisation optique avancée des lentilles ophtalmiques – implants intraoculaires (IOL), lentilles de contact (CL), et verres de lunettes à microstructures (SPL).

LXO conçoit et commercialise des instruments, logiciels et services destinés aux fabricants de lentilles et aux instituts de recherche. Ses solutions permettent de mesurer avec une précision inégalée la puissance, la MTF (Modulation Transfer Function), et les caractéristiques dimensionnelles des lentilles ophtalmiques les plus complexes (réfractives, diffractives, toriques, multifocales, EDoF, microstructures).

Basée à Nivelles, LXO réunit une équipe d'une vingtaine collaborateurs hautement qualifiés. L'entreprise s'appuie sur des technologies propriétaires à l'intersection de l'optique, des mathématiques appliquées et du numérique. Ses derniers instruments combinent plusieurs mesures en un seul équipement, réduisant ainsi les manipulations et les temps de cycle pour une métrologie plus productive.

KPIs financiers (en M€)	2024	2023
CHIFFRE D'AFFAIRES	6,5	5,1
EBITDA AJUSTÉ*	1,3	1,2
RÉSULTAT NET	1,1	1,1
DETTES FINANCIÈRES	0,0	0,5
LIQUIDITÉS	1,3	0,5
KPIs opérationnels	2024	2023
PARC INSTALLÉ (nombre d'instruments)	> 700	> 600
NOMBRE D'INSTRUMENTS AU CATALOGUE	12	8
PERSONNEL	18	12

\* Corrigé des produits et charges non-récurrents, de la production immobilisée et des flux intercos (y compris avec Whitestone Group)



[www.lambda-x.net](http://www.lambda-x.net)

## Événements clés

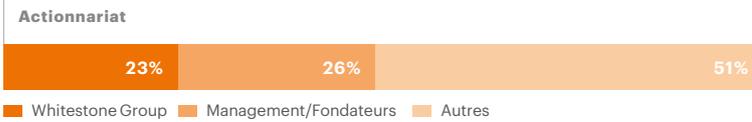
L'année 2024 a marqué un tournant stratégique pour Lambda-X Ophthalmics (LXO), avec son acquisition menée par Whitestone Group (69%), InvestBW (14%) et son management (17%). Cette évolution d'actionnariat conforte l'ambition de la société de renforcer sa position de référence mondiale dans la mesure optique des dispositifs ophtalmiques et d'accélérer le développement de sa nouvelle offre logicielle en mode SaaS.

LXO a poursuivi sa dynamique de croissance avec une progression annuelle moyenne de 36% des ventes sur les trois derniers exercices. L'année a été marquée par l'extension de son catalogue produits, incluant plusieurs instruments inédits livrés en première mondiale aux leaders internationaux du marché des lentilles intraoculaires (IOL) et de contact (CL).

L'équipe s'est enrichie de nouvelles compétences techniques pour accompagner ces développements. Les perspectives sont particulièrement prometteuses, comme en témoignent les réunions récentes avec les clients stratégiques de la société, elles-mêmes leaders dans leurs secteurs.

**LAMBDA-X**  
OPHTHALMICS

SECTEUR Technologies	ANNÉE D'INVESTISSEMENT 2021	SIÈGE AU CA 1
-------------------------	--------------------------------	------------------



# Freedelity

## 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 : d'une part, la prise en compte des besoins et projets des distributeurs, et d'autre part 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 en Belgique,, tels que MediaMarkt, Broze, Pizza Hut, Trafic, Delitrateur, Prik&Tik, Comptoir des vins, Tournesols, Bongo, Intermarché, Hairdis...

Freedelity touche pas moins de 7,2 millions de belges via au moins un de ses partenaires, et enregistre plus de 44 millions de tickets de caisse par an.

KPIs financiers (en M€)	2024	2023
CHIFFRE D'AFFAIRES	3,9	2,9
EBITDA AJUSTÉ*	0,8	0,5
RÉSULTAT NET	0,6	0,4
DETTES FINANCIÈRES	0,6	0,6
LIQUIDITÉS	0,4	0,7
KPIs opérationnels	2024	2023
REVENU RÉCURRENT MENSUEL (en K€)	3,0	2,7
CHURN RATE	0,0%	0,4%
PERSONNEL	11	9

\* Corrigé des produits et charges non-récurrents, de la production immobilisée et des flux intercos (y compris avec Whitestone Group)



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

## Événements clés

L'année 2024 a marqué une étape importante pour Freedelity. Pas moins de 871 points de vente sont désormais équipés de nos écrans digitaux et lecteurs de cartes d'identité, permettant l'enregistrement de plus de 44 millions de transactions réalisées par plus de 2,6 millions de consommateurs distincts.

Les solutions ont été déployées avec succès dans plusieurs nouvelles enseignes en Belgique, et sont également utilisées au Luxembourg et en Italie, en soutien au développement international de certains des clients.

Cette année fut également exceptionnelle grâce à la croissance de l'activité hardware, notamment portée par un contrat majeur avec Intermarché. Ce développement a été l'un des moteurs de la croissance du chiffre d'affaires et de l'EBITDA en 2024.



SECTEUR  
Technologies

ANNÉE D'INVESTISSEMENT  
2016

SIÈGE AU CA  
1

#### Actionnariat



## EMAsphere

### ∞ The best-in-class reporting tool for CFOs

EMAsphere, *scale-up* wallonne qui 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.

KPIs financiers (en M€)	2024	2023
CHIFFRE D'AFFAIRES	5,4	4,6
EBITDA AJUSTÉ*	-1,0	-2,4
RÉSULTAT NET	-1,3	-2,2
DETTES FINANCIÈRES	3,3	-2,5
LIQUIDITÉS	0,2	0,3
KPIs opérationnels	2024	2023
REVENU RÉCURRENT ANNUEL (en M€)	4,3	3,7
REVENU RÉCURRENT MENSUEL (en K€)	472	390
CHURN RATE	10%	8%

\* Corrigé des produits et charges non-récurrents, de la production immobilisée et des flux intercos (y compris avec Whitestone Group)



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

### Événements clés

L'année 2024 a été marquée par une forte dynamique commerciale, avec une performance exceptionnelle des ventes via le canal bancaire. La société a accéléré son expansion internationale, en signant de nouveaux contrats avec des clients et partenaires stratégiques au Royaume-Uni, en Afrique du Sud et en Australie.

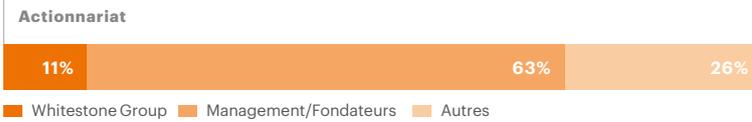
En Belgique, des partenariats ciblés ont été noués avec des secrétaires sociaux renforçant sa présence locale et son ancrage sectoriel. Par ailleurs, un plan de croissance centré sur le développement produit a été mis en œuvre favorisant les ventes incitatives auprès de la base de clients existante.

L'intégration de l'intelligence artificielle dans la plateforme constitue une avancée technologique majeure, tout comme l'augmentation significative du nombre de connecteurs rendue possible grâce à la collaboration avec un partenaire américain (+100 connecteurs). Ces évolutions ont contribué à une croissance notable des données opérationnelles disponibles sur la plateforme.

Enfin, l'année s'est conclue sur une note positive avec l'atteinte du cash-flow break-even au quatrième trimestre, confirmant la solidité du modèle économique.



SECTEUR Technologies	ANNÉE D'INVESTISSEMENT 2024	SIÈGE AU CA 1 avec Présidence
-------------------------	--------------------------------	----------------------------------



# Abbove

## Transcending the conventional view of wealth management

Abbove est une *scale-up* belge active dans le secteur de la *WealthTech* qui a développé une plateforme de gestion patrimoniale collaborative reliant toutes les personnes et tous les éléments liés au patrimoine d'une famille en un seul endroit : le conseiller, les membres de la famille et les données patrimoniales. Celle-ci est utilisée pour organiser et préparer au mieux leur patrimoine avec un objectif simple, aider à transformer le patrimoine d'une famille d'une source de stress en une source de développement et de paix.

En 2022, PaxFamilia a été rebaptisé Abbove en réponse au partenariat bancaire avec BNP Paribas Fortis et à la demande croissante du secteur de la banque privée ainsi que des Family Offices, des Experts-Comptables et des Conseillers en gestion de patrimoine. Cette transition a été motivée par le besoin identifié chez ces professionnels de la finance de moderniser leurs pratiques de travail, de collaboration et de développement de services, tout en continuant à fournir la "pax familia" à leurs clients.

KPIs financiers (en M€)	2024	2023
CHIFFRE D'AFFAIRES	2,1	1,9
EBITDA AJUSTÉ*	0,1	0,0
RÉSULTAT NET	0,0	0,0
DETTES FINANCIÈRES	0,0	0,0
LIQUIDITÉS	0,5	0,4
KPIs opérationnels	2024	2023
REVENU RÉCURRENT MENSUEL (en K€)	181	165
PERSONNEL	14	13

\* Corrigé des produits et charges non-récurrents, de la production immobilisée et des flux intercos (y compris avec Whitestone Group)



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

## Événements clés

L'année 2024 a constitué une étape majeure dans le développement de l'écosystème technologique d'Abbove, marqué par l'intégration de partenariats stratégiques visant à enrichir à la fois l'expérience utilisateur et la qualité des données disponibles sur la plateforme.

Parmi ces avancées, la connexion à Simulabox a ouvert de nouvelles perspectives en matière de calculs fiscaux, notamment pour les utilisateurs en France. En parallèle, un effort particulier a été consacré à l'automatisation de l'agrégation des données financières, provenant de sources multiples (partenaires, API tierces, exports, etc.), afin d'alimenter de manière continue et dynamique le passeport patrimonial des clients.

Sur le plan fonctionnel, la plateforme s'est dotée de la possibilité d'encoder des valeurs historiques pour l'ensemble des catégories d'actifs. Cette fonctionnalité permet désormais une visualisation graphique de l'évolution du patrimoine dans le temps, offrant ainsi aux utilisateurs une lecture plus fine, contextualisée et évolutive de leur situation patrimoniale.

**abbove.**

SECTEUR Autres	ANNÉE D'INVESTISSEMENT 2020	SIÈGE AU CA 1
-------------------	--------------------------------	------------------

## Actionnariat



# European Capital Partners

## Independent management company

EUROPEAN CAPITAL PARTNERS (Luxembourg) 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.

KPIs financiers (en M€)	2024	2023
CHIFFRE D'AFFAIRES	7,0	4,1
EBITDA AJUSTÉ*	0,4	0,3
RÉSULTAT NET	0,2	0,2
DETTES FINANCIÈRES	0,0	0,0
LIQUIDITÉS	1,7	1,7
KPIs opérationnels	2024	2023
ACTIFS SOUS GESTION (en M€)	2.220	1.750
PERSONNEL	40	34

\* Corrigé des produits et charges non-récurrents, de la production immobilisée et des flux intercos (y compris avec Whitestone Group)



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

## Événements clés

L'année 2024 a été marquée par la finalisation de l'onboarding de plusieurs gestionnaires de fortune initiée en 2023, pour atteindre un montant de plus de 650M€ d'actifs sous gestion discrétionnaire à la fin d'année.

L'activité Asset Management a augmenté ses encours de 30% tout comme celle de l'Asset Servicing avec une augmentation de 15% des revenus.

La totalité des actifs sous gestion a dépassé pour la première fois la barre symbolique des 2 milliards d'euros.



SECTEUR Autres	ANNÉE D'INVESTISSEMENT 2012	SIÈGE AU CA 4
-------------------	--------------------------------	------------------

## Actionnariat



# Whitestone Partners

## 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.

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

KPIs financiers (en M€)	2024	2023
CHIFFRE D'AFFAIRES	0,7	0,6
EBITDA AJUSTÉ*	0,2	0,2
RÉSULTAT NET	0,2	0,3
DETTES FINANCIÈRES	0,0	0,0
LIQUIDITÉS	0,4	0,3
KPIs opérationnels	2024	2023
ACTIFS SOUS GESTION (en M€)	29.9	31.4
PERFORMANCE NETTE DU FONDS ARMS	7,1%	11,6%
COMMISSION DE PERFORMANCE (en M€)	0.2	0.3

\* Corrigé des produits et charges non-récurrents, de la production immobilisée et des flux intercos (y compris avec Whitestone Group)



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

## Événements clés

2024 s'est encore avéré une année de forte croissance sur les marchés financiers aux Etats-Unis, toujours portés par les « magnificient 7 ». En Europe, la performance fut plus mitigée avec le STOXX600 en croissance de 5% tiré vers le bas par le CAC40 (-3%) et à la hausse par le DAX30 (+19%), entraîné par son exposition à la défense et SAP. Dans ce contexte le fonds Multi-Assets, ARMS, affiche une performance net de +7,1%, ce qui le place au-dessus de son benchmark 60/40 (actions/obligations) et de la plupart des fonds mixtes concurrents.

Au niveau opérationnel, le compartiment actions LEGS a été fusionné dans celui mixte ARMS afin de mutualiser les coûts et augmenter les actifs sous gestion du fonds historique. Un ex-banquier privé de chez JP Morgan, Bertrand Veraghaenne, a été recruté pour développer à nouveau les actifs sous gestion et assister l'équipe dans la gestion.

Finalement, comme l'année dernière, le General Partner a touché une commission de performance, même si plus faible qu'en 2023, pour un montant total de 200 k€ car le rendement net sur l'année a été supérieur à 5% et le « high-water mark » a été dépassé.



# Responsabilité sociétale

## 1 Mise en place d'un Comité Environnement, Social & Gouvernance (ESG)

Le Comité ESG, instauré en 2024, joue un rôle central dans la gouvernance durable du groupe. Il est composé de trois membres du conseil d'administration, dont une administratrice indépendante.

Ce Comité définit l'ambition ESG du groupe, en cohérence avec sa mission, ses valeurs et sa stratégie de long terme.



### Pilotage de l'impact environnemental (E)

Le Comité valide et encourage notamment :

- les actions prioritaires en matière de réduction d'empreinte carbone, de circularité ou d'optimisation énergétique ;
- les initiatives, tant au sein de la holding que des participations, qui permettent un développement sain des affaires tout en préservant la nature.



### Cadre d'action sur le volet social (S)

Le Comité ESG détermine les priorités sociales à l'échelle du groupe, telles que :

- le bien-être et la qualité de vie au travail ;
- la santé et la sécurité au travail ;
- l'égalité des chances et l'inclusion ;
- la formation et le développement professionnel ;
- l'engagement communautaire des entreprises du portefeuille.

Il veille à la mise en œuvre de ces priorités au sein des participations et favorise les échanges de bonnes pratiques lorsque des synergies apparaissent.



### Renforcement de la gouvernance (G)

Le Comité veille à :

- l'exercice de pratiques éthiques et transparentes dans l'ensemble des entités ;
- l'intégration des critères ESG dans les conseils d'administration et comités de direction des participations ainsi que leur prise en compte lors des décisions d'investissement ;
- la rédaction de documents-clés (charte d'engagement, politique ESG, fiches de suivi...) qui formalisent l'ambition ESG du groupe et garantissent leur application ;
- la neutralisation de tout conflit d'intérêt qui pourrait entraver la gouvernance des sociétés (holding ou participation)

### Collaboration avec les équipes opérationnelles

- Le Comité d'investissement soumet les dossiers au Comité ESG, qui identifie les questions sur ces sujets que soulèvent le dossier. Le CI répondra à ces questions et apportera des pistes de solution lors de la présentation du dossier au CA.
- Chaque réunion du Comité intègre un point sur l'état d'avancement des initiatives ESG à l'échelle du groupe et des participations. Sur cette base, des nouveaux objectifs sont fixés et leur mise en œuvre est organisée.

### Diffusion de la culture ESG dans l'écosystème

Le Comité s'emploie à développer une communauté ESG :

- création d'un réseau ESG exécutif et non-exécutif au sein du portefeuille ;
- harmonisation des niveaux de compréhension ESG, inspiration mutuelle et partage des bonnes pratiques ;
- formation aux référentiels (B Corp, Taxonomie, CSRD, etc.) à tous les niveaux de l'organisation.

À partir de 2025, des visites sur le terrain seront organisées pour rencontrer les entreprises du portefeuille et leurs équipes, découvrir les initiatives ESG en place et renforcer l'engagement de chacun.

## \\ 2 Certification B Corp : un engagement reconnu

En avril 2025, Whitestone Group a obtenu la certification B Corp avec un score de 86 points, franchissant ainsi le seuil des 80 points requis pour intégrer cette communauté internationale d'entreprises à impact.

Cette certification évalue rigoureusement les entreprises sur cinq grands piliers : Gouvernance, Collaborateurs, Collectivités, Environnement et Clients. Elle constitue à la fois une reconnaissance du travail accompli et une boussole pour guider les efforts d'amélioration continue.

Le processus de recertification, obligatoire tous les trois ans, garantit une progression continue. Whitestone a l'ambition de renforcer de manière concrète et répétée ses engagements en matière d'impact social et environnemental, voire même d'améliorer le score obtenu à ce jour.

## \\ 3 Réalisation du premier bilan carbone

Avec l'aide d'une société extérieure (D-Carbonize), un bilan carbone sera réalisé en 2025 pour mesurer la dépendance aux énergies fossiles et évaluer comment l'améliorer. Son objectif est triple :

- identifier les principaux postes d'émissions ;
- structurer un plan de réduction crédible ;
- mobiliser les parties prenantes autour de ces enjeux.

Ce processus sera d'abord initié au niveau du holding et de GFI avant de l'étendre à d'autres participations. Ce bilan carbone permettra à Whitestone de définir une trajectoire carbone ambitieuse et réaliste, adaptée à la nature de ses activités.

## \\ 4 Engagement envers les collaborateurs

Conformément à la démarche B Corp et aux garanties sociales minimales de la taxonomie européenne, Whitestone place le développement humain au cœur de son projet d'entreprise. Le Groupe a toujours cultivé un environnement de travail sain, stimulant et valorisant, qui a pris les formes suivantes :

- mise en place d'un plan d'options sur actions pour tout le personnel, illustrant la volonté de partager la valeur créée et de renforcer le sentiment d'appartenance à long terme ;
- politique de formation continue structurée, avec un budget renforcé, permettant à chaque collaborateur de développer de nouvelles compétences techniques, managériales ou personnelles ;
- adoption d'une charte interne sur la qualité de vie au travail, définissant des principes clairs en matière d'équilibre vie professionnelle/vie personnelle, de respect mutuel et de droit à la déconnexion ;
- attention portée à la gestion des talents, notamment pour les stagiaires, à travers une expérience professionnelle exigeante qualitative (courbe d'apprentissage, ambiance, accompagnement, objectifs...).

# Gouvernance & Equipe

## Le Conseil d'administration

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

Il est composé actuellement de 11 membres et il sera proposé à l'Assemblée Générale Ordinaire du 12 mai 2025 de le ramener à 9.

→

NOMBRE DE RÉUNIONS EN 2024 → 8

### Gérard Lamarche

Administrateur & Président

■ AGO 2028

■ Démission et nomination de Bois Saint-Jean SA représentée par Gérard Lamarche pour un mandat de 3 ans

OBA Management SA, représentée

par **Philippe Masset**

Administrateur indépendant & Vice-Président

■ AGO 2025

Alternadyve SRL, représentée

par **Antoinette d'Yve de Bavay**

Administratrice indépendante

■ AGO 2025

■ Renouvellement du mandat pour 2 ans

Agropellets SRL, représentée

par **Jean-François Gosse**

Administrateur indépendant

■ AGO 2025

■ Renouvellement du mandat pour 2 ans

### Valentine de Pret

Administratrice

■ AGO 2028

■ Echéance des mandats

■ Proposition à l'AGO du 12 mai 2025

Invest.BW SA, représentée

par **Pierre de Waha-Baillonville**

Administrateur

■ AGO 2025

NAM Invest BV, représentée

par **Maximilien d'Oreye de Lantremange**

Administrateur

■ AGO 2025

■ Nomination de Ticjob Latam SLU représentée par Maximilien de Coster pour un mandat de 4 ans

### Olivier Pirotte

Administrateur indépendant

■ AGO 2025

■ Renouvellement du mandat pour 1 an

### Jean-Christophe Staquet

Administrateur

■ AGO 2025

■ Renouvellement du mandat pour 4 ans

FAMO NV, représentée

par **Axel Moorkens**

Administrateur

■ AGO 2028

### Charles Emsens

Administrateur

■ AGO 2028

## Autres Comités

---

### Comité Audit et Finances | CAF

Il est présidé par un administrateur indépendant désigné par le Conseil d'administration. Ces compétences couvrent la vérification des informations financières (budget, comptes, ANR), la communication externe, l'identification, le contrôle et la gestion des risques. Il se réunit selon les besoins et au minimum à chaque clôture des comptes.

→

NOMBRE DE RÉUNIONS EN 2024 → 3

### Comité ESG | CESG

Il est présidé par un administrateur désigné par le Conseil d'administration. Ce comité traite des sujets suivants : gestion des conflits d'intérêts, préparation du rapport ESG, supervision de la stratégie ESG mise en œuvre par les filiales, bilan carbone, sponsoring, formations. Il se réunit selon les besoins au minimum deux fois par an.

→

NOMBRE DE RÉUNIONS EN 2024 → 1

### Comité Rémunérations et Nominations | CRN

Il est présidé par le président du Conseil d'Administration. Ces prérogatives englobent la nomination et la rémunération des managers exécutifs, le benchmarking des rémunérations des managers et des administrateurs, l'évaluation des performances des managers, les plans de succession des managers et des CEO des participations, le programme de développement des talents et de la promotion de la diversité, l'auto-évaluation et la composition du conseil. Ce comité se réunit selon les besoins et au minimum une fois par an.

→

NOMBRE DE RÉUNIONS EN 2024 → 3

### Comité Exécutif | Comex

Le conseil d'administration désigne les membres du Comex sur proposition faite par le CEO au CRN. Il est composé de minimum trois membres, non-administrateurs. Il est présidé par le CEO et se réunit en moyenne une fois par mois. Le Président du CA y est convié.

### Comité d'investissement

Sa composition est arrêtée par le Comité exécutif et il est présidé par le CEO. Il a pour mission d'identifier, d'analyser, de négocier et de préparer les investissements qui seront présentés au Conseil d'Administration pour décision. Il veille à la bonne exécution des décisions d'investissements et de désinvestissements. Il se tient généralement en même temps que le Comex et le Président y est aussi invité.

# Equipe opérationnelle



**Frédéric  
Pouchain**

→  
CEO Whitestone Group  
Président du comité exécutif  
et du comité d'investissement  
Ingénieur de gestion & CEMS Master (LSM/UCL)  
MBA (Chicago Booth school of business)  
Exxon Chemicals – McKinsey  
Compagnie Nationale à Portefeuille



**Sandro  
Ardizzone**

→  
CEO de GFI(N)  
Membre du comité exécutif et d'investissement  
Ingénieur de gestion (Solvay/ULB)  
Master en droit fiscal européen, ESSF  
Analyste financier, ABAF  
Arthur Andersen – Engie  
Compagnie Nationale à Portefeuille



**Antoine  
Duchateau**

→  
Membre du comité exécutif  
et d'investissement  
Ingénieur de gestion & CEMS Master (LSM/UCL)  
Deloitte



**Martin  
Collier**

→  
Membre du comité d'investissement  
Ingénieur Financier (LSM/UCL)



**Sandrine  
Graas**

→  
Secrétaire Général  
Executive Master Degree HR (ICHEC)  
Compagnie Nationale à Portefeuille



**Bertrand  
Veraghaenne**

→  
Managing Director Whitestone Partners  
Ingénieur de gestion (LSM/UCL)  
Master en gestion de l'environnement (ULB)  
Arthur Andersen – Petercam – JP Morgan

# Rémunération

## Rémunération des mandats d'administrateur

Sur base d'un benchmark réalisé par l'Institut des Administrateurs Guberna, Whitestone Group a revu les rémunérations de ses administrateurs en tenant compte de leurs rôles dans les différents comités.

Le tableau ci-dessous reprend les rémunérations telles qu'approuvées lors de l'Assemblée Générale Extraordinaire du 4 décembre 2024. Les montants correspondent à un mandat de 12 mois et sont payés à mi-année.

	FUNCTION	MONTANT	MODALITÉ DE PAIEMENT
Gérard Lamarche	Président CA Président CRN	50.000 €	25% en numéraire 75% en warrants
OBA Management SA, représenté par Philippe Masset	Vice-président CA Membre CAF & CESC	25.000 €	100% en numéraire
Alternadyve SR, représenté par Antoinette d'Yve de Bavay	Administratrice Membre CESC	15.000 €	100% en numéraire
Agropellets SRL, représenté par Jean-François Gosse	Administrateur Membre CAF & CRN	20.000 €	100% en numéraire
Valentine de Pret	Administratrice Présidente CESC	17.500 €	25% en numéraire 75% en warrants
Invest.BW SA, représenté par Pierre de Waha-Baillonville	Administrateur	10.000 €	100% en numéraire
NAM Invest BV, représenté par Maximilien d'Oreye de Lantremange	Administrateur Membre CRN	15.000 €	100% en numéraire
Olivier Pirotte	Administrateur Président CAF	17.500 €	25% en numéraire 75% en warrants
Jean-Christophe Staquet	Administrateur Membre CESC	15.000 €	25% en numéraire 75% en warrants
FAMO NV, représenté par Axel Moorkens	Administrateur Membre CNR	15.000 €	25% en numéraire 75% en warrants
Charles Emsens	Administrateur Président CAF	15.000 €	100% en numéraire
<b>TOTAL</b>		<b>215.000 €</b>	<b>128.750 € en numéraire</b>

Le nombre total de warrants octroyés aux administrateurs non-indépendants ayant choisi ce mode de rémunération s'élève à 58.278. Celui-ci a été déterminé sur base de leur valeur fiscale avec un prix d'exercice calculé le 1<sup>er</sup> avril 2025 qui correspond à la moyenne des cours de bourse des 30 derniers jours, soit 12,03 €.

## Rémunération du CEO et plan d'incitation à long terme de l'équipe opérationnelle

Pour l'année 2024, la rémunération globale du CEO de WG s'est élevée à 485.000 € dont 85.000 € de bonus (sur une enveloppe maximale de 100.000 €).

Le nombre total de warrants octroyés aux membres de l'équipe opérationnel s'élève à 100.170, dont 40.316 pour le CEO de WG, correspondant à 83% de l'enveloppe maximum. Celui-ci a été déterminé sur base du prix d'exercice calculé le 1<sup>er</sup> avril 2025 et qui correspond à la moyenne des cours de bourse des 30 derniers jours, soit 12,03 €.

Résumé des warrants émis	NOMBRE ÉMIS	DATE D'ÉMISSION	DURÉE D'EXERCICE	PRIX D'EXERCICE
DPS / Warrants fondateurs	765.404	13/05/2024	5 ans	13,00 €
Warrants équipe opérationnelle et CA	158.448	01/04/2025	10 ans	12,03 €

# Consolidé restreint – Wfin

Depuis son introduction en bourse en 2021, Whitestone Group a connu une croissance importante, multipliant par dix le montant de ses actifs sous gestion. Cette expansion rapide s’est accompagnée d’un développement progressif de la structure juridique et organisationnelle du holding. Dans une logique de gestion des risques et d’optimisation financière, les équipes, les investissements ainsi que les sources de financement ont été répartis entre plusieurs entités juridiques, toutes détenues à 100% par Whitestone Group SA.

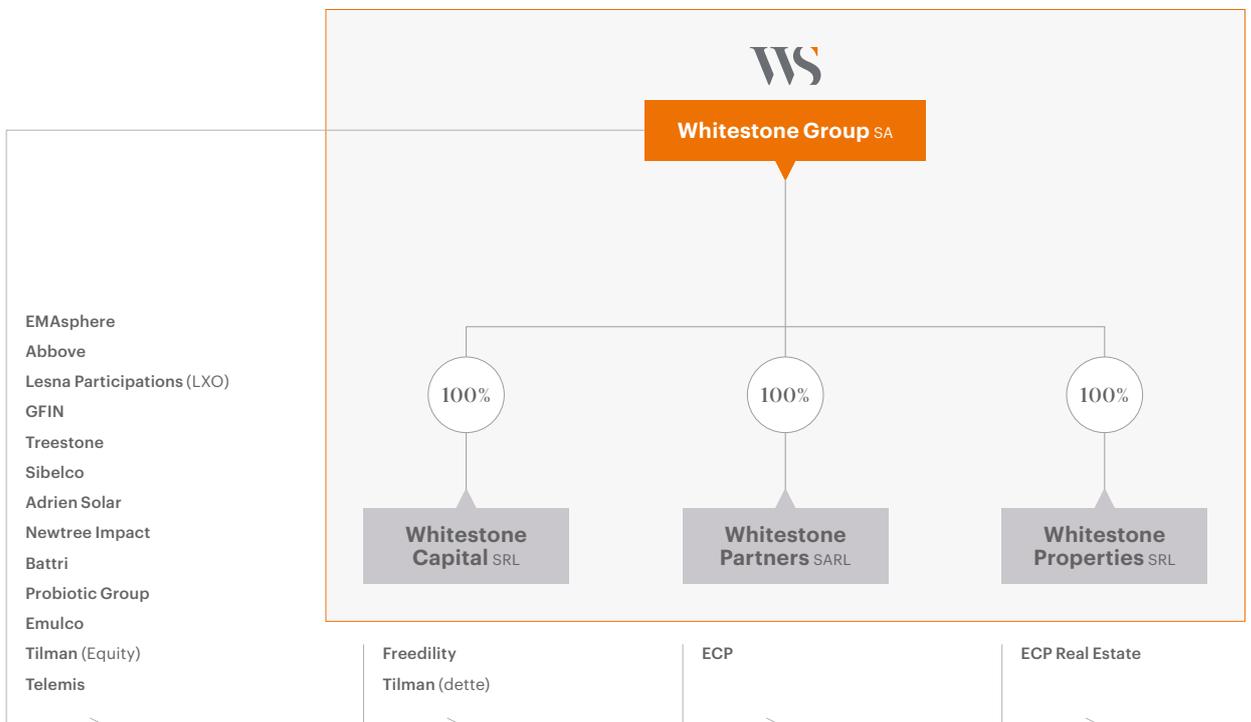
Dans ce contexte, l’analyse des seuls comptes sociaux de la société mère ne permet plus de restituer une vision fidèle

et complète des flux économiques du groupe (revenus, charges et résultats financiers). Pour pallier cette limite, Whitestone Group publiera désormais un « consolidé restreint » : un périmètre de consolidation intermédiaire, sans valeur légale, mais offrant une lecture plus pertinente de l’activité réelle du groupe.

Ce périmètre inclura l’ensemble des filiales opérationnelles détenues intégralement par Whitestone Group SA et contribuant directement à sa gestion. À la différence des véhicules d’investissement du portefeuille, ces entités n’ont pas vocation à être cédées. Les sociétés actuellement incluses dans le consolidé restreint sont les suivantes :

## Wfin

### Périmètre du consolidé restreint



**Whitestone Group SA**

Société mère du groupe, regroupant l'essentiel des activités de gestion ainsi que les immobilisations financières qui constituent la majorité du portefeuille d'investissement.

**Whitestone Capital SRL**

Société détenue à 100% par Whitestone Group SA, elle supporte une partie de l'équipe de gestion et détient certaines immobilisations financières, telles que la participation dans Freedelity et les prêts consentis aux participations qu'elle détient.

**Whitestone Properties SRL**

Société immobilière détenue à 100% par Whitestone Group SA, propriétaire des bureaux du siège social (300 m<sup>2</sup>), dont deux tiers ont été aménagés en espace de coworking.

**Whitestone Partners SàRL**

Société luxembourgeoise détenue à 100% par Whitestone Group SA, agissant en tant que « General Partner » de la SICAV-SIF Whitestone Investments, laquelle investit dans des actifs cotés (actions et obligations) pour le compte d'investisseurs tiers. Cette activité génère des commissions de gestion ainsi que, le cas échéant, des commissions de performance. La filiale détient également la participation dans ECP. En matière de coûts, elle prend en charge une part des frais salariaux et informatiques du holding.

**Commentaires sur le consolidé restreint**

Les principaux chiffres du consolidé restreint se présentent comme suit :

M€	31/12/2024
Ventes & Prestations	967.413
EBITDA	-722.486
En % de l'ANR	0,7%
Résultat financier	732.053
Résultat net courant	-278.609
Résultat net	-586.895
Immobilisations financières	69.901.659
Dettes financières	4.161.353
Liquidités	7.033.451

En considérant le périmètre consolidé restreint, Whitestone Group a enregistré un revenu de 967 k€ en 2024. L'essentiel de ce montant, soit 627 k€, a été généré par l'activité de gestion pour compte de tiers, exercée par Whitestone Partners. Le solde des revenus provient, d'une part, de prestations de services facturées par le groupe à ses filiales et, d'autre part, de loyers perçus par Whitestone Properties auprès de tiers pour la location du coworking.

Les frais courants de gestion se répartissent entre les frais de personnel et de management, pour 780 k€, et les frais généraux, pour 909 k€. La principale composante de ces frais concerne les honoraires versés à des tiers, incluant notamment les coûts juridiques et les missions de due diligence liées aux investissements. Bien que les normes comptables autorisent l'activation d'une partie de ces frais d'acquisition au bilan, la politique interne les comptabilise intégralement en charges, car ils font partie des opérations courantes pour une société d'investissements.

En termes d'EBITDA, l'activité de gestion de la holding a entraîné une perte de 722 k€ sur l'exercice. Mise en perspective avec le dernier ANR publié (106 M€), cela représente 0,7%, ce qui est en adéquation avec l'objectif de maintenir les frais de gestion en dessous de 1%. Un montant de 444 k€ a également été classé en frais exceptionnels, et donc repris sous l'EBITDA, correspondant aux coûts liés aux deux opérations de levée de fonds.

Wfin affiche un résultat financier de 732 k€ sur l'exercice, composé de produits financiers à hauteur de 813 k€ et de charges financières de 81 k€. Les produits financiers se décomposent comme suit :

- Dividendes pour un total de 200 k€, perçus de Sibelco, ECP et Freedelity ;

- Intérêts pour un total de 168 k€, liés aux prêts accordés à certaines participations du groupe, dont le principal contributeur est le prêt subordonné de 2,5 M€ consenti à Tilman ;
- Plus-value de 136 k€ réalisée lors de l'apport du Fonds Santé Nutrition à Newtree Impact ;
- Intérêts générés par les placements de trésorerie pour un montant de 310 k€.

Les charges financières sont liées aux intérêts de l'emprunt hypothécaire contracté par Whitestone Properties, au prêt bancaire pour l'acquisition de Freedelity, ainsi qu'aux intérêts et commissions de réservation des lignes de crédit en place dans le holding (15 M€ disponibles).

CONSOLIDÉ RESTREINT P&L AU 31/12/2024 (EN €)	W GROUP SA	W PARTNERS Sàrl	W CAPITAL SRL	W PROPERTIES SRL	INTERCOS	TOTAL
Chiffre d'affaires	433.117	627.546	0	115.037	(208.287)	967.413
Coûts des ventes	0	0	0	0	0	0
<b>Marge brute</b>	<b>433.117</b>	<b>627.546</b>	<b>0</b>	<b>115.037</b>	<b>(208.287)</b>	<b>967.413</b>
Personnel et Management	(483.729)	(67.566)	(206.284)	(23.396)	0	(780.975)
Frais généraux	(730.960)	(309.612)	(37.878)	(35.101)	204.628	(908.924)
<b>EBITDA</b>	<b>(781.572)</b>	<b>250.368</b>	<b>(244.162)</b>	<b>56.539</b>	<b>(3.658)</b>	<b>(722.486)</b>
Amortissements	(43.559)	(743)	0	(46.075)	0	(90.377)
<b>EBIT</b>	<b>(825.131)</b>	<b>249.624</b>	<b>(244.162)</b>	<b>10.464</b>	<b>(3.658)</b>	<b>(812.863)</b>
Produits financiers	615.815	34.448	195.721	13	(33.394)	812.603
Charges financières	(41.197)	(167)	(42.043)	(30.537)	33.394	(80.550)
Résultat exceptionnel	(444.005)	0	0	0	0	(444.005)
Impôts	5.663	(67.500)	(244)	0	0	(62.081)
<b>Résultat net</b>	<b>(688.855)</b>	<b>216.405</b>	<b>(90.728)</b>	<b>(20.059)</b>	<b>(3.658)</b>	<b>(586.895)</b>
Résultat net courants	(380.569)	216.405	(90.728)	(20.059)	(3.658)	(278.609)
Résultat non courant*	(308.286)	0	0	0	0	(308.286)

\* Inclut le résultat exceptionnel ainsi que les plus-values/moins-values sur les immobilisations

Le bilan de Wfin présente 70 M€ d'immobilisations financières, 7 M€ de liquidités ainsi que des dettes financières de 4,2 M€. Ces dernières se répartissent comme suit :

- Un emprunt hypothécaire de 904 k€, arrivant à échéance en 2040, contracté pour acheter et rénover les bureaux à Lasne ;
- Une dette d'acquisition de 426 k€, arrivant à échéance

en 2028, destinée à financer une partie de la prise de participation dans Freedelity ;

- Un prêt de 2,8 M€, tiré sur une des lignes de crédit de la holding, qui a été intégralement remboursé en janvier 2025.

# Dettes d'acquisition

Afin de réduire le coût moyen pondéré du capital (« WACC ») et d'optimiser l'allocation des fonds propres, un effet de levier est mis en œuvre lorsqu'il est jugé pertinent. Le recours à la dette ainsi que sa proportion dépendent de plusieurs facteurs, dont le profil des acquéreurs, la hauteur de leur apport en capital, la capacité de remboursement de la participation ou encore la politique de distribution de dividendes.

Dans le cas de Whitestone Group, un équilibre est recherché entre l'utilisation de la dette, qui permet de limiter l'engagement en fonds propres et d'en améliorer la rentabilité, et la remontée de dividendes, nécessaire pour couvrir les frais généraux du groupe. La dette d'acquisition est logée dans un véhicule dédié (Special Purpose Vehicle ou « SPV »), ce qui permet de circonscrire les garanties au seul actif financé (généralement des actions), sans recours pour la banque contre la société holding en cas de défaut. Ce type de structuration permet aussi d'intégrer d'autres actionnaires au capital du SPV, notamment les équipes dirigeantes, favorisant ainsi un alignement des intérêts.

Actuellement, le groupe comprend plusieurs SPV: Whitestone Capital (pour Freedelity) et Whitestone Properties (pour l'immobilière du siège social), regroupés sous « Wfin »; GFIN (pour GFI), Treestone (pour Iso-Tech et Atima), sa filiale Ecotys (pour TKMI), et Lesna (pour Lambda-X Ophthalmics). Les dettes sont remboursées par

les dividendes distribués aux SPV. Il est à noter que la prise de participation dans Telemis a été entièrement financée sur fonds propres afin de pouvoir remonter les dividendes dans le holding.

En 2024, les différents SPVs du groupe ont procédé au remboursement de 1,7 M€ de dettes et se sont réendettés à hauteur de 18,9 M€, principalement en lien avec les acquisitions de TKMI (10,8 M€ via Ecotys) et de Lambda-X Ophthalmics (4,5 M€ via Lesna), ainsi qu'un emprunt de 2 M€ contracté par GFIN pour racheter le solde d'actions de GFI (20%). Le total des dettes consolidées au sein du groupe, y compris les engagements de Wfin, s'élève à 25 M€, dont 20,5 M€ correspondent à la quote-part détenue par Whitestone Group.

Le holding a pour politique de ne pas dépasser un Loan-To-Value<sup>1</sup> (LTV) de 10%. Ainsi la dette nette de -2,8 M€ (4,2 M€ - 7 M€) rapportée aux 103 M€ d'Actifs Bruts Réévalués (106 M€ NAV - 2,8 M€ dette nette) donnent un LTV de -2,7%.

Si l'on intègre l'ensemble des dettes d'acquisition logées dans les SPVs, le LTV ressort à 10,7%, soit une dette nette de 12,8 M€ (à notre prorata) rapportée à un total d'Actifs Bruts Réévalués de 118,8 M€ (soit 106 M€ de NAV augmentés de la dette nette de 12,8 M€).

M€ (au 31/12/2024)	TOTAL		PRORATA WG	
	Dettes	Dettes nettes	Dettes	Dettes nettes
<b>W fin</b> (100%)	4,2	-2,8	4,2	-2,8
<b>GFIN</b> (100%)	3,7	3,5	3,7	3,5
<b>Treestone</b> (74%)	1,4	1,3	1,0	1,0
<b>Ecotys*</b> (74%)	10,8	10,8	8,0	8,0
<b>LESNA</b> (69%)	5,4	4,5	3,7	3,1
<b>TOTAL</b>	<b>25,3</b>	<b>17,3</b>	<b>20,6</b>	<b>12,8</b>

\* dont 4,8 M€ de dettes contractées début 2025 pour l'acquisition du bâtiment industriel de TKMI.

1. Loan to value = dette nette / Actif Brut réévalué

# Actif Net Réévalué 2024

## 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. C'est la somme des différentes revalorisations des actifs (Actif Brut Réévalué) dont on soustrait les dettes financières nettes du groupe.

L'ANR par action constitue une base de comparaison directe avec le cours de bourse de la holding. Lorsque ce dernier lui est inférieur, on parle de décote; dans le cas contraire, il s'agit d'une prime.

La méthodologie retenue pour ces revalorisations est présentée en détail dans la charte de valorisation en annexe. Nous en résumons néanmoins les principaux éléments ci-dessous :

- Les sociétés générant des cash-flows opérationnels positifs sont valorisées en pondérant trois méthodes : l'analyse de comparables, les flux de trésorerie actualisés (DCF) et la valorisation issue de la dernière opération capitalistique.
- Les business plans utilisés pour les modèles DCF ont tous été validés avec le management des participations et, le cas échéant, ajustés en concertation avec ces derniers.
- Les sociétés affichant encore des pertes opérationnelles sont conservées à leur valeur d'investissement.
- Pour les méthodes des comparables et des flux de trésorerie actualisés, une décote liée à l'illiquidité et à la taille est appliquée, conformément aux standards de marché.
- Le calcul de l'ANR par action prend également en compte la dilution potentielle liée aux instruments dilutifs émis par la société (cfr. section rémunération du rapport annuel 2024).

Nous attestons de la continuité et du bon respect de la charte de valorisation pour le calcul de l'ANR au 31/12/2024. Des clarifications ont toutefois été apportées par rapport à l'année précédente, notamment en ce qui concerne les actifs cotés dont le marché est trop peu liquide que pour permettre une cession fluide. Cela concerne les participations dans Sibelco et dans Newtree Impact, pour lesquelles la valorisation tient compte de méthodes complémentaires à la seule prise en compte du cours de bourse.

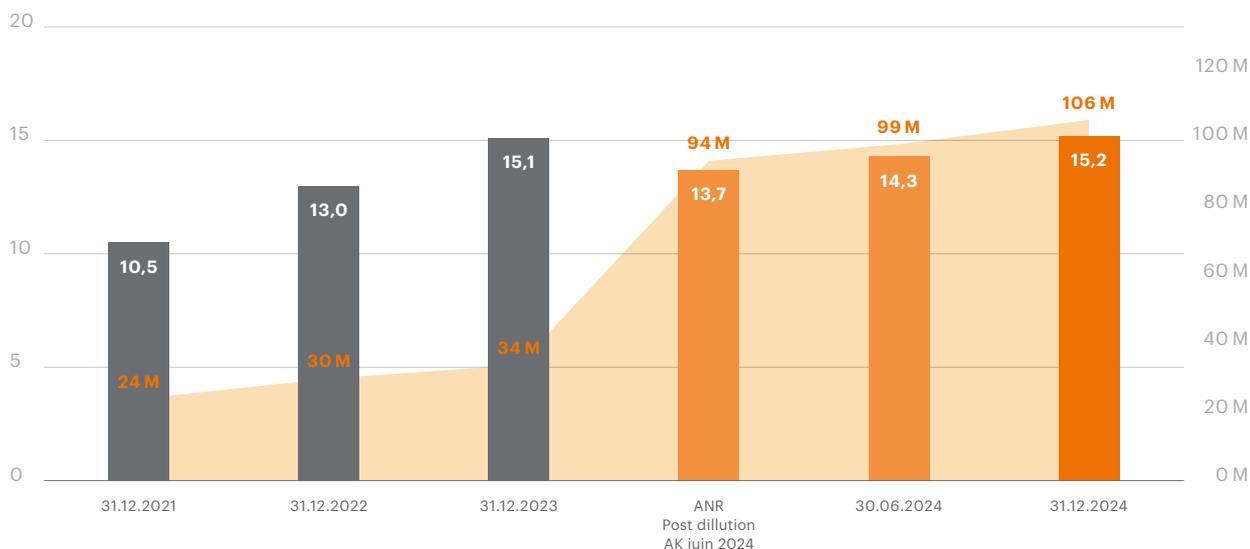
## 2 ANR Whitestone Group

L'actif net réévalué au 31 décembre 2024 est estimé à 106 M€. Ramené au nombre d'actions, cela donne une valeur de 15,2€ par action.

En 2024, l'ANR est passé de 34 M€ à 106 M€, soit un triplement. Cette multiplication par trois s'explique principalement par les deux levées de fonds réalisées au cours de l'année, pour un montant total de 60 M€, ainsi que par la croissance de la valeur du portefeuille au 31 décembre 2023 pour 13 M€.

L'analyse de l'évolution de l'ANR par action en 2024 est complexifiée par la dilution résultant des levées de fonds réalisées à un prix de 13€ par action. Toutefois, le rendement de 35% sur l'exercice de la valeur du portefeuille a permis de compenser intégralement cet effet dilutif, ramenant l'ANR par action à un niveau comparable à celui calculé fin 2023, soit 15,2€.

## Evolution de l'ANR par action | en €



Plus en détail, la croissance de l'ANR s'explique principalement par les éléments suivants :

- Les performances de GFI en 2024 ont dépassé les prévisions budgétaires, tant en termes de revenus que de marge brute. Le contexte d'incertitudes géopolitiques combiné au retour de l'inflation ont renforcé l'intérêt des investisseurs et des banques centrales pour l'or, entraînant une augmentation significative des volumes échangés ainsi qu'une hausse de plus de 30% du prix de l'or en euros sur l'année. Bien que GFI ne spéculé pas sur le prix de l'or, cette progression a un effet nominalement positif sur ses marges, contribuant notamment à renforcer les perspectives de la société, ce qui se traduit par une hausse de sa valorisation dans l'ANR. Le rachat des minoritaires a également participé à la création de valeur.

- La progression des multiples boursiers dans les secteurs du négoce d'or et de l'industrie.
- De manière générale, les business plans ont été respectés par la majorité des participations.

En ce qui concerne les investissements réalisés en 2024 (57M€), ils ont pratiquement tous été maintenus à leur valeur d'acquisition.

Le tableau ci-dessous détaille l'évolution de l'ANR par pilier d'investissement, en distinguant les flux d'investissements et les revalorisations.

Le pilier des « Matériaux Spécifiques » a fortement progressé, passant de 17,5M€ à 50M€. Cette hausse se

## Détail de la variation de l'ANR en 2024

	ANR 31/12/2023	Investissements	Désinvestissements	Revalorisation	Autre flux trésorerie	ANR 31/12/2024
Matériaux Spécifiques	17,5	21,3	0,0	11,2		50,0
Transitions	4,7	19,8	-0,1	0,1		24,5
Technologie	6,0	15,5	0,0	0,9		22,3
Autres	5,9	0,0	-0,1	0,4		6,2
<b>Actif Brut Réévalué</b>	<b>34,0</b>	<b>56,6</b>	<b>(0,2)</b>	<b>12,6</b>		<b>103,0</b>
Liquidité Nette Wfin	0,3	(56,6)	0,2	0,0	59,0	2,9
Dette Financière Wfin	(1,3)	0,0	0,0	0,0	(2,9)	(4,2)
Cash Wfin	1,6	(56,6)	0,2	0,0	61,9	7,0
<b>Actif Net Réévalué</b>	<b>34,3</b>					<b>105,9</b>

décompose en deux éléments : des investissements à hauteur de 21,3M€ et une revalorisation des sociétés du pilier pour 11,2M€. Les principaux investissements réalisés sont 10 M€ dans Sibelco, 6,9 M€ dans Treestone (incluant un prêt court terme de 700k€) et 4,4 M€ pour le rachat des participations minoritaires dans GFIN.

Dans le pilier « Transitions », 20 M€ ont été investis dont 12 M€ pour une prise de participation dans ESG, 5 M€ dans Tilman et 2 M€ dans Newtree Impact.

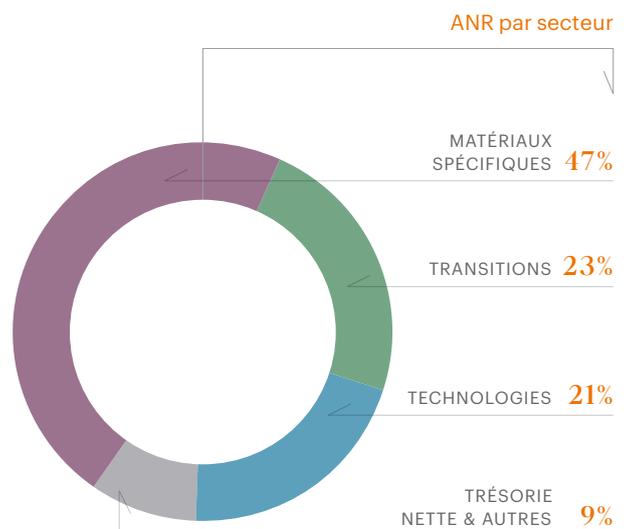
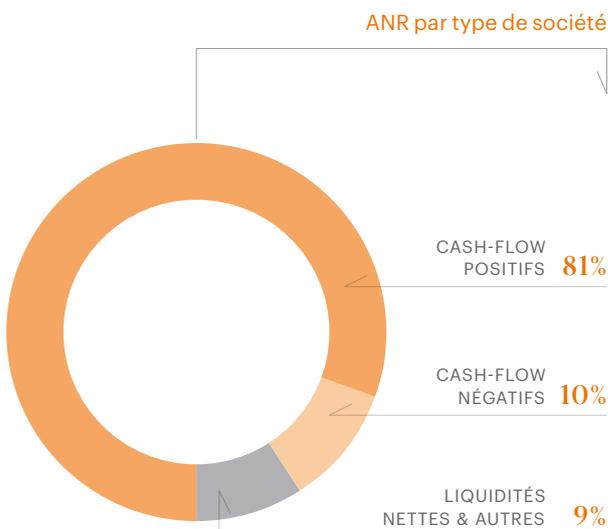
Concernant le pilier « Technologies », 15,5 M€ ont été investis : 9,2 M€ dans Telemis, 5,3 M€ dans Lesna (Lambda-X Ophthalmics) et 1 M€ dans Abbove. Une revalorisation de 0,9 M€ a été comptabilisée, principalement en lien avec l'ajustement de la valeur de Lambda-X Ophthalmics, conformément au mécanisme de lissage temporel décrit dans la charte de valorisation.

### 3 Répartition du portefeuille par pilier et type de sociétés

Les graphes ci-dessous présentent la diversification du portefeuille du Groupe par pilier, ainsi que la proportion de sociétés générant des flux de trésorerie positifs.

Le pilier d'investissement principal est celui des « Matériaux Spécifiques », représentant 47% de l'ANR, suivi par les piliers « Transitions » et « Technologies », qui comptent respectivement pour 23% et 21% dans l'ANR. La catégorie « Liquidités nettes & Autres » regroupe les liquidités du holding ainsi que la valeur de ses actifs non financiers, représentant 9% de l'ANR.

À fin 2024, seulement 10% du portefeuille était composé de sociétés en perte opérationnelle.



# Rapport de gestion

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

## Mesdames, Messieurs,

Conformément à l'article 3:5 et 3:32 du Code des Sociétés et Associations, nous avons l'honneur de vous présenter notre rapport de gestion sur l'exercice compris entre le 1<sup>er</sup> janvier et le 31 décembre 2024 et portant tant sur les comptes statutaires que sur les comptes consolidés de la société. Conformément à l'article 3:6 du Code des Sociétés et Associations et aux statuts, nous soumettons à votre approbation les comptes annuels statutaires arrêtés au 31 décembre 2024, ainsi qu'un projet de répartition du bénéfice.

### 1 Évènements marquants de l'année 2024

L'année 2024 a marqué une nouvelle étape clé dans l'histoire de Whitestone Group (WG). En effet, deux nouvelles augmentations de capital ont été réalisées concomitamment pour un montant global de 60 M€ permettant de tripler la taille et de faire entrer au capital un actionnaire de référence. La société de gestion patrimoniale belge Mutifin SA, contrôlée par la famille d'Arnoud de Pret, a ainsi acquis une participation à hauteur de 37,55%.

Ce partenariat stratégique s'est accompagné d'une refonte de la gouvernance destinée à accompagner cette nouvelle phase de développement. Dans ce cadre, il a notamment été nommé un nouveau Président du Conseil d'administration représentant ce principal actionnaire et mis en place trois nouveaux Comités. Les deux autres évolutions fondamentales ont été la définition de nouveaux objectifs financiers et l'affinement de la stratégie d'investissement tels que décrit dans la première partie du Rapport Annuel.

Au cours de l'année, la quasi-totalité (90%) des nouvelles ressources financières a été déployée dans des PME belges rentables et actives dans les secteurs stratégiques que sont les Matériaux Spécifiques, les Transitions et les Technologies. C'est ainsi que de nouvelles participations, tantôt majoritaires tantôt minoritaires, ont été prises dans les sociétés Lambda-X Ophthalmics, Telemis, Tilman et TKMI. Par ailleurs, les positions existantes dans GFIN, Sibelco et Newtree Impact ont été renforcées.

L'Actif Net Réévalué (ANR) au 31 décembre 2024 est estimé à 106 M€ contre 100 M€ au 30 juin 2024 et à 34 M€ au 31 décembre 2023. Cette augmentation de 72 M€ s'explique, d'une part, par les augmentations de capital pour 60 M€ et, d'autre part, par la croissance de la valeur du portefeuille pour 12 M€ (+35% par rapport à fin 2023). Celle-ci provient principalement de la participation dans GFIN tirée par les multiples de marché dans le négoce d'or, la hausse du cours de l'or et l'augmentation de la participation de 57% à 100%. En application de la charte de valorisation qui est publiée à la fin du Rapport Annuel, les nouvelles participations acquises grâce à ces levées de fonds ont pour la plupart été valorisées à leurs valeurs d'investissement et elles seront progressivement remplacées par une valeur de marché au cours des deux prochaines années.

En termes d'ANR par action, l'évolution et la comparaison sont rendues compliquées du fait des levées de fonds qui ont été réalisées à 13,00 €/action entraînant un effet de dilution, toute chose étant égale par ailleurs. Sur une base dite de «fully diluted», prenant en compte les instruments dilutifs sur le nombre d'actions («warrants»), l'ANR par action s'élève à 15,2 €. Ce montant correspond à la valeur calculée fin 2023, ce qui signifie que l'effet dilutif de l'augmentation du nombre d'actions a été compensé en seulement 12 mois. Sur base du cours de bourse au 31 décembre 2024 (12,50 €) donnant une capitalisation boursière de 85 M€, la décote s'élève à 19%.

## 2 Rapport d'activités

### Premier placement privé en nature réservé

À la suite de l'Assemblée Générale Extraordinaire (AGE) qui s'est tenue le 28 février 2024, WG a procédé à l'émission de 1.369.680 actions au prix de 13,00 € réservée à Multifin SA pour un montant de 17,8 M€ en échange de quatre participations. Après cette opération, Multifin détient une participation de 37,55% du capital.

Multifin a ainsi apporté une participation indirecte de 2,3% (12,3 M€) dans Energy Solutions Group (ESG), société active dans les énergies renouvelables en Belgique et aux Pays-Bas, 520 actions (3,2 M€) de Sibelco, multinationale belge leader des minéraux industriels, 11,0% (1 M€) de Abbove, plateforme de gestion patrimoniale collaborative pour les banques privées, et finalement 1,0% (1,3 M€) du fonds Clay Capital au travers d'une participation de 10,0% dans le Feeder Santé Nutrition (FSN).

### Ajustement de la stratégie et des piliers d'investissement

Ce partenariat stratégique entre WG et Multifin vise à renforcer certaines participations existantes et réaliser de nouveaux investissements principalement dans des PME belges rentables et actives dans différents secteurs regroupés autour de trois piliers : les Matériaux Spécifiques (y inclus les métaux précieux), les Transitions (énergétique, environnementale, médicale), et les Technologies (y inclus la Medtech).

### Adoption d'un nouveau modèle de gouvernance

Le Conseil d'administration a nommé Gérard Lamarche et Philippe Masset comme respectivement Président et Vice-Président. Par ailleurs, la charte de gouvernance a été adaptée avec notamment la mise en place de trois nouveaux comités en sus du Comité des Rémunérations et des Nominations existant, à savoir un Comité ESG, un Comité Audit & Finances et un Comité Exécutif.

Ce dernier est composé de Frédéric Pouchain et Sandro Ardizzone, respectivement CEO de WG et de GFI(N), ainsi que d'Antoine Duchateau. Les rôles d'exécutifs et d'administrateur ont été dissociés puisque Frédéric Pouchain et Sandro Ardizzone ont mis fin à leur mandat d'administrateur. Le Comité d'Investissement a été déplacé au niveau de l'équipe opérationnelle et comprend Martin Collier en plus des membres du Comex. Le Président est invité permanent à ces comités.

Par ailleurs, d'autres initiatives ont également été prises autour de ce sujet comme la mise en place d'un plan d'options associé à des objectifs, la définition de plans de succession tant dans la holding que dans les participations ou encore la rémunération de tous les administrateurs.

### Abandon des droits de vote doubles

L'Assemblée Générale du 28 février 2024 a décidé de supprimer le droit de vote double prévu par les statuts. Cette résolution, actée par la modification de l'article 33 des statuts, vise à harmoniser les droits des actionnaires.

### Participation aux augmentations de capital de Newtree Impact

Aux mois de mars et de juin 2024, WG a participé à deux placements privés de la société d'investissement cotée Newtree Impact pour 2,1 M€ sur un total de 6,8 M€. Ce montant est composé d'une partie en numéraire pour 0,7 M€ et d'une autre en nature avec l'apport de la participation dans FSN pour 1,4 M€.

### Deuxième placement privé en numéraire ouvert à tous les actionnaires

Suite à l'AGE du 13 mai 2024, un deuxième placement privé a été lancé au même prix par action que le premier mais cette fois-ci en numéraire et proposé à tous les actionnaires. Un total de 41,9 M€ a été levé par l'émission de 3.226.510 nouvelles actions à 13,00 €.

### Investissement dans le Laboratoire Tilman

Fort de ces nouveaux capitaux, WG a pu investir un montant total de 5,0 M€ dans le Laboratoire Tilman, PME belge familiale leader dans la phytothérapie (médicaments à base de plantes) afin de soutenir son développement. La première moitié a été investie sous forme d'une augmentation de capital qui a donné droit à 10,0% du capital. L'autre moitié s'est faite sous forme d'un emprunt subordonné d'une durée de 7 ans. Un mécanisme de sortie au travers d'options d'achat/vente est prévu à partir de 2030 si souhaité par une des parties.

### Acquisition d'actions de Sibelco

Un bloc de 1.045 actions de Sibelco a été acquis pour 6,7 M€. Ceci vient renforcer la participation apportée par Multifin et la porte à une valeur totale de 10 M€. Une ligne de crédit bancaire a été négociée permettant de refinancer la moitié de cet investissement si souhaité.

### Rachat des minoritaires de GFIN

Les trois minoritaires de GFIN, holding qui porte la participation dans Gold & Forex International, ont été rachetés pour un montant total de 4,4 M€. Cette opération a permis d'augmenter la participation de 57% à 100%.

### Prise de participation majoritaire dans Lambda-X Ophthalmics (LXO)

Début septembre, WG s'est porté acquéreur de la société belge Lambda-X Ophthalmics, leader mondial en métrologie de lentilles ophtalmiques. Un montant de 5,3 M€ a été investi dans un véhicule d'acquisition dédié (Lesna SRL) et a permis à WG de devenir l'actionnaire majoritaire à hauteur de 69% en association avec l'équipe dirigeante (CEO, CTO, CCO) et Invest.BW qui en détiennent respectivement 17% et 14%. Près de la moitié de cette acquisition a été financée par de la dette bancaire auprès de Belfius Banque.

### Prise de participation minoritaire dans Telemis

Début décembre, WG a investi 9,1 M€ en fonds propres pour acquérir 27,74% de Telemis Holding SA, en rachetant la participation de trois actionnaires minoritaires. Basé à Louvain-la-Neuve, ce groupe, présent dans 6 pays européens, est actif dans le secteur medtech. Ses logiciels PACS/MACS permettent aux établissements de santé et aux cabinets médicaux de gérer leur imagerie plus efficacement. Le prix d'acquisition inclut des actions propres (8,9% du capital) ainsi que des liquidités. Le cofondateur et CEO, Stéphane Ketelaer, reste l'actionnaire majoritaire de la société avec 60% du capital.

### Rachat de l'usineur Liégeois TKMI

Fin décembre, par l'intermédiaire de sa filiale industrielle Treestone, WG a acquis 100% de la société TKM Industries (TKMI), une entreprise belge spécialisée dans l'usinage de pièces métalliques et les assemblages à haute valeur ajoutée. Cette acquisition, financée par une combinaison de fonds propres et de dettes, représente un investissement direct de 6,2 M€ réalisé au travers d'une augmentation de capital dans Treestone et d'un rachat d'actions. La participation de WG est ainsi passée de 50% à 71%, le solde étant détenu par les deux CEOs de cette joint-venture créée pour l'acquisition d'Iso-Tech Belgium en 2019 et ensuite d'Atima-TPIM en 2021. Cette opération a

été réalisée en partenariat avec Wallonie Entreprendre qui prendra une participation de 10% dans le véhicule d'investissement dédié (Ecotys SRL) et apportera une partie de l'effet de levier à côté de Belfius Banque.

## 3 Comptes consolidés et statutaires

### Commentaires des comptes consolidés

#### 1. Modification du périmètre de consolidation

Les différentes opérations menées en 2024, telles que décrites précédemment, ont significativement modifié le périmètre de consolidation du groupe. En particulier, le rachat des participations minoritaires de GFIN, la relation dans Treestone dans le cadre de l'acquisition de TKMI, ainsi que les investissements dans Lambda-X Ophthalmics et dans Telemis ont eu les impacts suivants :

- GFIN était déjà intégrée globalement en reconnaissant des intérêts tiers ; suite au rachat des minoritaires nous ne reconnaissons plus d'intérêts tiers et l'intégralité du résultat revient désormais au groupe.
- La relation dans Treestone a entraîné le passage d'une intégration proportionnelle à une intégration globale de la société et de ses filiales. Toutefois, cette opération ayant eu lieu en décembre 2024, seul le pourcentage précédemment détenu (50%) est pris en compte dans le compte de résultat consolidé de l'exercice. La quote-part supplémentaire acquise (50%) sera intégrée à partir de l'exercice 2025. Concernant TKMI, acquise également en décembre 2024, son compte de résultat n'est pas repris dans les états consolidés 2024. En revanche, au niveau du bilan, l'intégration globale de Treestone et de l'ensemble de ses filiales (y compris TKMI) a bien été effectuée au 31 décembre 2024.
- L'acquisition de Lambda-X Ophthalmics, réalisée via le véhicule Lesna en septembre 2024, entraîne une intégration globale des entités concernées, WG détenant 69% du capital. En raison de la date de réalisation de l'opération, seul le résultat du dernier trimestre est repris dans le compte de résultat consolidé de l'exercice 2024. Le bilan, quant à lui, est intégralement consolidé au 31 décembre 2024.

- La prise de participation dans Telemis à hauteur de 28% permet d'intégrer la société en mise en équivalence. Encore une fois, la transaction datant de décembre, l'intégration de la société dans le périmètre n'a pas d'impact sur le compte de résultat consolidé. L'immobilisation financière est quant à elle reclassée en société mise en équivalence.
- Finalement, les autres acquisitions réalisées en 2024, à savoir Tilman, Sibelco, Abbove et ESG sont gardées en immobilisations financières, le pourcentage de participation ne justifiant pas une quelconque intégration.

Le détail du périmètre de consolidation figure à la section 3 «Périmètre de consolidation» des annexes aux comptes consolidés.

## 2. Présentation des comptes consolidés 2024

Ces évolutions du périmètre, fondées sur des règles comptables plutôt qu'économiques, combinées à une consolidation réalisée selon les normes Belgian GAAP, limitent la portée interprétative des comptes consolidés. Néanmoins, les principaux chiffres à retenir sont les suivants :

M€	31-12-24	31-12-23
Revenus	225,7	211,5
EBITDA*	2,2	2,8
Résultat d'exploitation (EBIT)*	-0,6	1,5
Résultat courant	-1,0	0,8
Résultat mis en équivalence	-0,1	-0,2
Résultat net part du groupe	-2,3	-0,8
Fonds propres	73,5	14,5
Dettes financières	23,6	5,3
Liquidités (inclus actions propres)	16,3	5,9

WG enregistre un chiffre d'affaires de 226 M€ sur 2024 dont le principal contributeur est GFI (220 M€). L'EBITDA s'élève à 2,2 M€, l'EBIT à -0,6 M€ et la part du Groupe dans le résultat net à -2,3 M€. Au niveau consolidé, un montant de 0,9 M€ a été payé pour l'impôt des sociétés sur l'exercice 2024.

La baisse de l'EBITDA consolidé s'explique notamment par la hausse des frais de fonctionnement du holding et

de ses filiales pour 0,6 M€, une baisse de la contribution de GFIN suite à des investissements dans la croissance (personnel, bureaux et IT) et une diminution aussi de la contribution de Treestone pour 0,4 M€ compensée partiellement par une intégration sur 4 mois de Lambda-X Ophthalmics pour 0,4 M€.

En dessous de l'EBITDA la perte s'explique par l'amortissement des écarts de consolidation positifs (goodwill) sur 5 ans imposé par les normes comptables belges (au contraire des normes internationales IFRS) pour un montant de 3 M€. Ces amortissements sont purement comptables et ne reflètent pas une quelconque perte de valeur économique ni de flux de trésorerie. À titre indicatif, en l'absence de ces amortissements de goodwill, le résultat d'exploitation du groupe et le résultat net part du groupe auraient été respectivement de 1,8 M€ et 0,7 M€.

\* Les agrégats EBITDA et EBIT sont présentés en données courantes et excluent les produits et charges exceptionnels.

Le tableau ci-dessous présente le détail de la contribution de chaque filiale consolidée au résultat net consolidé, ainsi que les principales écritures de consolidation ayant impacté ce dernier :

CHIFFRES SOCIAUX SUIVANT LE PÉRIMÈTRE DE CONSOLIDATION	TOTAL	W GROUP SA	W PARTNERS Sarl	W CAPITAL SRL	W PROPERTIES SRL	GFIN SRL	GFI SA
Résultats sociaux 100%	10 161 959	-688 855	216 405	-90 728	-20 059	1 273 341	1 902 629
% Résultat consolidé		100 %	100 %	100 %	100 %	100 %	100 %
Résultat sociaux prorata	5 908 964	-688 855	216 405	-90 728	-20 059	1 273 341	1 902 629
Amortissements goodwill	-3 018 938	-1 063 549	-83 546	-407 159		-641 104	
Dividendes	-1 944 940		-30 000	-93 510		-1 500 000	
Autre correction	-3 194 864						-374 933
Quote part MEE	-123 829	-321 048	47 704	146 797	2 718		
Résultats consolidés	-2 373 606	-2 073 452	150 562	-444 600	-17 341	-867 763	1 527 696
Part des tiers	-94 188						
Part du groupe	-2 279 418	-2 073 452	150 562	-444 600	-17 341	-867 763	1 527 696
CHIFFRES SOCIAUX SUIVANT LE PÉRIMÈTRE DE CONSOLIDATION		LESNA SRL	LXO SA	TREESTONE SRL	ECOTYS SRL	ISOTECH BELGIUM SRL	ATIMA TPIM SA
Résultats sociaux 100%		-83 768	1 158 814	302 934	5 816 987	344 283	29 976
% Résultat consolidé		100 %	seulement Q4	50 %	50 %	50 %	46 %
Résultat sociaux prorata		-83 768	153 967	151 467	2 908 493	172 142	13 930
Amortissements goodwill		-375 026		-448 554			
Dividendes				-171 430	-150 000		
Autre correction					-2 819 931		
Quote part MEE				-321 048			
Résultats consolidés		-458 794	153 967	-468 517	-61 438	172 142	13 930
Part des tiers		-141 763	47 574				
Part du groupe		-317 031	106 393	-468 517	-61 438	172 142	13 930

■ Intégration globale sans tiers minoritaires ■ Intégration globale avec tiers minoritaires ■ Intégration proportionnelle

Le bilan affiche des fonds propres de 73,5 M€ contre 14,5 M€ fin 2023, cette variation s'expliquant principalement par les deux augmentations de capital pour un total de 59,7 M€. Les dettes financières passent de 5,3 à 23,6 M€ et les liquidités de 5,9 à 16,3 M€ soit une hausse nette de l'endettement consolidé de 7,9 M€.

### Commentaires des comptes statutaires

Les comptes statutaires de Whitestone Group SA ne permettent plus, à eux seuls, de refléter la réalité économique et financière du groupe et de ses activités. En effet, certains coûts et revenus sont désormais répartis entre plusieurs filiales, rendant la lecture des comptes de la société de tête moins représentative de la réalité. Un nouveau reporting dénommé « comptes consolidés restreints » sera dorénavant inclus dans le rapport annuel afin d'assurer une information complète et transparente.

Les principaux chiffres des comptes statutaires se présentent comme suit :

M€	31/12/2024	31/12/2023
Revenus	0,4	0,2
EBITDA*	-0,8	-0,6
Résultat d'exploitation (EBIT)*	-0,8	-0,6
Résultat courant	-0,4	-0,5
Résultat net	-0,7	-0,5
Fonds propres	73,5	14,5
Dettes financières	2,8	0
Liquidités (inclus actions propres)	7,1	1,8
Immobilisations financières	69,2	12,5

Les 400 k€ de revenus proviennent de prestations facturées par WG à différentes participations.

Les coûts liés aux augmentations de capital réalisées en 2024, ainsi qu'un ajustement de TVA, ont été reclassés en frais exceptionnels pour un montant total de 444 k€. En neutralisant ces éléments exceptionnels, ainsi qu'une plus-value de 137 k€ liée à l'apport en nature du Fonds Santé Nutrition à Newtree Impact, le résultat courant statutaire s'élève à -0,4 M€.

Les fonds propres passent de 14,5 M€ à 73,5M€. C'est le résultat combiné des augmentations de capital (59,7 M€) et de la perte nette (0,7 M€) qu'il sera proposé de reporter. La dette financière de 2,8 M€ s'explique par l'utilisation d'une fraction des lignes de crédits disponibles au niveau du holding pour quelques semaines afin de financer une partie de l'acquisition de TKMI, une partie des liquidités ayant été placée à terme jusque mi-janvier 2025. Pour rappel, ces lignes de crédit ont pour vocation d'apporter une flexibilité financière à court terme et non de générer un endettement structurel au niveau du holding (cf. section « Dettes d'acquisition » du rapport annuel 2024).

À l'actif, les 56,7 M€ d'investissements réalisés en 2024 ont fait passer les immobilisations financières de 12,5 M€ à 69,2 M€. Aux investissements du premier semestre se sont ajoutés au second semestre ceux dans Lambda-X Ophthalmics (5,3 M€), Telemis (9,1 M€), GFIN (0,4 M€) et TKMI (5,4 M€). Les liquidités s'élèvent à 6,5M€, et diminuent à 3,7 M€ après le remboursement de la ligne de crédit.

## 4 Événements intervenus après la clôture au 31 décembre 2024

### Rachat de Parmécanique (immobilière de TKMI)

Bien que le closing de TKMI ait eu lieu fin décembre 2024, le rachat de la société immobilière détenant le bâtiment industriel a été finalisé en février 2025. Parmécanique SRL est ainsi devenue une filiale de TKMI. Cette acquisition, réalisée à 100% pour un montant de 5,3 M€, a été entièrement financée par la dette souscrite à 50/50 par la banque Belfius et Wallonie Entreprendre. Par ailleurs, à la suite de cette transaction, Wallonie Entreprendre est officiellement monté à hauteur de 10% du capital d'Ecotys, le véhicule d'acquisition de TKMI.

### Remboursement de la ligne de crédit au niveau de WG

La ligne de crédit utilisée à hauteur de 2,8 M€ dans le cadre de l'acquisition de TKMI a été intégralement remboursée au 31 janvier 2025. Pour rappel, ces lignes de crédit visent uniquement à renforcer la flexibilité financière à court terme, sans s'inscrire dans une logique d'endettement structurel au niveau du holding.

### Certification « B Corp »

Après un processus initié il y a près de deux ans, Whitestone Group SA a obtenu le label « B Corp » (pour Benefit Corporation). Celui-ci est octroyé aux sociétés commerciales répondant à des exigences sociétales et environnementales, de gouvernance et de transparence envers le public. Dans ce cadre, l'objet social, déjà modifié l'année dernière, devra à nouveau être amendé lors de la prochaine Assemblée Générale Extraordinaire, prévue dans la continuité de l'Assemblée Générale Ordinaire du 12 mai 2025.

## 5 Principaux risques et incertitudes

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

Le succès de Whitestone Group dépend en partie de l'expérience, du dévouement, de la réputation, des compétences et des réseaux de l'équipe entrepreneuriale qui dirige le holding et ses participations. Le départ d'un ou plusieurs dirigeants pourrait impacter négativement les activités et les résultats du Groupe. Par ailleurs, la perception négative de cette perte par le marché pourrait avoir un impact négatif sur le cours de l'action, le recrutement de collaborateurs et d'autres conséquences négatives connexes.

\* Les agrégats EBITDA et EBIT sont présentés en données courantes et excluent les produits et charges exceptionnels.

### **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, pour la société concernée et impacter la situation financière du Groupe.

### **Risques liés à la concurrence**

Whitestone Group opère dans un environnement 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 structurelle, elle n'est pas exposée aux risques de refinancement 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 dans les 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 libres de la société (principalement les dividendes). Bien que l'existence d'un emprunt bancaire permette d'améliorer le rendement de l'investissement, ces opérations peuvent être affectées négativement par la hausse des taux d'intérêt ou la détérioration de la situation de la société détenue en portefeuille, de son secteur d'activité ou de sa capacité à générer des revenus. Cela signifie qu'il existe, pour certaines des sociétés détenues en portefeuille, des risques liés à une hausse des 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**

La politique d'investissement de Whitestone Group lui permet d'acquérir des participations minoritaires dans des sociétés. Bien que le Groupe veuille à obtenir, dans les dites sociétés, des clauses de protection via des pactes d'actionnaires, il est possible que le Groupe n'ait pas accès, au sein de ces sociétés, à toute l'information utile et nécessaire dans le cadre de sa stratégie d'investissement. Il se peut également que le Groupe ne puisse exercer une influence sur les décisions prises au sein de ces sociétés, ce qui pourrait influencer la valeur de ses participations ou rendre une cession plus complexe. 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, pour la plupart, 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 inférieur aux estimations.

### Risques liés à l'illiquidité du titre Whitestone Group

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

### Risques liés aux conditions économiques, politiques et sociales

Les sociétés détenues en tout ou en partie par Whitestone Group sont exposées aux risques spécifiques liés aux secteurs dans lequel lesdites sociétés opèrent. Ces risques sont gérés par 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 leurs résultats et, partant, sur leur valorisation au 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. Étant donné que le Groupe dispose d'un portefeuille diversifié, l'impact des fluctuations de 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

Whitestone Group évolue dans un environnement économique et fiscal en mutation, dont plusieurs éléments clés sont susceptibles d'avoir un impact sur ses activités.

Dans le cadre plus large de la réforme budgétaire en cours en Belgique, les conditions pour bénéficier du régime dit des Revenus Définitivement Taxés (RDT) pourraient être revues, avec notamment un relèvement du seuil d'éligibilité pour certaines exonérations fiscales. Bien que l'impact reste limité pour Whitestone, qui détient en général plus de 10% du capital de ses participations, l'incertitude entourant de futures modifications invite à une vigilance accrue dans la structuration des investissements.

Les conditions macroéconomiques, marquées par une inflation persistante et des taux d'intérêt durablement élevés, augmentent les coûts de financement pour les PME et ont également un effet sur les opérations d'acquisition du Groupe lorsqu'elles sont partiellement financées par de la dette.

Ces pressions sont accentuées par la hausse des salaires via l'indexation automatique en Belgique, dans un marché du travail tendu où la rareté de profils qualifiés constitue un frein au développement de nombreuses entreprises.

Enfin, la question de la liquidité lors des sorties mérite une attention particulière. Si elle ne constitue pas une contrainte pour Whitestone Group au regard de structure de capitaux permanents, un environnement macroéconomique incertain pourrait ralentir le marché des fusions-acquisitions, et dans certains cas, complexifier ou différer les conditions de sortie.

Dans ce contexte, l'approche ciblée et engagée de Whitestone Group, combinée à une discipline stratégique dans la sélection et l'accompagnement des participations, constitue un atout pour traverser ces évolutions avec agilité.

## 7 Activité en matière de recherche et développement

Étant un holding financier, Whitestone Group n'a pas d'activité directe de R&D. Il en va autrement pour certaines participations comme Lambda-X Ophthalmics, Freedelity, EMAsphere, Abbove, Emulco et Probiotic Group. Certaines de ces sociétés capitalisent une partie de leurs frais de R&D au bilan.

## 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 dans la cadre du rachat de GFI en 2021.

## 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 sont 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 financent.

Certains instruments dilutifs ont également été émis dans le cadre d'une politique liée à des plans d'incentive destinés au management. À ce titre, 765.404 warrants ont été octroyés aux actionnaires fondateurs à la suite de l'Assemblée Générale Extraordinaire du 13 mai 2024. Par ailleurs, une enveloppe additionnelle maximale de warrants a été approuvée lors de l'AGE du 4 décembre 2024, en faveur des membres du conseil d'administration ayant opté pour ce mode de rémunération de leur mandat, ainsi que de l'équipe managériale, sur la base de critères de performance annuels définis. Davantage d'informations à ce sujet sont à trouver dans le chapitre du rapport annuel consacré aux rémunérations.

## 10 Indépendance et compétence du Comité d'Audit et Finances

Le Comité d'Audit et Finances (CAF) met en place un dispositif de contrôle interne et de gestion des risques, et veille à son bon fonctionnement ainsi qu'au suivi du processus d'élaboration de l'information financière. Il se réunit selon les besoins, et au minimum à chaque clôture des comptes. Composé de membres non exécutifs du conseil d'administration, le CAF inclut au moins un membre disposant d'une expérience pratique ou de compétences techniques en comptabilité ou en audit. Le commissaire, en sa qualité d'indépendant, y assiste en tant qu'invité permanent.

## 11 Modification des statuts

Lors de l'Assemblée Générale Extraordinaire tenue le 28 février 2024, les statuts de la société ont été modifiés à deux endroits :

- Suppression des droits de vote doubles : l'AG a décidé de modifier l'article 33 relatif au droit de vote et de supprimer les droits de vote doubles. Désormais, chaque action donne droit à une voix.

- Constatation de l’augmentation de capital: l’article 5 de la société relatif au capital de cette dernière a été modifié pour reconnaître le nouveau capital de la société s’élevant à 12.655.409,13 € représenté par 3.648.055 actions.

Lors de l’Assemblée Générale Extraordinaire tenue le 13 mai 2024, les statuts de la société ont été modifiés sur deux points:

- Modification de l’objet social: l’article 3 des statuts relatif à l’objet de la société a été modifié afin d’y incorporer une phrase précisant la responsabilité sociétal de l’entreprise. Une obligation afin d’obtenir le statut B corp.
- Mise en place d’un Capital autorisé: l’article 7 de la société relatif au capital autorisé a été modifié pour permettre au conseil d’administration d’augmenter le capital d’un montant maximum de 10.000.000 € pour une durée de 5 ans.

Deux autres modifications des statuts ont eu lieu en date du 10 et 28 juin 2024 afin de constater les augmentations de capital par placement privé. L’article 5 relatif au capital de la société a donc été modifié une première fois (10 juin) pour reconnaître le nouveau capital fixé à 19.328.375,28 € pour un total de 5.571.100 actions et une deuxième fois (28 juin) pour constater le nouveau capital fixé à 23.851.398,83€ pour un total de 6.874.565 actions.

Enfin, lors de l’Assemblée Générale Exceptionnelle tenue le 4 décembre 2024, les statuts de la société ont été modifiés à un endroit:

- Renouvellement du capital autorisé: l’article 7 de la société relatif au capital autorisé a été modifié pour permettre au Conseil d’administration d’augmenter le capital d’un montant maximum de 23.850.000 €.

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

À la suite des diverses opérations effectuées par le Groupe au cours de l’exercice 2024, certaines missions spécifiques ont été menées par le commissaire et ses collaborateurs. Le détail de ces missions spécifiques est présenté ci-après:

- Rapport relatif à l’opération d’augmentation de capital et

à l’émission d’actions réalisée dans le cadre de l’apport en nature de février 2024.

- Rapport d’évaluation des données financières et comptables présentées dans le rapport de l’organe d’administration, dans le cadre de l’augmentation de capital par apport en numéraire avec suppression du droit préférentiel de souscription, et de l’émission de droits de souscription au bénéfice des fondateurs en avril 2024.
- Rapport d’évaluation des données financières et comptables figurant dans le rapport de l’organe d’administration, dans le cadre des augmentations de capital par apport en numéraire avec suppression du droit préférentiel de souscription en juin 2024.
- Rapport d’évaluation des données financières et comptables contenues dans le rapport de l’organe d’administration, relatif à l’émission de droits de souscription en novembre 2024.

## 13 Pertes reportées et règles comptables de continuité

Compte tenu que le bilan de la société fait apparaître une perte reportée, l’article 3:6 §16° du Code des Sociétés et des Associations impose au Conseil d’administration de justifier l’application des règles comptables de continuité. En ce qui concerne la société Whitestone Group SA (société holding et faitière du Groupe), l’application des règles comptables de continuité est justifiée par le fait que la continuité n’est pas compromise.

## 14 Attestation de la personnes responsable

J’atteste, à ma connaissance, que les comptes sont établis conformément aux normes comptables applicables et donnent une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et du résultat de la société Whitestone Group SA, et que le rapport de gestion présente un tableau fidèle de l’évolution des affaires, des résultats et de la situation financière de la société et qu’il décrit les principaux risques et incertitudes auxquels elle est confrontée.

\_\_\_\_\_  
**Frédéric Pouchain**  
 CEO

## Comptes Consolidés

AU 31/12/2024 (EUR)

<b>Bilan Consolidé</b>			
	CODES	2024	2023
<b>ACTIF</b>		<b>104.451.180</b>	<b>22.131.874</b>
<b>Actifs Immobilisés Elargis</b>	<b>20/29</b>	<b>71.855.803</b>	<b>13.441.159</b>
Frais d'établissement	20	34.783	0
Immobilisations incorporelles	21	1.146.931	93.649
Ecart de consolidation positifs	9920	24.812.742	4.376.629
Immobilisations corporelles	22/27	4.301.111	1.598.346
<i>Terrains et Constructions</i>	22	1.209.046	913.131
<i>Installations, machines et outillage</i>	23	645.557	44.801
<i>Mobilier et matériel roulant</i>	24	569.057	200.571
<i>Autres immobilisations corporelles</i>	26	1.877.451	439.843
Immobilisations financières	28	41.560.236	7.372.535
<i>Sociétés mises en équivalence</i>	9921	4.870.009	1.427.630
<i>Autres entreprises</i>	284/8	36.690.227	5.944.905
<b>Actifs Circulants Restreints</b>		<b>32.595.377</b>	<b>8.690.715</b>
Stocks et commandes en cours	3	8.462.944	1.428.962
Créances à un an au plus	40/41	7.433.396	1.189.142
<i>Créances commerciales</i>	40	6.562.564	1.020.361
<i>Autres créances</i>	41	870.832	168.781
Placements de trésorerie	50/53	9.006.566	1.561.941
Valeurs disponibles	54/58	7.333.421	4.375.124
Comptes de régularisation	490/491	359.050	135.546
<b>PASSIF</b>		<b>104.451.180</b>	<b>22.131.874</b>
<b>Capitaux Propres</b>	<b>10/15</b>	<b>73.510.184</b>	<b>14.462.341</b>
Capital	10	23.851.399	7.902.618
Primes d'émission	11	51.576.715	7.775.324
Réserves consolidées	9910	-5.121.685	-2.798.516
Ecart de consolidation négatifs	9912	3.101.302	1.582.915
Subsides en capital	15	102.453	0
<b>Intérêts de tiers</b>	<b>9913</b>	<b>-2.068.314</b>	<b>-92.577</b>
<b>Provisions pour risques et charges</b>		<b>7.983</b>	<b>0</b>
<b>Dettes</b>	<b>17/49</b>	<b>33.001.327</b>	<b>7.762.110</b>
Dettes financières	17/49	16.709.665	4.243.012
Dettes à un an au plus	42/48	15.966.357	3.432.588
<i>Dettes à plus d'un an échéant dans l'année</i>	42	1.866.492	1.069.169
<i>Dettes financières</i>	43	5.006.941	8.850
<i>Dettes commerciales</i>	44	4.241.731	639.302
<i>Acomptes reçus sur commandes</i>	46	3.448.924	894.021
<i>Dettes fiscales, salariales et sociales</i>	45	1.221.409	657.361
<i>Autres dettes</i>	47/8	180.860	163.885
Comptes de régularisation	492/3	325.305	86.510

## Compte de Résultats Consolidé

	CODES	2024	2023
Ventes et prestations	70/74	225.661.163	211.526.514
<i>Chiffre d'affaires</i>	70	225.766.285	211.399.406
<i>Variation des stocks et des commandes en cours d'exécution</i>	71	-264.519	0
<i>Production immobilisée</i>	72	92.721	0
<i>Autres produits d'exploitation</i>	74	66.676	127.108
Coûts des ventes et prestations	60/64	226.284.245	209.995.968
<i>Approvisionnements et marchandises</i>	60	217.081.598	204.001.258
<i>Services et biens divers</i>	61	4.561.867	3.243.716
<i>Rémunérations, charges sociales, pensions</i>	62	1.697.040	1.226.484
<i>Amortissements et réductions de valeur</i>	630	394.516	187.948
<i>Réductions sur stocks, commandes et créances commerciales</i>	631/4	0	21.632
<i>Autres charges d'exploitation</i>	640/8	161.405	211.099
<i>Amortissements écarts de conso. positifs</i>	9960	2.387.819	1.103.831
<b>Bénéfice (perte) d'exploitation</b>		<b>-623.082</b>	<b>1.530.546</b>
Produits financiers	75	646.872	115.920
<i>Produits des immobilisations financières</i>	750	249.619	3.622
<i>Produits des actifs circulants</i>	751	319.255	32.998
<i>Autres produits financiers</i>	752/9	77.998	79.300
Charges financières	65	1.056.473	894.417
<i>Charges des dettes</i>	650	275.338	205.513
<i>Amortissements des écarts de conso. positifs</i>	9961	631.119	631.119
<i>Autres charges financières</i>	652/9	150.016	57.785
<b>Bénéfice (perte) courant avant impôts</b>		<b>-1.032.683</b>	<b>752.049</b>
Produits d'exploitation non récurrents	76A	137.708	5.141
Charges d'exploitation non récurrentes	66A	457.878	4.868
Impôts sur le résultat	67/77	896.924	896.526
Quote-part dans le résultat des sociétés mises en équivalence	9975	-123.829	-209.035
<b>Bénéfice (perte) Consolidé (e)</b>	<b>9904</b>	<b>-2.373.606</b>	<b>-353.239</b>
<i>Part des tiers dans le résultat</i>	99761	-94.188	453.552
<i>Part du groupe dans le résultat</i>	99762	-2.279.418	-806.791

## Comptes statutaires

AU 31/12/2024 (EUR)

<b>Bilan Statutaire</b>			
	CODES	2024	2023
<b>ACTIF</b>		<b>76.665.846</b>	<b>14.672.024</b>
<b>Actifs Immobilisés Elargis</b>	<b>20/29</b>	<b>69.363.467</b>	<b>12.744.039</b>
Frais d'établissement	20	0	0
Immobilisations incorporelles	21	18.288	31.069
Immobilisations corporelles	22/27	182.677	202.132
<i>Installations, machines et outillage</i>	23	1.490	1.764
<i>Mobilier et matériel roulant</i>	24	35.540	31.965
<i>Autres immobilisations corporelles</i>	26	145.647	168.402
Immobilisations financières	28	69.162.502	12.510.838
<i>Entreprises liées</i>	280/1	24.680.911	12.510.838
<i>Autres ent. avec lien de participation</i>	282/3	33.491.757	0
<i>Autres immobilisations financières</i>	284/5	10.989.834	0
<b>Actifs Circulants Restreints</b>		<b>7.302.379</b>	<b>1.927.985</b>
Créances à un an au plus	40/41	211.961	151.627
<i>Créances commerciales</i>	40	60.819	16.050
<i>Autres créances</i>	41	151.141	135.577
Placements de trésorerie	50/53	6.656.566	1.561.941
Valeurs disponibles	54/58	399.279	189.669
Comptes de régularisation	490/491	34.573	24.747
<b>PASSIF</b>		<b>76.665.846</b>	<b>14.672.024</b>
<b>Capitaux Propres</b>	<b>10/15</b>	<b>73.547.566</b>	<b>14.485.951</b>
Capital	10	23.851.399	7.902.620
<i>Capital souscrit</i>	100	23.851.399	7.902.620
Primes d'émission	11	51.577.015	7.775.324
Réserves	13	345.684	345.684
<i>Réserve légale</i>	130	34.542	34.542
<i>Réserves indisponibles</i>	131	311.142	311.142
Bénéfice / Perte reporté	140/141	-2.226.532	-1.537.677
<b>Dettes</b>	<b>17/49</b>	<b>3.118.280</b>	<b>186.073</b>
Dettes à un an au plus	42/48	3.112.566	186.073
<i>Dettes financières</i>	43	2.830.000	0
<i>Dettes commerciales</i>	44	282.566	96.040
<i>Dettes fiscales, salariales et sociales</i>	45	0	86.889
<i>Autres dettes</i>	47/8	0	3.144
Comptes de régularisation	492/3	5.714	0

<b>Compte de Résultats Statutaire</b>			
	CODES	2024	2023
Ventes et prestations	70/74	435.738	200.581
<i>Chiffre d'affaires</i>	70	433.117	197.150
<i>Autres produits d'exploitation</i>	74	2.621	3.431
Coûts des ventes et prestations	60/64	1.260.869	845.650
<i>Services et biens divers</i>	61	1.132.604	567.159
<i>Rémunérations, charges sociales, pensions</i>	62	82.031	211.845
<i>Amortissements et réductions de valeur</i>	630	43.559	44.350
<i>Réductions sur stocks, commandes et créances commerciales</i>	631/4	0	0
<i>Autres charges d'exploitation</i>	640/8	2.675	22.296
<b>Bénéfice (perte) d'exploitation</b>		<b>-825.131</b>	<b>-645.069</b>
Produits financiers	75	478.188	159.083
<i>Produits des immobilisations financières</i>	750	174.807	126.130
<i>Produits des actifs circulants</i>	751	302.381	32.943
<i>Autres produits financiers</i>	752/9	1.000	10
Charges financières	65	41.197	486
<i>Charges des dettes</i>	650	0	0
<i>Autres charges financières</i>	652/9	41.197	486
<b>Bénéfice (perte) courant(e) avant impôts</b>		<b>-388.140</b>	<b>-486.472</b>
Produits d'exploitation non récurrents	76A/B	137.626	0
Charges d'exploitation non récurrentes	66A	444.005	0
Impôts sur le résultat	67/77	-5.664	4.291
<b>Bénéfice (perte) de l'exercice</b>		<b>-688.856</b>	<b>-490.763</b>

# Annexes

## aux comptes consolidés

### \\ 1 Critères de consolidation

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

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

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

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

### \\ 2 Règles d'évaluation

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

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

## Evaluation de l'actif

### 2.1. Frais d'établissement

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

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

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

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

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

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

### 2.2. Immobilisations incorporelles

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

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

La durée d'amortissement des licences et des logiciels varie entre 3 et 5 ans.

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

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

### 2.3. Immobilisations corporelles

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

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

Est repris en valeur d'acquisition des biens acquis contre paiement d'une rente viagère, le capital nécessaire au moment de l'acquisition, pour assurer le service de la rente, augmenté du montant payé au comptant et des frais.

Suivant la nature des immobilisations corporelles acquises, le conseil d'administration décide au cas par cas pour chacune des acquisitions de l'exercice de la méthode d'amortissement ainsi que du taux applicable.

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

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

- Constructions: 5% linéaire
- Machines et outillages: 6,67% linéaire à 33,33% linéaire
- Petit matériel: 20% linéaire à 33,33% 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 dépréciations durables.

#### 2.4. Immobilisations financières

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

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

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

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

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

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

#### 2.5. Stocks

##### Matières premières, fournitures et marchandises

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

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

##### Produits finis

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

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

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

Le coût de revient des produits finis comprend uniquement :

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

### En-cours de fabrication

Les en-cours de fabrication sont évalués à leur coût de revient :

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

### Commandes en cours d'exécution

Les commandes en cours d'exécution sont évaluées à leur coût de revient, majoré compte tenu du degré d'avancement des travaux de fabrication, de l'excédent du prix stipulé au contrat par rapport au coût de revient lorsque cet excédent est devenu raisonnablement certain.

Le coût de revient des commandes en exécution comprend uniquement :

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

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

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

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

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

## 2.7. Placements de trésorerie et valeurs disponibles.

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

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

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

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

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

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

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

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

## 2.8. Ecarts de consolidation positifs

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

## Evaluation du passif

### 2.9. Provisions pour risques et charges

Les provisions pour risques et charges ont pour objet de couvrir les pertes ou charges nettement circonscrites quant à leur nature, mais qui, à la date de clôture de l'exercice, sont ou probables ou incertaines mais indéterminées quant à leur montant.

Outre les provisions, constituées conformément à l'arrêté royal du 29 avril 2019 (CSA), des provisions sont constituées, le cas échéant, pour couvrir d'autres risques et charges relatifs à :

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

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

### 2.10. Les impôts différés

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

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

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

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

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

### 2.12. Réévaluation

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

### 2.13. Conversion de devises

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

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

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

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

### 2.14. 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

	2023	2024	% translatif
Whitestone Group	GLOBALE	GLOBALE	100,0%
Whitestone Properties	GLOBALE	GLOBALE	100,0%
W Properties	GLOBALE	GLOBALE	100,0%
Whitestone Capital	GLOBALE	GLOBALE	100,0%
GFIN	GLOBALE	GLOBALE	100,0%
GFI	GLOBALE	GLOBALE	100,0%
Treestone	PROPORTIONNELLE	GLOBALE	74,4%*
Ecotys	PROPORTIONNELLE	GLOBALE	74,4%*
Iso-Tech	PROPORTIONNELLE	GLOBALE	74,4%*
Atima	PROPORTIONNELLE	GLOBALE	69,2%*
TKMI	–	GLOBALE	74,4%*
LESNA	–	GLOBALE	69,1%
Lambda-X Ophthalmics	–	GLOBALE	69,1%
ECP	MISE EN ÉQUIVALENCE	MISE EN ÉQUIVALENCE	20,0%
Freedelity	MISE EN ÉQUIVALENCE	MISE EN ÉQUIVALENCE	23,4%
Emulco	MISE EN ÉQUIVALENCE	MISE EN ÉQUIVALENCE	25,0%
ECP Participations	MISE EN ÉQUIVALENCE	MISE EN ÉQUIVALENCE	20,0%
Telemis	–	MISE EN ÉQUIVALENCE	27,7%
EMAsphere	IMMO. FINANCIÈRE	IMMO. FINANCIÈRE	9,9%
Newtree	IMMO. FINANCIÈRE	IMMO. FINANCIÈRE	12,4%
Probiotic	IMMO. FINANCIÈRE	IMMO. FINANCIÈRE	10,0%
GFI Switzerland	IMMO. FINANCIÈRE	IMMO. FINANCIÈRE	100,0%
Battri SAS	IMMO. FINANCIÈRE	IMMO. FINANCIÈRE	3,7%
GFI Luxembourg	IMMO. FINANCIÈRE	IMMO. FINANCIÈRE	100,0%
12 Street	IMMO. FINANCIÈRE	IMMO. FINANCIÈRE	100,0%
SIBELCO	–	IMMO. FINANCIÈRE	0,3%
ESG	IMMO. FINANCIÈRE	IMMO. FINANCIÈRE	2,2%
Abbove	IMMO. FINANCIÈRE	IMMO. FINANCIÈRE	11,0%
Tilman	IMMO. FINANCIÈRE	IMMO. FINANCIÈRE	10,0%

\* Pourcentage de détention de Whitestone Group dans Treestone et ses filiales au 31 décembre 2024, sans prise en compte de la cession de 10% d'Ecotys à WE ni de la revente d'une fraction des actions détenues par Whitestone au management, finalisée en 2025

## WHITESTONE GROUP SA

### RAPPORT DU COMMISSAIRE À L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DE LA SOCIÉTÉ POUR L'EXERCICE CLOS LE 31 DÉCEMBRE 2024

#### (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 13 mai 2024, 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 2026. Nous avons exercé le contrôle légal des comptes consolidés du Groupe durant quatre exercices consécutifs.

#### 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 2024 ainsi que le compte de résultats pour l'exercice clos à cette date et l'annexe, dont le total du bilan s'élève à € 104.451.180 et dont le compte de résultat se solde par une perte consolidée de € 2.373.606.

A notre avis, les comptes consolidés donnent une image fidèle du patrimoine et de la situation financière du Groupe au 31 décembre 2024, ainsi que de ses résultats consolidés pour l'exercice clos à cette date, conformément au référentiel comptable applicable en Belgique.

#### 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 : Lozenberg 18 b1 – B 1932 Zaventem  
[audit@rsmbelgium.be](mailto:audit@rsmbelgium.be) - TVA BE 0436.391.122 - RPM Bruxelles

Member of RSM Belgium - Toelen Cats Dupont Koevoets group - Offices in Aalst, Antwerp, Liège, Charleroi, Mons and Zaventem

##### 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.

##### Point clé de l'audit

Les points clés de l'audit sont les points qui, selon notre jugement professionnel, ont été les plus importants lors de l'audit des comptes statutaires pris dans leur ensemble et lors de la formation de notre opinion sur ceux-ci. Nous n'exprimons pas une opinion distincte sur ces points.



### Description du point clé de l'audit – Réduction de valeur sur immobilisations financières

Whitestone Group SA détient des immobilisations financières pour une valeur comptable nette de K€ 41.560 au 31 décembre 2024.

La valeur de ces immobilisations financières est évaluée par la direction pour vérifier que leur valeur comptable nette n'est pas supérieure à leur valeur recouvrable dans le cadre de l'activité des sociétés concernées afin de conclure s'il y a lieu de reconnaître une réduction de valeur.

Nous avons considéré que l'évaluation des immobilisations financières constitue un point clé de notre audit en raison :

- Du caractère significatif des montants engagés ; et ;
- Des incertitudes inhérentes à certains éléments d'appréciation, et plus particulièrement la probabilité de la réalisation des hypothèses retenues par l'organe d'administration quant aux prévisions futures de rentabilité (business plans) et les perspectives de la société dans lesquelles les participations (et créances rattachées) sont détenues.

### Comment notre audit a traité le point clé d'audit

Notre approche visant à apprécier le caractère raisonnable de l'estimation des valeurs d'utilité des titres de participations et des créances rattachées s'appuie sur l'examen de la situation financière des entreprises concernées et de leurs activités. Plus particulièrement, nos travaux ont consisté principalement en :

- La comparaison de la valeur nette comptable de chaque participation significative et la quote-part des capitaux propres détenue dans l'entité concernée ;

Et

- L'évaluation de la cohérence des estimations et jugements retenus par l'organe d'administration, avec les hypothèses utilisées dans les modèles de valorisation (Actif Net Réévalué) à la base du test de dépréciation annuel (impairment test) préparé par l'organe d'administration, dans le cadre plus large des états financiers consolidés de Whitestone Group et inclus dans la charte de valorisation édictée pour l'établissement de l'ANR.

Il est fait référence à l'évaluation des immobilisations financières à l'annexe Conso 5.6.

### 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.

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'efficacité 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 et des autres informations contenues dans le rapport annuel 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.

Gosselies, le 26 avril 2025

RSM RÉVISEURS D'ENTREPRISES SRL  
COMMISSAIRE  
REPRÉSENTÉE PAR

Céline  
Arnaud  
(Authentic  
ation)

Digitally signed by Céline  
Arnaud (Authentication)  
DN: cn=Céline Arnaud  
(Authentication) gn=Céline  
Marie c=FR  
Reason: I am the author of  
this document  
Location:  
Date: 2025-04-26  
12:23+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 2024

(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 13 mai 2024, 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 2026. Nous avons exercé le contrôle légal des comptes annuels de la Société durant dix-neuf 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 2024, ainsi que le compte de résultats pour l'exercice clos à cette date et l'annexe, dont le total du bilan s'élève à € 76.665.846 et dont le compte de résultats se solde par une perte de l'exercice de € 688.855.

À notre avis, ces comptes annuels donnent une image fidèle du patrimoine et de la situation financière de la Société au 31 décembre 2024, ainsi que de ses résultats pour l'exercice clos à cette date, conformément au référentiel comptable applicable en Belgique.

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 : Lozenberg 18 b1 – B 1932 Zaventem  
[audit@rsmbelgium.be](mailto:audit@rsmbelgium.be) - TVA BE 0436.391.122 - RPM Bruxelles

Member of RSM Belgium - Toelen Cats Dupont Koevoets group - Offices in Aalst, Antwerp, Liège, Charleroi, Mons and Zaventem

##### 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.

##### Point clé de l'audit

Les points clés de l'audit sont les points qui, selon notre jugement professionnel, ont été les plus importants lors de l'audit des comptes statutaires pris dans leur ensemble et lors de la formation de notre opinion sur ceux-ci. Nous n'exprimons pas une opinion distincte sur ces points.



#### **Description du point clé de l'audit – Réduction de valeur sur immobilisations financières**

Whitestone Group SA détient des immobilisations financières pour une valeur comptable nette de € 69.162.502,49 au 31 décembre 2024.

La valeur de ces immobilisations financières est évaluée par la direction pour vérifier que leur valeur comptable nette n'est pas supérieure à leur valeur de marché dans le cadre de l'activité des sociétés concernées afin de conclure s'il y a lieu de reconnaître une réduction de valeur.

Nous avons considéré que l'évaluation des immobilisations financières constitue un point clé de notre audit en raison :

- Du caractère significatif des montants engagés ; et ;
- Des incertitudes inhérentes à certains éléments d'appréciation, et plus particulièrement la probabilité de la réalisation des hypothèses retenues par l'organe d'administration quant aux prévisions futures de rentabilité (business plans) et aux perspectives des sociétés dans lesquelles les participations (et créances rattachées) sont détenues.

#### **Comment notre audit a traité le point clé d'audit**

Notre approche visant à apprécier le caractère raisonnable de l'estimation des valeurs de marché des titres de participations et des créances rattachées s'appuie sur l'examen de la situation financière des entreprises concernées et de leurs activités. Plus particulièrement, nos travaux ont consisté principalement en :

- La comparaison de la valeur nette comptable de chaque participation significative et la quote-part des capitaux propres détenue dans l'entité concernée ; Et
- L'évaluation de la cohérence des estimations et jugements retenus par l'organe d'administration, avec les hypothèses utilisées dans les modèles de valorisation (Actif Net Réévalué) à la base du test de dépréciation annuel (impairment test) préparé par l'organe d'administration, dans le cadre plus large des états financiers consolidés de Whitestone Group et inclus dans la charte de valorisation édictée pour l'établissement de l'ANR.

Il est fait référence à l'évaluation des immobilisations financières aux annexes C-Cap.6.4.1-3, C-Cap 6.5.1-2, C-Cap 6.15 et C-Cap 6.20.

#### **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;

- ▶ 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.

## AUTRES OBLIGATIONS LÉGALES ET RÉGLEMENTAIRES

### Responsabilités de l'organe d'administration

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

### Responsabilités du commissaire

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



### Aspects relatifs au rapport de gestion

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

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

### Mention relative au bilan social

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

### Mentions relatives à l'indépendance

- ▶ Notre cabinet de révision n'a pas effectué de missions incompatibles avec le contrôle légal des comptes annuels et est resté indépendant vis-à-vis de la Société au cours de notre mandat.
- ▶ Les honoraires relatifs aux missions complémentaires compatibles avec le contrôle légal des comptes annuels visées à l'article 3:65 du Code des sociétés et des associations ont correctement été ventilés et valorisés dans l'annexe des comptes annuels.

### Autres mentions

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

Gosselies, le 26 avril 2025

RSM RÉVISEURS D'ENTREPRISES SRL  
COMMISSAIRE

REPRÉSENTÉE PAR

Céline  
Arnaud  
(Authen-  
tication)

Digitally signed by  
Céline Arnaud  
(Authentication)  
DN: cn=Céline Arnaud  
(Authentication),  
gn=Céline Marie c=FR  
Reason: I am the  
author of this  
document  
Location:  
Date: 2025-04-26  
12:23+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. Toutefois, si l'actif coté présente une liquidité trop faible ou si le marché sur lequel il s'échange manque de profondeur, d'autres méthodes de valorisation peuvent être utilisées en complément ou en substitution, afin de refléter au mieux la juste valeur économique de l'actif.

## \\ 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/Revenu, ou encore l'EV/EBIT des comparables et de prendre la médiane pour chaque multiple. D'autres multiples

peuvent aussi être utilisés et seront alors spécifiés. Une fois les multiples médians des sociétés comparables obtenus, nous multiplions ceux-ci avec les données comptables de l'entité évaluée. Afin d'obtenir la valorisation finale, nous reprenons la médiane des différentes valeurs obtenues selon les différents multiples. Nous utiliserons les dernières données comptables annuelles publiées de nos participations et des comparables pour calculer les différents ratios utilisés.

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

### 3. Cash-Flows actualisés

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

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

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

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

## \\ Pondération des méthodes

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

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

un poids de 100% à la date de l'opération ou de l'offre. Ce poids décroîtra ensuite linéairement sur 2 ans (jusqu'à 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 (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 refléterait 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'ex-

pertise. 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 actions, alors la différence sera déduite de la valorisation de l'entité. L'ANR est une valorisation à court terme, les coûts futurs de la holding ne sont donc pas pris en compte. Les taux de change utilisés sont ceux à la date de valorisation.

## \\ Fréquence de Valorisation

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

## \\ Clause de non-responsabilité

L'actif Net Réévalué ne prend pas en compte une éventuelle prime de contrôle 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.

### Pondération des méthodes de valorisation par participation

PARTICIPATIONS	Années depuis la dernière opération capitalistique	Cash-flows opérationnels positifs	Dernière opération capitalistique	Discounted Cash-flow	Cours de bourse	Comparables
GFI	4	OUI	0%	50%		50%
Atima TPIM	3	OUI	0%	50%		50%
ISO-Tech SA	5	OUI	0%	50%		50%
Sibelco	1	OUI	52%		24%	0%
TKMI	0	OUI	100%	0%		0%
ESG	0	OUI	100%	0%		0%
Tilman	1	OUI	100%	0%		0%
Emulco	2	NON	100%	0%		0%
Newtree Group	1	OUI	75%		25%	0%
Probiotic Group	2	NON	100%	0%		0%
Battri	1	NON	100%	0%		0%
Telemis	0	OUI	100%	0%		0%
Lambda-X Ophthalmics	0	OUI	84%	8%		8%
Freedelity	3	OUI	0%	50%		50%
EMAsphere SA	3	NON	100%	0%		0%
Abbove	1	NON	100%	0%		0%
ECP	5	OUI	0%	50%		50%
Whitestone Partner	13	OUI	0%	50%		50%
Valeur Batiment Properties	5	NON	100%	0%		0%
ECP Real Estate	2	NON	100%	0%		0%

■ Matériaux spécifiques ■ Transitions ■ Technologies ■ Autres







## Whitestone Group <sup>SA</sup>

Frédéric Pouchain \ CEO  
représentant Interprim's SA

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