

# Waardering Compagnie Het Zoute

**Executive summary**

*6 December 2021*



COMPAGNIE HET ZOUTE

**Strictly private and confidential**

## Disclaimer

Dit document is een samenvatting inzake de waarderingsopdracht van Compagnie Het Zoute zoals opgemaakt door PwC Enterprise Advisory BV ("PwC").

De informatie opgenomen in dit document wordt uitsluitend voor informatieve doeleinden verstrekt en dient niet gebruikt of beschouwd te worden als een aanbod of een verzoek om aandelen van de Compagnie Het Zoute te verkopen, of als een aanbod of een verzoek om aandelen van de Compagnie Het Zoute te kopen of er op in te tekenen of als een advies of een aanbeveling met betrekking tot dergelijke aandelen of enige aansporing om enige beleggingsactiviteit aan te gaan, in enige jurisdictie. De waardering gegeven aan de aandelen van de Compagnie Het Zoute zijn louter indicatief. Dit document heeft geen betrekking op de verdienste van enige beslissing door enige persoon of entiteit in verband met enige transactie noch op de prijs tegen dewelke een transactie zou moeten worden ondernomen en de Compagnie Het Zoute en PwC doet geen uitspraak en uit geen mening in verband daarmee.

Noch de Compagnie Het Zoute, PwC, noch één met hen verbonden persoon geeft enige garantie of verklaring over de volledigheid, nauwkeurigheid, actualiteit of geschiktheid van enige informatie opgenomen in dit document, noch over het feit dat dit document vrij is van fouten.

Noch de Compagnie Het Zoute, PwC, één met hen verbonden persoon, noch iemand van hun respectievelijke leden, bestuurders, gedelegeerd bestuurders, leidinggevendenden, vertegenwoordigers of werknemers aanvaarden enige aansprakelijkheid (al dan niet contractueel, buitencontractueel of anderszins) voor enig verlies of enige schade (inclusief, zonder beperking, verlies van winst), die rechtsreeks of onrechtstreeks voortvloeit uit het gebruik van of het steunen op informatie opgenomen in dit document.

Dit document is bestemd voor gebruik door personen die vertrouwd zijn met de publiek beschikbare informatie betreffende het bedrijf en de werkzaamheden van de Compagnie Het Zoute en dient alleen in verband met deze informatie te worden overwogen.

Prestaties uit het verleden dienen niet als een indicatie of garantie voor toekomstige prestaties en geen verklaring of garantie, expliciet of impliciet, wordt verstrekt met betrekking tot de toekomstige prestaties. Elke belegger moet met name toezien op de geschiktheid van een belegging met betrekking tot zijn/haar financiële en fiscale situatie en beleggingsdoeleinden. Bij het beleggen in aandelen, kan de belegger zijn/haar investering geheel of gedeeltelijk verliezen.

PwC treedt uitsluitend op voor de Compagnie Het Zoute in verband met onderhavig document en voor niemand anders en zal ten opzichte van niemand anders dan de Compagnie Het Zoute verantwoordelijk zijn voor het verstrekken van de bescherming die geboden wordt aan diens klanten of om advies te verlenen in verband met onderhavig document. De prestaties van PwC zijn uitgevoerd op basis van (i) publieke informatie en (ii) informatie verstrekt aan PwC door de Compagnie Het Zoute. PwC heeft zich daarop gebaseerd en is, zonder onafhankelijke controle, uitgegaan van de juistheid en volledigheid van dergelijke informatie. De prestaties van PwC betroffen geen audit of een due diligence-onderzoek en dienen niet als dusdanig te worden opgevat. Alle financiële voorspellingen en prognoses vermeld of gebruikt in de werken van PwC zijn gebaseerd op assumpties en ramingen aangeleverd aan PwC door de Compagnie Het Zoute of anderszijds besproken met het bestuur van de Compagnie Het Zoute. PwC heeft aangenomen dat dergelijke voorspellingen en prognoses op redelijke wijze zijn voorbereid op basis van de best beschikbare ramingen en de beoordeling van het bestuur omtrent de toekomstige financiële prestaties van de Compagnie Het Zoute.

Noch dit document nog een kopie daarvan mag naar de Verenigde Staten van Amerika, haar grondgebied of bezittingen meegenomen of overgemaakt worden of direct of indirect in de Verenigde Staten van Amerika, haar grondgebied of bezittingen worden verspreid. Enige tekortkoming om deze beperking na te leven, kan resulteren in een schending van de effectenwetten van de Verenigde Staten van Amerika. Dit document is geen aanbod van effecten voor verkoop in de Verenigde Staten van Amerika. De aandelen mogen niet aangeboden of verkocht worden in de Verenigde Staten van Amerika, behalve mits een toepasselijke vrijstelling van, of in een transactie die niet is onderworpen aan, de registratievereisten van de United States Securities Act van 1933, zoals gewijzigd.

Dit document bevat toekomstgerichte verklaringen en andere informatie betreffende de huidige plannen, doelstellingen en verwachtingen van de Compagnie Het Zoute met betrekking tot toekomstige financiële voorwaarden, prestaties, resultaten, strategie en/of streefdoelen. Dergelijke toekomstgerichte verklaringen en andere informatie houden risico's en onzekerheid in omdat ze betrekking hebben op toekomstige gebeurtenissen en omstandigheden waarover de Compagnie Het Zoute geen controle heeft. De feitelijke toekomstige winsten en verliezen kunnen derhalve materieel verschillen van deze die de Compagnie Het Zoute heeft geschat.

Dit document geldt uitsluitend op de datum hiervan en is gebaseerd op de economische, regelgevende, markt- en andere omstandigheden zoals deze bestaan op, en de informatie die beschikbaar is op, de datum van dit document en er bestaat geen verplichting om dit document te actualiseren of anderszins te herzien.

# 1. Context van de waarderingsoefening

## 1.1. Samenvatting van de Groep

Compagnie Het Zoute ("CHZ" of "Groep") heeft een hoofdzakelijke focus op residentiële projectontwikkeling in België, Nederland en Frankrijk. De Groep is ook eigenaar en uitbater van de Royal Zoute Golf Club ("RZGC"), en eigenaar van verschillende eigendommen en gronden in de regio van Knokke.

## 1.2. Waarderingscontext

Compagnie Het Zoute is een private onderneming met beperkte notering op Euronext Expert. Om de liquiditeit en transparantie te faciliteren voor alle aandeelhouders heeft Compagnie het Zoute PwC aangesteld als externe partij om een onafhankelijke waardeschatting van de groep uit te voeren.

# 2. Schatting van de waarde van de onderneming (Enterprise Value): segment-gebaseerde waardering

De Enterprise Value werd ingeschat op basis van een segment-gebaseerde methodiek. Deze methode vat de activiteiten van de vier verschillende segmenten (Projectontwikkeling, Ontspanning, Patrimonium & land bank en Management activiteiten) samen in een **totale Enterprise Value van de Groep op 31/12/2020**. Deze inschatting is gebaseerd op een **sum-of-the-parts** oefening. De contributie van de management activiteiten is negatief gezien dit segment enkel HQ-gerelateerde kosten omvat.

## 2.1. Projectontwikkeling

Het eerste en hoofdzakelijke segment van CHZ's activiteiten omvat de ontwikkeling van residentieel vastgoed in de Belgische en bij uitbreiding Franse en Nederlandse kustregio's. De gebruikte waarderingmethodiek is een 'discounted cash flow'-analyse ("DCF") per project, waarvan het resultaat werd afgestemd met mark- en transactiemultiples. Op 31 oktober 2021 had de Groep 27 concreet geïdentificeerde projecten in verschillende stadia van ontwikkeling. Deze zijn elk onderbouwd door een individuele haalbaarheidsanalyse en cash-planning opgesteld door het management met goedkeuring van de Raad van Bestuur.

De tijdslijn (en Enterprise Value) van de projectontwikkeling werd opgesplitst in 3 categorieën:

**FY21-FY26:** cash flows van enkel geïdentificeerde projecten;

**FY27-FY37:** cash flows van nog lopende geïdentificeerde projecten + nog niet geïdentificeerde projecten;

**Beyond FY37:** residuele waarde.

- **FY21-FY26:** De huidige waarde van elk geïdentificeerd project werd sepeeraat berekend. Aan elk van de 27 projecten wordt een risico-categorie met waarschijnlijkheid van de toekomstige cash flows toegewezen. De categorisatie reflecteert het huidige stadium van de lopende vergunningen, de constructie en de verkoop.

**Categorie 1:** 100% van de toekomstige kasstromen voor projecten in een gevorderde fase van constructie en verkoop;

**Categorie 2:** 95% van de toekomstige kasstromen voor projecten waar de vergunning werd verkregen en waar constructie en verkoop binnenkort opstarten of net opgestart zijn;

**Categorie 3:** 70% van de toekomstige kasstromen voor gronden in eigendom waar enkel een RUP ("Ruimtelijk uitvoeringsplan") werd ontvangen;

**Categorie 4:** 40% van de toekomstige kasstromen voor gronden in eigendom waar geen RUP werd ontvangen, maar waar discussies met de bevoegde autoriteit lopende zijn en een positieve uitkomst als zeer waarschijnlijk wordt beschouwd.

- **FY27-FY37:** Vanaf FY27 voorziet het huidige management business plan nog steeds kasstromen voor een aantal projecten, maar is een bepaalde "run-off" zichtbaar. Gezien verondersteld wordt dat management de capaciteit heeft om de pipeline opnieuw te vullen met projecten, worden cash flows van nog niet geïdentificeerde projecten toegevoegd tot een bepaald target niveau. Dit niveau is een inschatting op basis van het gemiddelde van de geïdentificeerde project kasstromen over de periode FY18 tot FY26. Dit target niveau wordt jaarlijks geïnfleerd vanaf FY27 en vervolgens gecorrigeerd voor hun risico-profiel met een waarschijnlijkheidsfactor van 20%;

- **Na FY37:** Veronderstellende de continuïteit van de onderneming berekenen we een residuele waarde met een perpetuïteitsberekening op de geïnfleerde FY37 target cash flow, gecorrigeerd aan 20%.

Toekomstige risico-gecorrigeerde kasstromen worden verdisconteerd naar 31/12/2020 aan een project-ontwikkelings WACC van 9.0% (gebaseerd op vergelijkbare beursgekwoteerde bedrijven). Deze inschatting geeft een impliciete EV/EBITDA multiple van 8.9x, in lijn met markt en transactie multiples (8.6x -10.0x).

## 2.2. Exploitatie Golf

Een tweede segment van CHZ's operaties omvat de uitbating van de Royal Zoute Golf Club, welke ook eigendom is van de Groep. Een gedetailleerd 5-jarig business plan werd voorbereid door het management en werd geanalyseerd en afgetoetst tegen historische cijfers. Een standaard DCF-berekening wordt toegepast, waar toekomstige kasstromen en een residuele waarde verdisconteerd worden aan een WACC van 7.1% (gebaseerd op vergelijkbare beursgekwoteerde bedrijven). Een impliciete EV/Omzet multiple van 5.0x suggereert een relatief grote premie over de (beperkt beschikbare) vergelijkbare beursgekwoteerde bedrijven. Dit verbaast echter niet gezien de superieure marges die RZGC kan genereren dankzij zijn prestigieuze aard.

## 2.3. Patrimonium en Grondvoorraad

CHZ is eigenaar van verschillende eigendommen en gronden in de regio van Knokke. De waarde van deze activa zit omvat in twee categorieën:

- De waarde van de 'fermettes' werd geschat door twee lokale vastgoed experts met specifieke kennis van deze niche en van de regio. Beide schattingen zijn zeer vergelijkbaar, met een beperkt verschil onder de 10% tussen beide inschattingen;
- De land bank werd opgedeeld naargelang de aard van de gronden in residentieel, agricultuur of natuur/ park-gebied. Iedere categorie kreeg een prijs per m<sup>2</sup> toegewezen, gebaseerd op marktonderzoek en PwC vastgoed expertise.

## 2.4. Management activiteiten

De management activiteiten en overhead kosten die nodig zijn om de continuïteit van de activiteiten (hoofdzakelijk zijnde de projectontwikkeling) te garanderen worden afzonderlijk meegenomen, in die mate dat ze nog niet vervat zitten in een vorig segment.

Historische cijfers en een 5-jarige voorspelling van de standalone overhead kosten werden aangeleverd door management en geanalyseerd. Een standaard DCF-berekening, waar toekomstige kasstromen en een residuele waarde verdisconteerd worden aan een WACC van 8.5%, resulteert in een negatieve contributie tot de Enterprise Value.

## 2.5. Totale Enterprise Value

Een sommatie van voorgaande vier segmenten geeft een **geschatte Enterprise Value tussen €124.7m and €137.8m op 31/12/2020.**

## 3. Berekening van de Gecorrigeerde Netto Financiële Schuld/ Cash positie

Gezien de waarderingsoefening gebaseerd is op de verschillende segmenten van de onderneming, werden de meest recent beschikbare historische cijfers (31/12/2020) op geconsolideerde basis gebruikt. Rekening houdende met debt en cash-like items in zowel geconsolideerde als niet geconsolideerde entiteiten, zien we een **Gecorrigeerde Netto Financiële Cash positie van €36.5m (meer cash dan schulden)**, zijnde een positieve impact op waarde van de aandelen (Equity Value).

## 4. Schatting van de waarde van de aandelen (Equity Value)

Rekening houdende met een discount voor beperkte verhandelbaarheid van 10% en een kapitalisatie-effect tussen 31/12/2020 en 31/10/2021 aan de gewogen cost of equity van 9.1% resulteert zich dit in:

- een geschatte Equity Value van de groep voor 100% van de aandelen op 31/10/2021 **tussen €154.2m en €170.4m;**
- of een geschatte Equity Value **tussen €5,140 en €5,682 per aandeel**, veronderstellende 30,000 shares.

