

30 JUIN 2025

Rapport financier semestriel

Sommaire

- 4 \\ États financiers au 30 juin 2025
 - 5 \\ Commentaires sur
les résultats semestriels 2025
 - Comptes statutaires au 30 juin 2025
 - Consolidé restreint « Wfin » au 30 juin 2025
 - Événements marquants du premier semestre 2025
 - Événements marquants depuis le 30 juin 2025
 - Point sur l'activité des participations
 - Actif net réévalué au 30 juin 2025
 - 13 \\ Structure du portefeuille
 - 14 \\ Gouvernance & équipe
 - 17 \\ Actionnariat et
déclaration de transparence
 - 18 \\ Annexes
-

À propos de Whitestone Group

Whitestone Group est un investisseur professionnel qui a pour mission de soutenir principalement des PME en Belgique pour les développer de manière profitable et responsable. Sa vision est de se hisser parmi les meilleurs et principaux holdings familiaux belges cotés au niveau de la discipline financière ou de l'impact en s'appuyant sur des actionnaires stables et de long terme.

Sa stratégie consiste à investir dans des entreprises actives dans des secteurs bénéficiant de moteurs de croissance, dont le business model est bien compris et dotées d'un management professionnel disposé à collaborer avec ses actionnaires. Sans être un actionnaire activiste, il se veut être influent sur la gouvernance, la stratégie, le financement, le développement et la durabilité (ESG). L'objectif est d'assurer une croissance équilibrée de la valeur du capital confié par les actionnaires ainsi qu'avoir une contribution positive sur l'environnement naturel, social et humain.

La stratégie d'investissement s'articule autour de 3 piliers : le Private Equity (80% du portefeuille), les sociétés cotées en situations spéciales (10%) et la gestion d'actifs pour tiers/co-investissements (10%). Le pilier de PE est constitué d'une quinzaine de participations majoritaires ou minoritaires organisées autour de trois plateformes : Matériaux Spécifiques, Transitions (énergétique, environnementale, agroalimentaire et médicale) et Technologies. La société de gestion patrimoniale belge Multifin SA est l'actionnaire de référence avec 38% du capital. Whitestone Group est cotée sur Euronext Growth Brussels sous le ticker ROCK. Au 30 juin 2025, son Actif Net Réévalué (ANR) s'élève à 121 M€, soit 17,1 € par action.

États financiers statutaires (simplifiés et non audités; €)

Bilan de Whitestone Group SA			
	CODES	30/06/2025	31/12/2024
ACTIF		74.443.719	76.665.846
Actifs immobilisés	20/29	69.481.533	69.363.467
Frais d'établissement	20	0	0
Immobilisations incorporelles	21	12.932	18.288
Immobilisations corporelles	22/27	167.839	182.677
Immobilisations financières	28	69.300.762	69.162.502
Actifs circulants		4.962.187	7.302.379
Créances à un an au plus	40/41	489.762	211.961
Placements de trésorerie	50/53	4.156.566	6.656.566
Valeurs disponibles	54/58	261.432	399.279
Comptes de régularisations	490/491	54.426	34.573
PASSIF		74.443.719	76.665.846
Capitaux Propres	10/15	74.136.879	73.547.566
Capital	10	23.851.399	23.851.399
Primes d'émission	11	51.577.015	51.577.015
Réserves	13	345.684	345.684
Bénéfice / Perte reporté	140/141	-1.637.218	-2.226.532
Dettes	17/49	306.840	3.118.280
Dettes à un an au plus	42/48	301.785	3.112.566
<i>Dettes financières</i>	43	0	2.830.000
<i>Dettes commerciales</i>	44	301.785	282.566
<i>Dettes fiscales, salariales et sociales</i>	45	0	0
<i>Autres dettes</i>	47/8	0	0
Comptes de régularisations	492/3	5.056	5.714

Compte de résultat de Whitestone Group SA			
	CODES	30/06/2025	30/06/2024
Ventes et prestations	70/74	347.677	165.650
Coûts des ventes et prestations	60/64	587.543	433.878
Bénéfice (perte) d'exploitation		-239.866	-268.228
Produits financiers	75	855.412	304.153
Charges financières	65	26.234	23.573
Bénéfice (perte) courant(e) avant impôts		589.313	12.352
Charges d'exploitation non récurrentes	66A	0	444.005
Impôts sur le résultat	67/77	0	28.324
Bénéfice (perte) de l'exercice		589.313	-459.977

Commentaires sur les résultats semestriels 2025

Comptes statutaires au 30 juin 2025

Les comptes semestriels portent sur les comptes sociaux non audités de la Société tels qu'arrêtés par le Conseil d'Administration. Les comptes consolidés ne sont publiés qu'une fois par an dans le rapport annuel. Les comptes statutaires de Whitestone Group SA ne reflètent plus pleinement la réalité économique des activités du holding, certains coûts et revenus étant répartis entre plusieurs filiales. Pour une vision plus complète, veuillez-vous référer au consolidé restreint (« Wfin »).

Compte statutaires P&L (en k€)	30/06/2025	30/06/2024	Variation en k€	Variation en %
Revenus	332	166	166	100%
EBITDA	-219	-247	28	11%
Résultat financier	829	280	549	196%
Résultat net courant	589	-16	605	—
Résultat net	589	-460	1.049	—
Bilan (en k€)	30/06/2025	31/12/2024	en k€	en %
Fonds propres	74.137	73.548	589	1%
Dettes financières	0	2.830	-2.830	—
Liquidités (actions propres incluses)	4.418	7.056	-2.638	-37%
Immobilisations financières	69.301	69.163	138	0%

Au premier semestre 2025, les comptes statutaires non audités de Whitestone Group SA enregistrent des revenus de 332 k€, provenant principalement des prestations de services rendues auprès de ses participations. Les frais généraux s'élèvent à 588 k€ sur le premier semestre, principalement composés des frais de personnel et des honoraires de tiers.

Le résultat net courant s'élève à 589 k€, après prise en compte d'un résultat financier positif de 829 k€. Les revenus financiers (855 k€) se composent comme suit :

- Dividendes : 729 k€, dont 500 k€ provenant de GFIN et 229 k€ de Sibelco
- Revenus d'intérêts sur prêts aux participations : 42 k€, dont une partie est capitalisée
- Revenus d'intérêts sur placements de trésorerie : 84 k€

* Non prise en compte des « Autres produits d'exploitation » d'un montant de 16 k€

Les charges financières, d'un montant de 26 k€, correspondent principalement aux intérêts et commissions de réservation liées aux lignes de crédit.

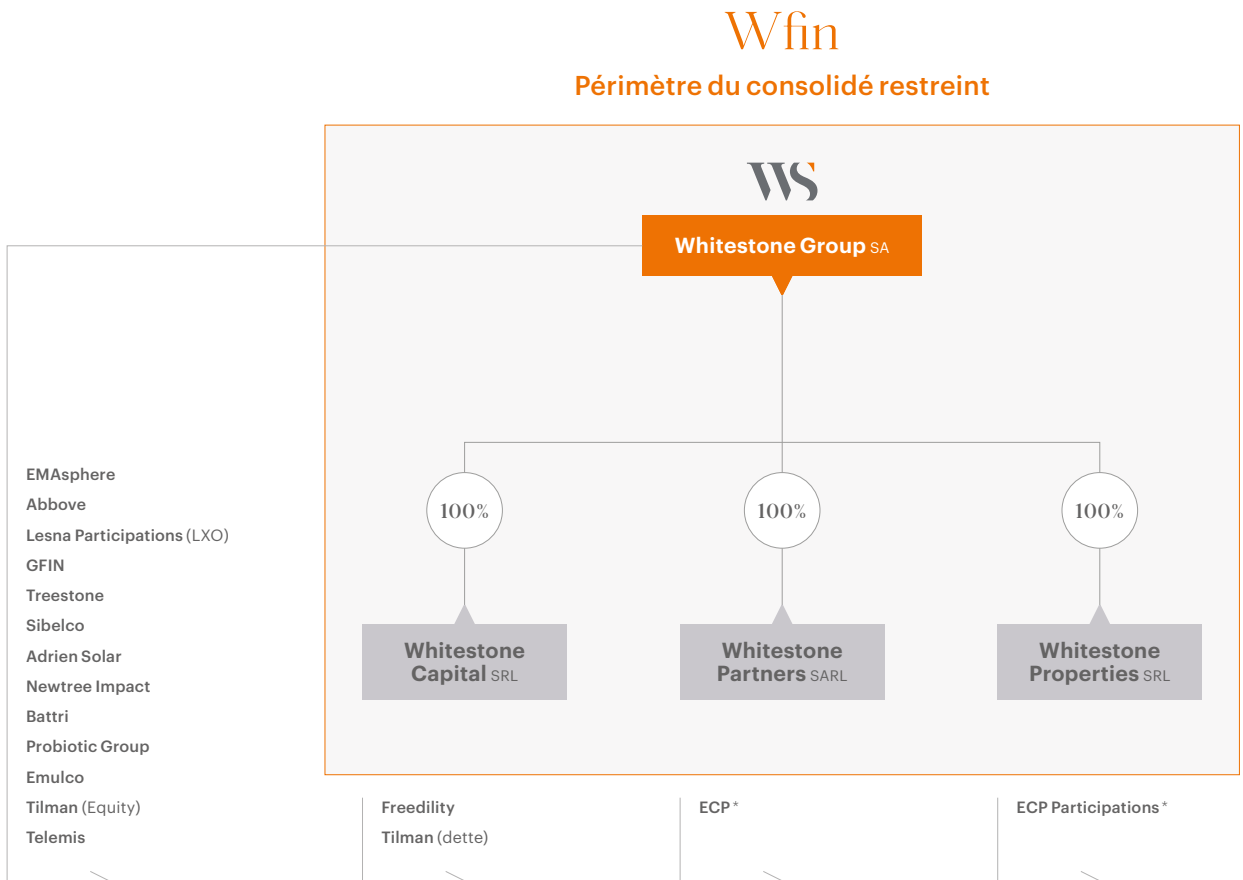
Ce résultat net positif, le premier depuis l'introduction en bourse fin 2021, constitue une étape importante dans le développement du groupe. Il illustre la montée en puissance du portefeuille d'investissements, dont les revenus financiers couvrent désormais plus que l'intégralité des frais généraux.

Au bilan, les fonds propres s'élèvent à 74,2 M€, incluant une perte reportée de 1,6 M€. Aucun nouvel investissement en capital n'a été réalisé sur cette période, de sorte que les immobilisations financières demeurent stables à 69,3 M€. La trésorerie s'établit à 4,4 M€, sans aucune dette financière, après le remboursement en début d'exercice d'une ligne de crédit à court terme de 2,8 M€, utilisée lors de l'acquisition de TKMI.

Consolidé restreint « Wfin » au 30 juin 2025

Au regard de l'évolution du périmètre du groupe, impliquant une répartition des activités de fonctionnement du holding sur plusieurs entités, un niveau intermédiaire de consolidation a été mis en place depuis l'année dernière : le « consolidé restreint », aussi appelé « Wfin ». Ces comptes n'ont pas de valeur légale, mais offrent une lecture plus pertinente des activités du holding, consolidant les filiales opérationnelles détenues à 100% et qui contribuent 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 : Whitestone Group SA, Whitestone Capital SRL, Whitestone Properties SRL et Whitestone Partners SàRL.

Sur le premier semestre, Wfin affiche des revenus de 528 k€, en progression de 24% par rapport au premier semestre 2024. Ces revenus se composent de 259 k€ de prestations facturées à diverses participations, de 261 k€ de revenus liés à la gestion d'actifs pour compte de tiers, et de 8 k€ de revenus locatifs provenant de participations. L'EBITDA s'inscrit à -345 k€, contre -128 k€ à la même période l'an dernier, traduisant la progression des coûts opérationnels nécessaires à la gestion d'un portefeuille d'actifs qui a quadruplé en un an. Tout comme dans les comptes statutaires, les postes de frais généraux s'expliquent principalement par les frais de personnel liés à l'équipe de gestion ainsi que par des honoraires de tiers.



* Cédée en septembre 2025

Consolidé restreint (Wfin) P&L (en k€)	30/06/2025	30/06/2024	Variation en k€	Variation en %
Revenus	528	425	103	24%
EBITDA	-345	-128	-217	-170%
Résultat financier	972	362	610	169%
Résultat net courant	571	119	452	380%
Résultat net	571	-325	896	—
Liquidités nettes (en k€)	30/06/2025	31/12/2024	en k€	en %
Dettes financières	1.254	4.161	-2.907	-70%
Liquidités	4.630	7.034	-2.404	-34%

Le résultat financier, s'élevant à 972 k€, a été multiplié par trois par rapport à la période précédente. Il se décompose comme suit :

- Les revenus de dividendes s'élevant à 799 k€, dont 500 k€ provenant de GFIN, 229 k€ de Sibelco et 70 k€ de Freedelity.
- Les revenus d'intérêts sur prêts aux participations atteignent 140 k€, dont 100 k€ proviennent du prêt accordé à Tilman.
- Les revenus d'intérêts sur placements de trésorerie s'élevant à 84 k€.
- Les charges financières totalisent 51 k€, dont 36 k€ correspondent aux intérêts liés au tirage de la ligne de crédit ainsi qu'à l'endettement relatif au bâtiment et à l'acquisition de Freedelity. Le solde correspond aux commissions de réservation sur la ligne de crédit disponible de 15 M€.

Aucun résultat exceptionnel n'a été enregistré sur la période, de sorte que le résultat net s'élève à 571 k€, contre une perte de 325 k€, impactée par les frais exceptionnels des levées de fonds un an plus tôt.

À fin juin, Wfin disposait d'une trésorerie brute de 4,6 M€, pour une dette financière totale de 1,3 M€, dont 881 k€ liés à l'immobilier de WProperties et 373 k€ à l'acquisition de Freedelity au sein de WCapital. Le Groupe bénéficie néanmoins d'une flexibilité financière plus importante grâce à la disponibilité de lignes de crédit pour 15 M€. Sur les six premiers mois, la position nette de trésorerie a augmenté d'environ 0,5 M€ en tenant compte du remboursement de la ligne de crédit.

Événements marquants du premier semestre 2025

\\ Acquisition de Parmécanique, société immobilière de TKMI

Le rachat de la société immobilière détenant le bâtiment industriel de TKMI a été finalisé en février 2025 tel que prévu lors du Closing de TKMI fin décembre 2024. Parmécanique SRL est ainsi devenue une filiale à 100% de TKMI. Le montant de la transaction s'élève à 5,3 M€ entièrement financée par la dette souscrite à 50/50 par Belfius Banque et Wallonie Entreprendre. Dans la foulée de cette transaction, Wallonie Entreprendre a acquis 10% du capital d'Ecotys, le véhicule d'acquisition de TKMI.

\\ Remboursement de la ligne de crédit au niveau de Whitestone Group

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 à renforcer la flexibilité financière à court terme, sans s'inscrire dans une logique d'endettement structurel au niveau du holding.

\\ Certification « B Corp » de Whitestone Group

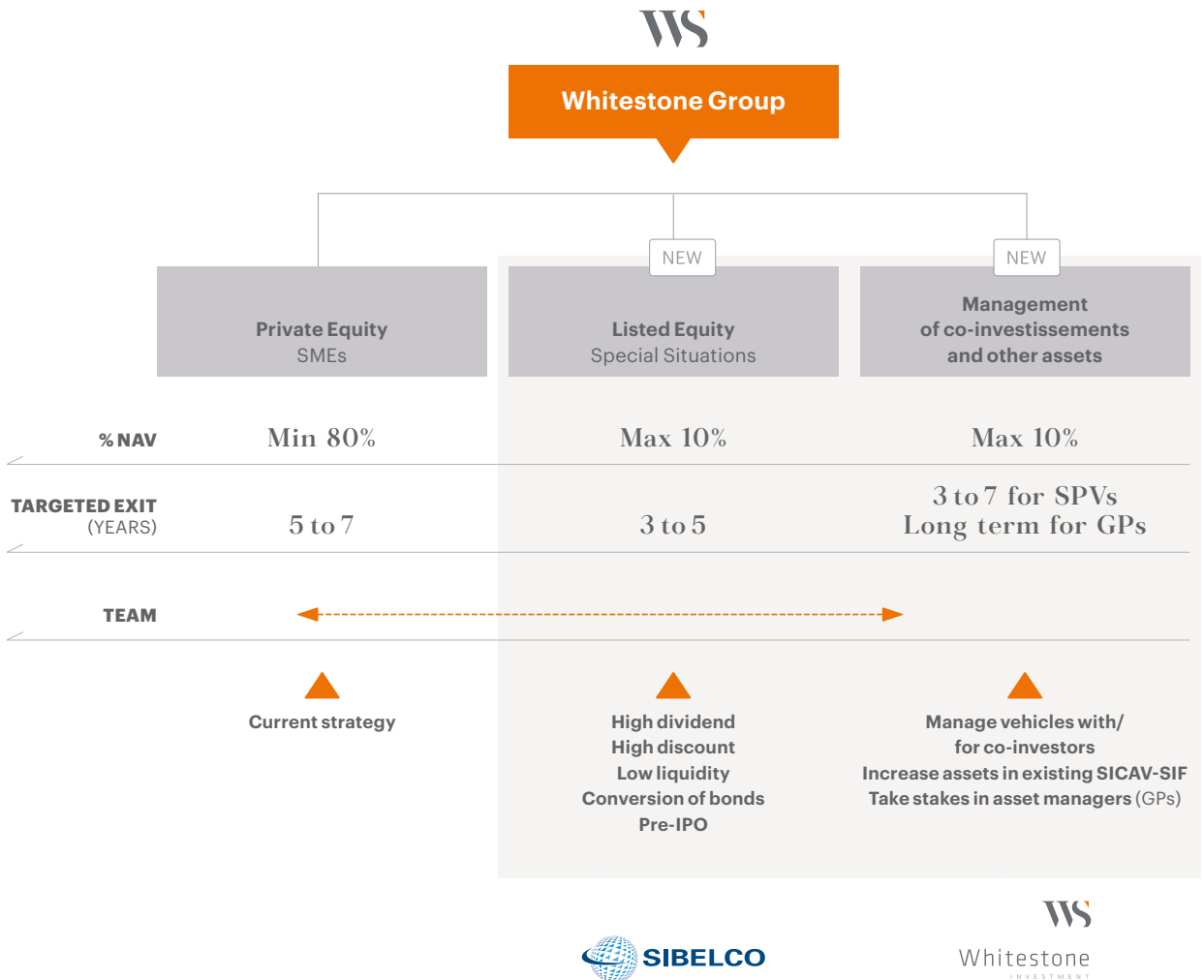
Après un processus initié il y a près de deux ans, le holding a obtenu le label « B Corp » (pour Benefit Corporation). Cette certification est octroyée aux sociétés commerciales répondant à des exigences sociétales et environnementales, de gouvernance et de transparence.

**\ Premier Investor Day
et adoption d'une nouvelle stratégie**

Whitestone Group a organisé son premier Investor Day le 6 juin 2025 au sein de l'usine d'Atima, filiale du groupe Treestone. Une centaine de participants, rassemblant des actionnaires et partenaires, ont assisté à cette matinée au cours de laquelle cinq CEOs de nos participations sont venus présenter leur entreprise (Tilman, GFI, Treestone, Lambda-X Ophthalmics, Telemis). Au préalable, Gérard Lamarche, Président du Conseil, et Frédéric Pouchain, CEO, ont notamment présenté la gouvernance, les objectifs financiers et l'évolution de notre stratégie.

Si le cœur de la stratégie d'investissement du holding reste centré sur les PME belges pour un minimum de 80 % de l'ANR (Pilier 1), une diversification dans des sociétés cotées en situations spéciales (Pilier 2) et dans la gestion d'actifs pour tiers, y compris via des véhicules de co-investissement (Pilier 3), à hauteur de 10% de l'ANR chacun, sera également possible.

En ce qui concerne les objectifs financiers, l'objectif d'un taux de rendement interne (TRI) de 15% par an sur les cinq prochaines années a été confirmé, ce qui porterait l'ANR de 100 à 200 M€ d'ici 2030, toute chose étant égale par ailleurs.



Événements marquants depuis le 30 juin 2025

\\ Cession d'actions propres

Whitestone Group a cédé, le 18 juillet 2025, un total de 23.797 actions propres (représentant 0,35% du capital social) via le marché Euronext Growth Brussels au prix de 13,50 € par action. Cette opération a permis de céder ces actions propres acquises en 2021 au prix de 10,54 €, pour lesquelles la constitution d'une réserve indisponible n'avait pas été possible. Le montant global de la transaction s'élève à 321.259,50 € qui va générer une plus-value d'environ 70k€ sur le deuxième semestre. À l'issue de cette transaction, la Société détient encore un solde de 23.401 actions propres en portefeuille pouvant être conservées au bilan, soit 0,34% de son capital.

\\ Cession de la participation de 20% dans European Capital Partners Luxembourg

En septembre 2025, Whitestone Group a cédé sa participation de 20% dans European Capital Partners SA (ECP) ainsi que celle dans ECP Participations (filiale immobilière). Cette cession pour un montant total de 2,2M€, en ligne avec la valeur estimée dans l'ANR, génère une plus-value comptable de 1,2 M€ sur le second semestre. Le taux de rentabilité interne annuel s'élève à 22% et le multiple du capital investi (MOIC) à 2,7x.

Point sur l'activité des participations sur le premier semestre 2025

Dans une économie européenne atone, avec des clients attentistes au regard du contexte géopolitique et géoéconomique, les résultats semestriels des principales participations affichent une croissance par rapport à l'an dernier confirmant nos thèses d'investissements.

Plateforme Matériaux Spécifiques (PILIER 1)

\\ **Gold & Forex International** → Le négociant en métaux précieux et en devises affiche un résultat bien au-delà des prévisions avec un EBITDA sur les premiers six mois de l'année équivalent à celui de l'année dernière, soit une progression de 100%. La hausse continue du prix de l'or ainsi que le développement du réseau, avec l'ouverture de nouvelles agences en Belgique et au Luxembourg, soutiennent cette croissance. Parallèlement, l'acquisition de Stevens & Cie et la mise en œuvre de projets digitaux (ERP, plan épargne or) renforcent la position concurrentielle du

groupe. Au regard de la situation géopolitique et géoéconomique le cours de l'or est bien parti pour continuer à progresser même s'il a franchi le seuil des 4.000 \$ l'once en octobre.

\\ **Treestone** → Le groupe industriel basé à Liège et spécialisé dans l'usinage de matériaux composites et ferreux ainsi que le négoce du mica a commencé l'intégration opérationnelle de TKMI. La priorité est le recentrage de la production pour livrer les clients, ce qui ralentit la prise de nouvelles commandes comme prévu dans le budget. La traction commerciale restant forte, la trajectoire du business plan devrait être retrouvée l'année prochaine. Au niveau de la société Atima, celle-ci tire parti des premières synergies avec TKMI et enregistre une amélioration sensible de son résultat. Quant à Iso-Tech, l'activité reste stable dans l'attente d'une reprise de la demande en Allemagne qui tarde à venir malgré les annonces sur la hausse des investissements.

Plateforme Matériaux Spécifiques (PILIER 2)

\\ **Sibelco** → Le chiffre d'affaires de la multinationale belge fournisseur mondial de minéraux industriels progresse grâce à de bonnes performances en Europe, APAC et Amérique du Sud. L'EBITDA recule toutefois pénalisé par le segment du High Purity Quartz et un effet de change dollar/euro défavorable. Le flux de trésorerie est aussi affecté par la variation du besoin en fonds de roulement ainsi qu'un niveau d'investissement élevé lié à l'expansion du HPQ et à l'acquisition dans le recyclage du verre. Les conditions de marché difficiles devraient perdurer au second semestre.

Plateforme Technologies (PILIER 1)

\\ **Telemis** → L'éditeur de logiciel dans l'imagerie médicale et la gestion de données des hôpitaux a clôturé son année comptable fin mars avec un EBITDA consolidé de 2,7M€, en hausse de 30%. Après cette année record, la société maintient une trajectoire conforme au budget sur son premier trimestre malgré un contexte de croissance différenciée selon les six pays dans lesquels le groupe opère. La dynamique commerciale reste solide, soutenue notamment par les deux nouveaux produits que sont « Intuitus » dans le Business Intelligence des hôpitaux et « TM-Microscopy » pour digitaliser les laboratoires d'analyses.

\\ **Lambda-X Ophthalmics (LXO)** → Le leader mondial en métrologie de lentilles ophtalmiques basé à Nivelles présente des performances solides, en ligne avec les objectifs de croissance fixés pour l'exercice. Cette progression s'explique par l'augmentation des ventes, en particulier sur les instruments haut de gamme ainsi que par une gestion rigoureuse des coûts. L'activité demeure bien orientée en Asie, notamment au Japon, à Taïwan et en Corée, suite à la mise en place d'un réseau de distribution local. Malgré une demande toujours ralentie en Chine et le report de certains projets aux Etats-Unis, les perspectives restent favorables grâce au lancement de nouvelles solutions innovantes parmi lesquelles un banc de mesure en lumière blanche et une solution mixte de mesure air/solution.

\\ **EMAsphere** → L'éditeur de logiciel d'analyse des données financières et opérationnelles basé à Louvain-la-Neuve affiche une croissance de 25% de son revenu récurrent annuel (ARR), soutenue par le fort développement du canal indirect et plusieurs nouveaux partenariats. L'expansion internationale se poursuit avec des partenaires en Finlande, au Canada, au Maroc et au Royaume-Uni. Le canal bancaire reste stable tandis que le canal direct bénéficie d'une nette hausse du nombre de leads grâce à des actions marketing ciblées. Le portefeuille produits s'élargit avec le lancement de modules dédiés (reporting hôtelier, e-commerce, intercompany matching, intégration IA).

\\ **Freedelity** → Le fournisseur de solutions digitales dans la gestion de données consommateurs basé à Nivelles a connu une croissance modérée de ses revenus récurrents malgré le report de certains projets auprès de grands comptes. Le secteur de la grande distribution ne se porte pas au mieux en Belgique, ce qui se traduit notamment par une vague de consolidation dans l'alimentaire. Freedelity continue à diversifier son exposition sectorielle, portée notamment par une traction dans les secteurs des pharmacies et de la restauration rapide.

\\ **Abbove** → Les ventes de ce développeur d'une plateforme de gestion patrimoniale collaborative basé à Bruxelles continuent à progresser notamment suite à la signature d'un nouveau client dans la banque privée en Belgique. Le taux de croissance reste néanmoins modéré car la priorité est donnée à l'équilibre financier et une gestion prudente de la trésorerie.

Plateforme Transitions (PILIER 1)

\\ **Tilman** → Le leader belge des compléments et des médicaments à base de plantes (phytothérapie) a enregistré des résultats meilleurs que prévus en Belgique mais inférieurs à l'année dernière. Dans un marché belge Over-The-Counter (OTC) en baisse, l'entreprise gagne des parts de marché. La progression des ventes en France, qui est son second marché, continue à afficher une progression à deux chiffres mais la filiale locale continue à enregistrer des pertes importantes à cause de la structure commerciale requise pour couvrir le pays. Le grand export, qui constitue un des axes stratégiques de développement, est occupé à être restructuré et redynamisé, notamment avec le recrutement d'un nouveau responsable.

\\ **Energy Solutions Group (ESG)** → La société limbourgeoise active dans les énergies renouvelables aux Pays-Bas et en Belgique poursuit sa croissance avec un portefeuille de 716 MWh opérationnels et de 328 MWh en construction. En septembre 2025, ESG a inauguré son premier parc BESS (Battery Energy Storage System), illustrant sa stratégie de diversification en aval de la chaîne de valeur de production et de vente d'électricité. Pour financer cette expansion, 75 M€ ont été levés en début d'année auprès d'Infranity appartenant à l'assureur italien Generali. Cette croissance n'est pas encore pleinement visible dans les résultats financiers en raison de la mise en service récente de certains parcs et de facteurs externes tels qu'une faible production éolienne, une hausse des heures à prix négatif sur le marché de l'énergie ainsi que des ajustements exceptionnels sur le parc solaire DGEC de Schiphol.

\\ **Emulco** → Le producteur gantois d'émulsions complexes et bio poursuit sa croissance en termes de chiffre d'affaires sans pour autant atteindre le budget. L'EBITDA progresse, soutenu par une amélioration de la marge brute grâce à la hausse des projets en «toll manufacturing» et à une bonne maîtrise des coûts. La mise au second plan des enjeux environnementaux tant au niveau des politiques que des sociétés entraîne le report de certains projets mais le remplacement d'emballages plastiques par une base végétale reste une tendance de fond.

\\ **Probiotic Group** → Le laboratoire en biotechnologie basée sur la microbiologie dans les domaines du nettoyage et des soins à base de probiotique enregistre une crois-

sance des ventes de 20%. Cette hausse reste néanmoins inférieure au budget car ce segment de marché est encore embryonnaire. Des lancements commerciaux de produits de nettoyage à base de probiotiques par des géants mondiaux tels qu'Unilever avec son produit phare «CIF» et Vileda-Freudenberg avec ses éponges sont un signe d'un intérêt grandissant pour ces produits écologiques.

\\ **Battri** → La société basée dans les Hauts-de-France a franchi une étape majeure en inaugurant en juin son usine de recyclage de batteries, une des premières en Europe. Dotée d'une capacité initiale de 15.000 tonnes par an, qui pourrait être doublée avec l'installation d'une deuxième ligne, cette usine pourra valoriser plus de 95% des matériaux dans les batteries lithium-ion. Une fois les tests et réglages terminés, l'usine devrait être pleinement opérationnelle d'ici la fin d'année. Battri a été récompensée du Prix EY Start-Up de l'Année Nord de France.

\\ **Newtree Impact** → Le holding coté sur Euronext Bruxelles a poursuivi ses investissements dans les secteurs innovants de l'agri-tech et de la foodtech. Il a ainsi investi 600 k€ dans Perfat Technologies, société finlandaise à l'origine de la technologie brevetée «oleogel», un procédé clean label transformant les huiles végétales liquides en graisses solides. Il a également investi 800 k€ dans deux nouveaux fonds sectoriels et 1M€ dans des tours de financement complémentaires au sein de participations existantes, notamment Protix, Yeastup, AquaSpark, Newtree Group et Proteon. Enfin, Newtree Impact prépare une nouvelle augmentation de capital notamment en lançant une deuxième campagne de «crowdfunding» afin de rendre l'investissement à impact accessible à tous.

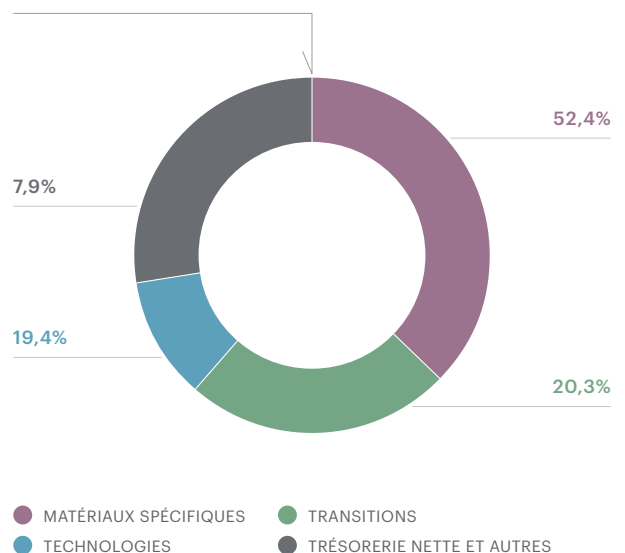
Gestion d'Actifs pour tiers (PILIER 3)

\\ **Whitestone Partners** → La performance nette du fonds mixte (actions, obligations, or, cash) Whitestone Investments s'élève à +7,8% à fin juin, ce qui la place largement en tête des fonds similaires dans son environnement compétitif. Les actifs sous gestion sont en hausse et se rapprochent des 35 M€. Le résultat sur l'année de cette filiale qui gère la SICAV « maison » dépendra de la commission de performance prélevée au-dessus d'un rendement annuel net de 5%.

Actif Net Réévalué au 30 juin 2025

Au 30 juin 2025, l'Actif Net Réévalué (ANR) est estimé à 121 M€, contre 106 M€ à fin décembre 2024, soit une augmentation de 15 M€ (+14%). Par action en fully diluted, il s'établit à 17,1 €, à comparer au cours de bourse de 12,3 € au 30 septembre, impliquant une décote de 28%. Sur les 12 derniers mois, l'ANR par action affiche une croissance de 20%. Cette progression s'explique par la revalorisation du por-

ANR PAR SECTEUR

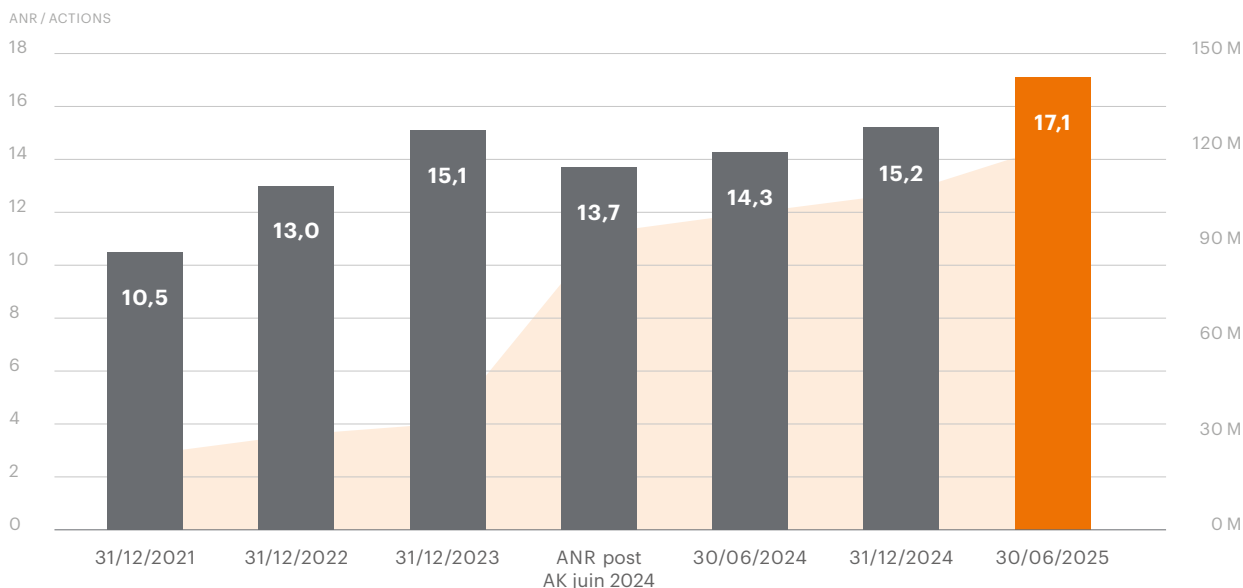


tefeuille d'investissements, tirée principalement par Gold & Forex International (GFI) dont les résultats ont été portés par la hausse du prix de l'or (+23% en euro à fin septembre) et une demande croissante pour cette valeur refuge. La répartition de l'ANR par secteur se répartit à hauteur de 53% dans les Matériaux Spécifiques (comprenant GFI), 20% dans les Transitions et 19% dans les Technologies. Les 8% restants correspondent à la trésorerie nette et autres.

Le tableau à la page suivante résume les investissements et désinvestissements par rapport au dernier ANR arrêté au 31/12/2024.

Dans le secteur des Matériaux Spécifiques, on constate un léger désinvestissement de 350 k€, correspondant au remboursement partiel d'un prêt accordé à Treestone dans le cadre du rachat de TKMI.

Evolution de l'ANR | en €



On observe également une revalorisation importante de 13,8 M€, principalement liée à la performance exceptionnelle de GFI, qui a réalisé son EBITDA annuel 2024 sur les six premiers mois de l'année. Une partie de cette revalorisation provient également du groupe industriel Treestone, à la suite de son rachat de TKMI en janvier 2025.

Dans la Transition, des investissements ont été effectués sous forme de prêts aux sociétés encore en phase de « cash-burn », à savoir Emulco et Probiotic Group. La revalorisation négative est, quant à elle, liée à notre investissement dans Newtree Impact, pour lequel une partie de la valorisation dépend du cours de bourse, qui reste à ce jour peu liquide.

Enfin, dans le secteur Technologie, un investissement de 100 k€ sous forme de prêt a été réalisé au profit d'EMAsphere. La revalorisation provient majoritairement de Telemis et de Lambda-X Ophthalmics, liée à la réalisation de leur business plan et à la méthodologie de lissage temporel entre la valeur d'acquisition et leur valeur réévaluée.

En neutralisant l'impact des investissements et désinvestissements sur la trésorerie, la position de liquidité nette a augmenté de 429 k€ au cours du premier semestre, sous l'effet des résultats courants positifs enregistrés sur la période.

Détail de la variation de l'ANR au 1^{er} semestre 2025 | en M€

	ANR 31/12/2024	Investissements	Désinvestissement	Revalorisation	Autre flux trésorerie	ANR 30/06/2025
Matériaux spécifiques	50,0	0,0	(0,4)	13,8	0,0	63,5
Transitions	24,5	0,2	0,0	(0,1)	0,0	24,6
Technologies	22,3	0,1	0,0	1,1	0,0	23,6
Autres	6,2	0,0	0,0	(0,1)	0,0	6,2
Total des actifs réévalués	103,0	0,3	(0,4)	14,8	0,0	117,8
Liquidités nettes	2,9	(0,3)	0,4	0,0	0,4	3,4
Actif net réévalué	105,9					121,2

Structure du portefeuille



* Cédée en septembre 2025

Gouvernance & équipe

Le Conseil d'administration

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

Il est composé actuellement de 9 membres depuis l'Assemblée Générale Ordinaire du 12 mai 2025.

Bois Saint-Jean SA, représentée
par **Gérard Lamarche**
Administrateur & Président
■ AGO 2028

Alternadyve SRL, représentée
par **Antoinette d'Yve de Bavay**
Administratrice indépendante
■ AGO 2027

Agropellets SRL, représentée
par **Jean-François Gosse**
Administrateur indépendant
■ AGO 2027

Valentine de Pret
Administratrice
■ AGO 2028

Ticjob Latam SLU, représentée
par **Maximilien de Coster**
Administrateur
■ AGO 2029

Olivier Pirotte
Administrateur indépendant
■ AGO 2026

Jean-Christophe Staquet
Administrateur
■ AGO 2029

FAMO NV, représentée
par **Axel Moorkens**
Administrateur
■ AGO 2028

Charles Emsens
Administrateur
■ AGO 2028

■ Echéance des mandats

Autres Comités

Comité Audit et Finances | CAF

Il est présidé par un administrateur indépendant désigné par le Conseil d'administration. Ses 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.

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.

Comité Rémunérations et Nominations | CRN

Il est présidé par le président du Conseil d'Administration. Ses 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.

Comité Exécutif | Comex

Le conseil d'administration désigne les membres du Comex sur proposition faite par le CEO au CRN. Il est composé d'au moins 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



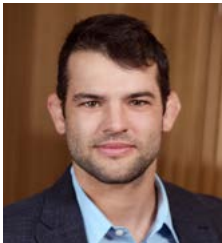
**Frédéric
Pouchain**

→
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, ABAA
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



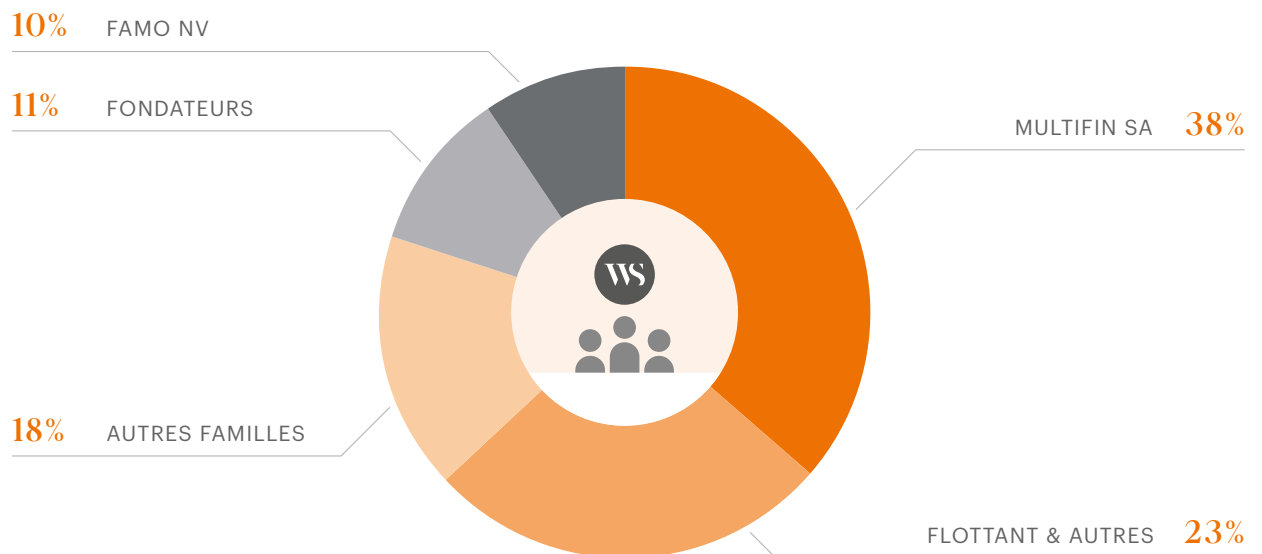
**Bertrand
Veraghaenne**

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

\\ Actionnariat et déclarations de transparence

Le tableau et graphe ci-dessous reprennent le total du capital, le nombre d'actions et de droits de vote à la date du 30 juin 2025 :

Capital et prime d'émission (en €)	75.428.413
Nombre total d'actions	6.874.565
Auto-contrôle	-23.401
Nombre d'actions avec droits de vote	6.851.164



\\ Annexe – Règles d'évaluation

Règles d'évaluation établies par le Conseil d'Administration, 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 portant exécution du Code des Sociétés et des Associations (CSA) sont également d'application.

\\ 1 Evaluation de l'actif

1.1. Frais d'établissement

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

Les frais d'établissement et d'augmentation de capital sont portés à l'actif et sont amortis selon la méthode linéaire au taux de 20% sauf s'il est jugé, selon les circonstances et par mesure de prudence, de les prendre en charges directement comme ce fut le cas en 2021 et au premier semestre 2024.

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

Les autres frais d'établissements 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 prorata temporis durant l'année de l'acquisition.

1.2. Immobilisations incorporelles

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

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

La durée d'amortissement des licences et des logiciels varie entre 20% et 33,33%.

Les dotations aux amortissements se font 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 réduction de valeur qu'en cas de moins-value ou de dépréciation durables.

1.3. Immobilisations corporelles

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

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

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

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

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

Sauf dérogations décidées, dans le cas d'espèce, par le conseil d'administration, les méthodes d'amortissement et 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 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 réduction de valeur qu'en cas de moins-value ou de dépréciation durables.

1.4. Immobilisations financières

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

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

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

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

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

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

1.5. Stocks

Matières premières, fournitures et marchandises

Les matières premières, fournitures et marchandises sont évaluées à leur valeur d'acquisition ou à la valeur 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.

1.6. Créances 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 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 réductions 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 à moins d'un an pour tenir compte soit de l'évolution de leur valeur de réalisation ou de marché, soit des aléas justifiés par la nature des avoirs en cause ou de l'activité exercée.

1.7. Placements de trésorerie et valeurs disponibles

Les actions propres de l'entreprise sont comptabilisées à leur valeur d'acquisition, frais accessoires exclus. Les actions sont évaluées au prix d'achat, frais accessoires exclus ou à leur valeur d'apport.

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

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

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

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

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

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

2 Évaluation du passif

2.1. Provisions pour risques et charges

Les provisions pour risques et charges ont pour objet de couvrir les pertes ou charges nettement circonscrites quant à leur nature, mais qui, à la date de clôture de l'exercice, sont ou probables ou certaines 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'engagement de tiers ;
- des charges découlant d'engagements relatifs à l'acquisition ou à la cession d'immobilisation
- l'exécution de commandes passées ou reçues ;
- des fluctuations de prix ;
- des positions et marchés à terme en devises ou en marchandises ;
- des garanties ;
- des litiges en suspens.

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

2.2. Impôts différés

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

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

2.3. Dettes à plus d'un an et à un an au plus

Sans préjudice aux dispositions de l'arrêté royal du 29 avril 2019 (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 évalués chaque année à concurrence de la partie des versements échelonnés prévus au contrat, représentant la reconstitution en capital de la valeur du bien, objet du contrat.

3 Général

3.1. Réévaluation

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

3.2. 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 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 ».

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 Earnings 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 reflèterait plus la réalité. De plus, il se peut que l'une ou l'autre méthode (DCF ou Multiple) ne soit pas applicable ou soit peu pertinente; dans ce cas de figure nous appliquerons la méthode la plus appropriée.

\\ Dette Nette

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

\\ Autres éléments

Les actifs circulants et autres passifs sont repris à leur valeur à la date de la valorisation. Les immeubles sont valorisés sur base du prix d'achat et/ou de rapport d'expertise.

Dans le cadre des actions réservées pour un plan d'option, si la valorisation par action est supérieure au 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.

PARTICIPATIONS	Années depuis la dernière opération capitalistique	Cash-flows opérationnels positifs	Dernière opération capitalistique	Discounted Cash-flow	Cours de bourse	Comparables
GFI	5	OUI	0%	50%		50%
Atima TPIM	4	OUI	0%	50%		50%
ISO-Tech SA	6	OUI	0%	50%		50%
Sibelco	2	OUI	28%		36%	36%
TKMI	1	OUI	100%	0%		0%
ESG	0	OUI	100%	0%		0%
Tilman	1	OUI	100%	0%		0%
Emulco	3	NON	100%	0%		0%
Newtree Group	1	OUI	50%		50%	0%
Probiotic Group	3	NON	100%	0%		0%
Battri	1	NON	100%	0%		0%
Telemis	1	OUI	72%	14%		14%
Lambda-X Ophthalmics	1	OUI	60%	20%		20%
Freedelity	4	OUI	0%	50%		50%
EMAsphere SA	4	NON	100%	0%		0%
Abbove	1	NON	100%	0%		0%
ECP	5	OUI	0%	50%		50%
Whitestone Partners	14	OUI	0%	50%		50%
Valeur Batiment Properties	5	NON	100%	0%		0%
ECP Real Estate	3	NON	100%	0%		0%

**Déclaration
de la personne responsable**

INTERPRIM'S SA, représentée par Frédéric Pouchain, en sa qualité de Directeur Général, atteste au nom et pour compte du conseil d'administration que, à sa connaissance, les états financiers semestriels au 30 juin 2025, établis conformément aux normes comptables applicables, donnent une image fidèle du patrimoine, de la situation financière et des résultats de la société.



Whitestone Group ^{SA}

Frédéric Pouchain \ CEO
f.pouchain@whitestone.eu

Route de Genval 32
1380 Lasne
RPM Brabant Wallon 0467.731.030

www.whitestone.eu

TICKER \ ROCK (Euronext Bruxelles)

