Mémorandum d'évaluation de la société Les vérandas 4 saisons SA faisant partie du « GROUPE MANIQUET »

BDO Corporate Finance

Alexandre Streel et Maxime Ledent

18 septembre 2021

Confidentiel

Les vérandas 4 saisons SA faisant partie du « GROUPE MANIQUET »
Rue du Parc Industriel 15
6900 Marche-en-Famenne
Belgique

Madame,
Monsieur,

Objet : Les vérandas 4 saisons SA faisant partie du « GROUPE MANIQUET » - Mémorandum d'évaluation des actions de la société

Nous vous prions de trouver ci-après notre mémorandum d'évaluation des actions de la société Les vérandas 4 saisons SA faisant partie du « GROUPE MANIQUET », conformément à notre mail de mission du 5/8/21. Nos travaux ont débuté le 18/8/21 et ont été finalisés le 16/9/21.

Salutations distinguées,

Alexandre Streel
Réviseur d'entreprises
Partner
BDO Corporate Finance

Tél. : +32 2 778 01 00
Mobile : +32 474 30 03 31
alexandre.streel@bdo.be

Maxime Ledent
Manager
BDO Corporate Finance

Tél. : +32 87 69 30 00
Mobile : +32 494 10 65 39
maxime.ledent@bdo.be

PLAN

Abréviations utilisées	4
Mission et méthodologie	5
Introduction à la Société	6
États financiers historiques | Comptes de résultats	7
États financiers historiques | Bilans et flux de trésorerie	8
Plan financier | Comptes de résultats	9
Plan financier | Bilans et flux de trésorerie	10
Évaluation | Méthode DCF	11
Évaluation | Méthode des Multiples	12
Conclusions	13
Annexe 1 | Peer group de sociétés cotées	14
Annexe 2 | Paramètres d'évaluation	15

Abréviations utilisées

AMF	Autorité des marchés financiers
BDO	BDO Corporate Finance
BFR	Besoin en fonds de roulement
C/C	Compte courant
CA	Chiffre d'affaires
CapEx	Capital Expenditure (dépenses d'investissement)
CAPM	Capital Asset Pricing Model (modèle d'évaluation des actifs financiers)
DCF	Discounted Cash Flow (flux de trésorerie actualisé)
D/E	Ratio Debt-to-Equity (endettement sur fonds propres ou levier financier)
EBIT	Earnings Before Interests and Taxes (résultat avant intérêts et impôts)
EBITDA	Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization (EBIT avant amortissements)
EBT	Earnings Before Taxes (résultat avant impôts)
EV	Enterprise Value (valeur d'entreprise)
FMI	Fonds Monétaire International
KEUR	Millier(s) d'euros
LV4S	Les vérandas 4 saisons SA faisant partie du « GROUPE MANIQUET »
MEUR	Million(s) d'euros
SA	Société anonyme
SMN	Système multilatéral de négociation
Unlev.	Unlevered (désendetté)
Var.	Variation
VT	Valeur terminale
WACC	Weighted Average Cost of Capital (CMPC ou Coût moyen pondéré du capital)

MISSION ET MÉTHODOLOGIE

Notre mission consiste en une évaluation de 100% des titres de LV4S, dans un contexte de délisting envisagé d'Euronext Access. Cette évaluation repose notamment sur un plan financier établi par le Management de la Société sur la période 2021 à 2025.

Mission

- Mission réalisée par BDO Corporate Finance (ci-après « BDO ») à la demande du management de la société Les vérandas 4 saisons SA faisant partie du « GROUPE MANIQUET » (ci-après la « Société » ou « LV4S ») conformément à notre lettre de mission du 5/8/21.
- Estimation de la valeur économique de 100% des titres de la Société (valeur : estimation d'un prix de marché à un moment donné sur base d'éléments internes et externes à la Société ; prix : montant résultant d'une négociation entre un acheteur et un vendeur à l'occasion d'une transaction).
- Optique de « going concern » (continuité d'exploitation et non pas, par exemple, situation de liquidation) et de « stand alone » (pas de prise en considération de synergies potentielles le cas échéant).
- Principales étapes de nos travaux : (i) discussions avec le management de LV4S (ci-après le « Management »), (ii) analyse des différents documents ci-contre mis à notre disposition par le Management, (iii) recherche et analyse de données pertinentes de marché, (iv) application des méthodes d'évaluation ci-contre pour aboutir à une valeur de marché de la Société.
- Travaux d'évaluation réalisés du 18/8/21 au 16/9/21 sur base des informations et explications mises à notre disposition au cours de cette période par le Management.
- Chiffres exprimés en milliers d'euros (« KEUR »), sauf indication contraire.

Contexte

- Mémorandum d'évaluation établi dans le cadre de la procédure de délisting de LV4S d'Euronext Access (SMN géré par Euronext Paris) initiée par les actionnaires majoritaires actuels (ci-après formant ensemble les « Initiateurs »).
- Dans le cadre de la procédure de délisting, mandat confié par les Initiateurs à BDO en tant qu'expert indépendant, conformément à l'article 5.2. alinéa 4 des Règles d'Euronext Access: *« Sous réserve des Réglementations Nationales, Euronext peut procéder à la radiation pour tout motif approprié, notamment dans les cas suivants : […] 4) une personne ou un groupe de personnes agissant de concert détiennent 90% du capital ou des droits de vote et une offre de rachat à l'intention des autres actionnaires a été effectuée, par ledit groupe majoritaire ou l'émetteur, étant précisé que le seuil de 90% peut avoir été atteint à l'issue de cette offre ou correspondre à une détention préalable. L'offre doit avoir une durée minimum de 25 jours de bourse et être communiquée selon des modalités permettant d'informer les actionnaires quelle que soit la forme de détention de leurs titres. L'initiateur de l'offre et l'intermédiaire qui l'exécute tiennent directement à la disposition des autres actionnaires les derniers états financiers de l'Emetteur ainsi qu'un rapport d'évaluation effectué par un expert indépendant justifiant le prix proposé. Les présentes conditions de procédure s'entendent sans préjudice de l'application potentielle du règlement général de l'AMF aux offres publiques de retrait portant sur certaines sociétés en provenance du marché « Hors Cote » et qui avaient préalablement fait l'objet d'une radiation d'un marché réglementé ».*

Principales sources d'information reçues

- États financiers (comptes de résultats et bilans) détaillés de 2016 à 2020 de la Société.
- Dernier tableau d'amortissements (31/12/20) de la Société.
- Comptes de résultats prévisionnels de 2021 à 2025 de la Société (fichier Excel « LV4S Tableau d'exploitation prévisionnel »), établis par le Management (ci-après le « Plan financier »).
- Rapports de gestion de la Société.
- Discussions avec le Management.

Méthodologie d'évaluation

- Application de la méthode DCF (« Discounted Cash Flow ») ou d'actualisation des flux de trésorerie disponibles, postulant que la valeur d'un bien est égale à la somme actualisée des cash-flows futurs qu'il procurera aux bailleurs de fonds ; en l'espèce, flux prévisionnels de la Société rapportés à la date de l'évaluation sur base d'un taux de rendement exigible (WACC), reflet du risque encouru par les bailleurs de fonds.
- Application de la méthode des Multiples, postulant qu'un bien s'évalue par référence aux prix auxquels se sont échangés des biens similaires ; en l'espèce, considération des multiples EV/Sales, EV/EBITDA et EV/EBIT de sociétés cotées et de transactions de sociétés privées actives dans le même secteur que celui de la Société.

Disclaimer

Notre analyse et nos recommandations en termes de valeur se fondent notamment sur les informations écrites et orales, historiques et prospectives, fournies par le Management ainsi que sur un ensemble d'informations publiquement accessibles. Nous ne sommes pas tenus de vérifier l'exactitude et l'exhaustivité de ces informations ni d'en faire état exhaustivement dans notre rapport. Nous comprenons que toute information prospective est basée sur les attentes du Management en termes d'environnement économique et concurrentiel et leur impact sur les opérations futures, et qu'aucun élément significatif n'a été omis dans cette information par le Management. De plus, le Management comprend que toute omission ou inexactitude dans les informations transmises par eux peut affecter, plus ou moins sensiblement selon les cas, nos conclusions. Ce rapport a été élaboré en relation avec la mission décrite ci-contre. BDO n'engage sa responsabilité qu'envers le Management de LV4S.
L'épidémie du nouveau coronavirus (COVID-19), déclarée par l'Organisation Mondiale de la Santé le 11 mars 2020 comme « pandémie mondiale », a impacté les marchés financiers à travers le monde. De nombreux pays ont restreint les déplacements. L'activité économique est affectée dans de nombreux secteurs. À la date de cette évaluation, nous sommes d'avis que les données historiques de marché utilisées notamment à des fins de comparaison sont moins fiables. De manière plus générale, la réponse actuelle de nos gouvernements face à la COVID-19 signifie que nous sommes confrontés à des circonstances exceptionnelles sur la base desquelles nous devons fonder un jugement et remettre des conclusions d'évaluation. En conséquence, nos conclusions doivent être interprétées avec un degré d'incertitude et une prudence supérieurs à la normale.

Introduction à la Société

LV4S est une société wallonne spécialisée depuis plus de 35 ans dans la véranda, pergola et auvent. Depuis septembre 2010, ses titres sont cotés sur le marché libre Euronext Access organisé par Euronext Paris avec, à la date de notre rapport, une capitalisation boursière de 12,5 MEUR.

- Société spécialisée depuis 35 dans la véranda, pergola et auvent en Wallonie, avec plus de 9.000 vérandas installées à ce jour.
- En septembre 2010, introduction en bourse (OPA) sur le marché libre hors-cote Euronext Access organisé par Euronext Paris (ticker « MLV4S »), au prix de 7,20 EUR par action.
- Cours de bourse impacté dès 2013 par la suppression des incitants fiscaux en Wallonie sur le marché des vérandas solaires. Depuis, recentrage sur l'activité principale de LV4S et mesures prises par le conseil d'administration (renforcement de l'équipe commerciale, actions commerciales et marketing) en vue de consolider le carnet de commandes et devenir le leader du marché en Wallonie.
- En 2019, faillite d'un concurrent important (Vérandas Confort) permettant de renforcer le carnet de commandes de LV4S.
- Chiffre d'affaires de 5,4 MEUR (avec 28 ETP) sur l'exercice prolongé 2019-2020 (15 mois) ou 4,3 MEUR sur base annualisée (contre 4,4 MEUR en 2019), témoignant de la résilience de l'activité centrale de LV4S malgré le contexte de l'année 2020 (crise du Covid-19).
- À la date de ce mémorandum, dernier cours clôturé de 6,90 EUR par action (capitalisation boursière de 12,5 MEUR) suivant une tendance haussière supportée par un phénomène de réappropriation des espaces privés faisant suite à la crise du Covid.

Évolution du cours de bourse depuis l'OPA

ÉTATS FINANCIERS HISTORIQUES | COMPTES DE RÉSULTATS

De 2016 à 2020, le chiffre d'affaires annuel de la Société est stable autour de 4 MEUR avec une marge brute de près de 60% et une marge EBITDA oscillant entre 3% et 11%, avec une moyenne de 7%, par ailleurs observée en 2020.

Comptes de résultats	2016	2017	2018	2019	2020
Nombre de mois	12	12	12	12	15
Historique (H) / Prévisionnel (P)	H	H	H	H	H
Chiffre d'affaires	4.112	4.160	4.303	4.348	5.372
Achats (incl. commandes en cours) et sous-traitance	-1.638	-1.628	-1.794	-2.114	-2.363
Marge brute	2.475	2.532	2.509	2.234	3.010
Frais généraux	-977	-973	-995	-937	-1.052
Frais de personnel	-1.423	-1.370	-1.369	-1.416	-1.745
Autres charges et produits d'exploitation	188	156	328	256	172
EBITDA	262	345	474	138	386
Amortissements sur immobilisations corporelles	-159	-182	-164	-161	-194
Amortissements sur immobilisations incorporelles	-2	-1	-0	-2	-5
EBIT	101	161	310	-25	186
Charges des dettes	-32	-25	-10	-5	-6
Intérêts sur comptes courants	345	251	212	190	31
Plus- et moins-values sur actions	-	-0	-	1.335	-2
Autres charges et produits financiers	-135	-	3	1	4
Résultat exceptionnel	3	88	-22	429	3
Impôts	-111	-161	-170	-333	-78
Résultat net	**170**	**314**	**323**	**1.592**	**138**

Ratios et indicateurs financiers	2016	2017	2018	2019	2020
Croissance du CA (annualisé pour 2020) (%)	-	1,2%	3,4%	1,0%	-1,1%
Marge brute (% CA)	60%	61%	58%	51%	56%
EBITDA (% CA)	6%	8%	11%	3%	7%
EBIT (% CA)	2%	4%	7%	-1%	3%
Résultat net (% CA)	4%	8%	7%	37%	3%
Taux d'imposition effectif (excl. plus-values actions 2019) (% EBT)	40%	34%	35%	56%	36%
Coût de l'endettement financier	-	5%	5%	3%	6%

- Chiffre d'affaires des 5 derniers exercices stable (entre 4,1 et 4,3 MEUR sur base annualisée).
- Marge brute en légère diminution en 2019, avant de retrouver en 2020 son niveau historique de près de 60%.
- Frais généraux essentiellement relatifs à des frais de transport, commerciaux, d'honoraires (incl. du management de la Société) et d'assurance.
- Frais de personnel (incl. intérimaires) stables, représentant chaque année environ 33% du chiffre d'affaires.
- Marge EBITDA comprise entre 3% (2019) et 11% (2018), avec une moyenne historique de 7% ; retour à cette moyenne en 2020.
- Intérêts sur comptes courants relatifs à des avances aux administrateurs de la Société.
- En 2019, résultat net impacté positivement par des plus-values (i) de 1,3 MEUR sur la vente de la participation dans Green Energy 4 Seasons SA et (ii) de 0,4 MEUR sur la vente d'un bâtiment.
- En 2020, résultat net d'environ 140 KEUR (soit 3% du chiffre d'affaires) impacté négativement par une dotation de 100 KEUR relative au litige avec le client « Jennar » (provision portée de 100 KEUR à 200 KEUR).

ÉTATS FINANCIERS HISTORIQUES | BILANS ET FLUX DE TRÉSORERIE

Au 31/12/20, les fonds propres de la société s'établissent à 13,4 MEUR et sont essentiellement constitués (i) de cash (et équivalents) pour 11,3 MEUR, (ii) d'actifs tangibles pour 1,5 MEUR et (ii) de BFR pour 0,7 MEUR.

Bilans	30/9/2016	30/9/2017	30/9/2018	30/9/2019	31/12/2020
Immobilisations (in)corporelles	1.868	1.777	1.743	1.580	1.521
Immobilisations financières	1.419	1.419	1.407	59	91
Besoin en fonds de roulement (BFR)	484	487	862	440	742
Valeurs disponibles	1.151	1.942	635	5.934	5.739
C/C actionnaires et gérants	7.221	6.178	7.504	5.474	5.505
Dettes financières	-777	-201	-241	-137	-27
Provisions litiges	-50	-100	-100	-100	-200
Autres provisions	-107	-	-	-	-
Fonds propres	**11.208**	**11.502**	**11.809**	**13.252**	**13.372**

Variation des fonds propres	2016	2017	2018	2019	2020
Fonds propres début de période	-	11.208	11.502	11.809	13.252
Résultat net	170	314	323	1.592	138
Var. subsides	-	-20	-15	-14	-17
Var. plus- et moins-values de réévaluation	-	-	-	-135	-
Fonds propres fin de période	**11.208**	**11.502**	**11.809**	**13.252**	**13.372**

Flux de trésorerie	2016	2017	2018	2019	2020
Résultat net	170	314	323	1.592	138
Neutralisation des amortissements (et provisions, subsides)	161	106	149	149	282
CapEx	-	-92	-130	-0	-140
Var. immobilisations financières (incl. cautions)	-	-1	12	1.213	-32
Var. BFR	-	-4	-375	422	-302
Var. C/C actionnaires et gérants	-	1.043	-1.326	2.029	-31
Var. dettes financières	-	-575	40	-105	-109
Cash-flow libre	**-**	**791**	**-1.308**	**5.300**	**-195**
Trésorerie en début de période	-	1.151	1.942	635	5.934
Trésorerie en fin de période	1.151	1.942	635	5.934	5.739
Variation de la trésorerie	**-**	**791**	**-1.308**	**5.300**	**-195**

Ratios et indicateurs financiers	2016	2017	2018	2019	2020
Besoin en fonds de roulement (% CA)	12%	12%	20%	10%	17%
CapEx (% CA)	-	2%	3%	0%	3%

- Immobilisations (in)corporelles essentiellement constituées (au 31/12/20) de 1,0 MEUR d'immobilier (bâtiment à usage administratif et commercial ainsi qu'un terrain opérationnel), et de 0,5 MEUR d'installations, machines, outillages et matériel roulant.
- Immobilisations financières correspondant pour majeure partie à des participations sur entreprises liées, dont l'essentiel est vendu en 2019 (cf. supra).
- Besoin en fonds de roulement (BFR) moyen de 14% du chiffre d'affaires annuel. BFR 2018 supérieur (proportionnellement au chiffre d'affaires) compte tenu d'un niveau de stock plus important résultant de mauvaises conditions climatiques en fin d'année.
- Fin 2020, trésorerie et équivalents de trésorerie de 11,3 MEUR correspondant essentiellement à 5,7 MEUR de valeurs disponibles et 5,5 MEUR de comptes courants actionnaires et gérants, et représentant au total 84% des fonds propres.

PLAN FINANCIER | COMPTES DE RÉSULTATS

Le Plan financier vise, à l'horizon 2025, un chiffre d'affaires de 5 MEUR, une marge brute de près de 60% (en ligne avec le passé) et une marge EBITDA de 9% (contre une moyenne de 7% au cours des 5 derniers exercices).

Comptes de résultats	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Nombre de mois	15	12	12	12	12	12
Historique (H) / Prévisionnel (P)	H	P	P	P	P	P
Chiffre d'affaires	5.372	4.694	4.764	4.836	4.908	4.982
Achats (incl. commandes en cours) et sous-traitance	-2.363	-2.042	-2.072	-2.103	-2.135	-2.167
Marge brute	3.010	2.652	2.692	2.732	2.773	2.815
Frais généraux	-1.052	-890	-897	-904	-912	-920
Frais de personnel	-1.745	-1.505	-1.528	-1.551	-1.574	-1.598
Autres charges et produits d'exploitation	172	195	190	181	172	169
EBITDA	386	452	457	458	460	467
Amortissements sur immobilisations corporelles	-194	-155	-158	-210	-253	-255
Amortissements sur immobilisations incorporelles	-5	-4	-4	-4	-4	-4
EBIT	186	293	295	243	203	207
Charges des dettes	-6	-1	-1	-1	-1	-1
Intérêts sur comptes courants	31	1	1	1	1	1
Plus- et moins-values sur actions	-2	-	-	-	-	-
Autres charges et produits financiers	4	-	-	-	-	-
Résultat exceptionnel	3	-	-	-	-	-
Impôts	-78	-73	-74	-61	-51	-52
Résultat net	**138**	**219**	**221**	**182**	**152**	**155**

Ratios et indicateurs financiers	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Croissance du CA (annualisé pour 2020) (%)	-1,1%	9,2%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Marge brute (% CA)	56%	57%	57%	57%	57%	57%
EBITDA (% CA)	7%	10%	10%	9%	9%	9%
EBIT (% CA)	3%	6%	6%	5%	4%	4%
Résultat net (% CA)	3%	5%	5%	4%	3%	3%
Taux d'imposition effectif (excl. plus-values actions 2019) (% EBT)	36%	25%	25%	25%	25%	25%
Coût de l'endettement financier	6%	4%	4%	4%	4%	4%

- Plan financier établi par le Management de la Société.
- Chiffre d'affaires attendu en croissance d'environ 9% en 2021 (sur base annualisée), avant de tendre vers 5 MEUR à l'horizon 2025.
- Marge brute de 57% sur l'ensemble du Plan financier (en phase avec l'historique de la Société), et marge EBITDA cible de 9%.
- Amortissements relatifs aux immobilisations existantes (cf. supra) ainsi qu'aux investissements attendus de 0,5 MEUR en 2022 (renouvellement de l'outil de production, amorti sur 10 ans) et 1,0 MEUR en 2023 (rénovation et aménagements du bâtiment, amortis sur 25 ans).
- Résultat net attendu d'environ 150 KEUR au terme du Plan financier, soit 3% du chiffre d'affaires.

PLAN FINANCIER | BILANS ET FLUX DE TRÉSORERIE

Pour soutenir le volume d'affaires, le Management prévoit des investissements de rénovation de 1,5 MEUR au total en 2022 et 2023. Quant au BFR, il est attendu autour de 14% du chiffre d'affaires.

Bilans	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025
Immobilisations (in)corporelles	1.521	1.361	1.699	2.485	2.228	1.969
Immobilisations financières	91	46	46	46	46	46
Besoin en fonds de roulement (BFR)	742	665	675	686	696	706
Valeurs disponibles	5.739	6.016	5.875	5.248	5.633	6.023
C/C actionnaires et gérants	5.505	5.505	5.505	5.505	5.505	5.505
Dettes financières	-27	-17	-17	-17	-17	-17
Provisions litiges	-200	-	-	-	-	-
Autres provisions	-	-	-	-	-	-
Fonds propres	**13.372**	**13.577**	**13.785**	**13.953**	**14.091**	**14.233**

Variation des fonds propres	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Fonds propres début de période	13.252	13.372	13.577	13.785	13.953	14.091
Résultat net	138	219	221	182	152	155
Var. subsides	-17	-14	-14	-14	-14	-14
Var. plus- et moins-values de réévaluation	-	-	-	-	-	-
Fonds propres fin de période	**13.372**	**13.577**	**13.785**	**13.953**	**14.091**	**14.233**

Flux de trésorerie	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Résultat net	138	219	221	182	152	155
Neutralisation des amortissements (et provisions, subsides)	282	-54	148	201	243	246
CapEx	-140	-	-500	-1.000	-	-
Var. immobilisations financières (incl. cautions)	-32	45	-	-	-	-
Var. BFR	-302	77	-10	-10	-10	-10
Var. C/C actionnaires et gérants	-31	-	-	-	-	-
Var. dettes financières	-109	-10	-	-	-	-
Cash-flow libre	**-195**	**276**	**-141**	**-627**	**385**	**390**
Trésorerie en début de période	5.934	5.739	6.016	5.875	5.248	5.633
Trésorerie en fin de période	5.739	6.016	5.875	5.248	5.633	6.023
Variation de la trésorerie	**-195**	**276**	**-141**	**-627**	**385**	**390**

Ratios et indicateurs financiers	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Besoin en fonds de roulement (% CA)	17%	14%	14%	14%	14%	14%
CapEx (% CA)	3%	0%	10%	21%	0%	0%

- En 2022 et 2023, CapEx de rénovation (cf. supra) de 1,5 MEUR au total.
- Besoin en fonds de roulement (BFR) estimé à 14% du chiffre d'affaires, correspondant au BFR moyen historique de la Société. Niveau de BFR légèrement inférieur à celui de notre groupe de sociétés analogues (médiane de 18% du chiffre d'affaires, cf. Annexe 1).
- Par hypothèse, décaissement attendu en 2021 de la provision sur litige « Jennar » (et encaissement de la caution y liée).

ÉVALUATION | MÉTHODE DCF

Sur base des prévisions financières du Management sur une période explicite de 5 ans, d'un taux d'actualisation (WACC) d'environ 12% et d'une position nette de trésorerie (et assimilés) à ce jour de 11 MEUR, la valeur de marché des titres de la Société peut raisonnablement être estimée à 13,1 MEUR.

Méthode DCF	2021	2022	2023	2024	2025	VT
EBITDA	452	457	458	460	467	467
Amortissements	-160	-162	-214	-257	-259	-150
EBIT	293	295	243	203	207	317
Impact fiscal	-73	-74	-61	-51	-52	-79
Neutralisation amortissements	160	162	214	257	259	150
CapEx	-	-500	-1.000	-	-	-150
Variation du besoin en fonds de roulement	77	-10	-10	-10	-10	-
Flux de trésorerie	456	-127	-613	399	404	238
Valeur terminale (VT)	-	-	-	-	-	2.423
Facteur d'actualisation	0,89	0,79	0,70	0,63	0,56	0,56
DCF (incl. VT)	406	-100	-432	250	226	1.485
Valeur d'entreprise						1.834
Trésorerie et équivalents						11.289
Dettes financières						-27
Provisions						-200
Valeur actuelle des amortissements résiduels s/immobilisations corporelles						76
Participation GM Energy SA (12,13%)						124
Valeur de marché (arrondie) des fonds propres						**13.100**

- Flux de trésorerie 2021-2025 estimés à partir des EBITDA prévisionnels du Plan financier, et aussi :
  - des investissements (CapEx) non récurrents de rénovation (cf. supra) ;
  - de l'impact fiscal sur le résultat opérationnel (EBIT) ;
  - de la variation du besoin en fonds de roulement.
- Valeur terminale (VT) correspondant à l'EBITDA 2025, considération faite – dans une optique de stabilité des activités -, de dépenses récurrentes d'investissement d'environ 150 KEUR par an (correspondant à 3% du chiffre d'affaires, en ligne avec notre « peer group » de sociétés cotées, cf. Annexe 1).
- Hypothèse d'un taux de croissance à long terme de 1,8% correspondant à l'inflation attendue en Belgique à l'horizon 2025 (FMI, 2021).
- Taux d'actualisation (WACC) de (i) 12,4% sur la période explicite de projections financières (2021-2025) et (ii) 11,6% dans le calcul de la valeur terminale (cf. Annexe 2).
- Considération de la trésorerie nette et assimilés de la Société au 31/12/20, soit 11,1 MEUR correspondant essentiellement à 11,3 MEUR de trésorerie et équivalents (cf. supra) et 0,2 MEUR de provisions sur litige « Jennar ».
- Considération de la valeur actuelle des économies d'impôt liées aux amortissements résiduels (après 2025) des dépenses de rénovation supra (1,5 MEUR).
- Considération de la participation de 12,13% détenue dans la société GM Energy SA au 31/12/20, par référence à la valeur de ses fonds propres comptables (1,1 MEUR au 31/12/19) (à défaut de davantage d'informations et eu égard à la réduction des activités de cette société, dont les cash flows devraient a priori conduire à une valeur de marché proche des fonds propres comptables).
- Valeur de marché (arrondie) des fonds propres de la Société estimée à 13,1 MEUR.

ÉVALUATION | MÉTHODE DES MULTIPLES

Compte tenu de multiples EV/Sales, EV/EBITDA et EV/EBIT de respectivement environ 1x, 8x et 12x, ainsi que d'une décote d'illiquidité de 25%, la valeur de marché des titres de la Société peut raisonnablement être estimée entre 12,3 MEUR et 13,2 MEUR.

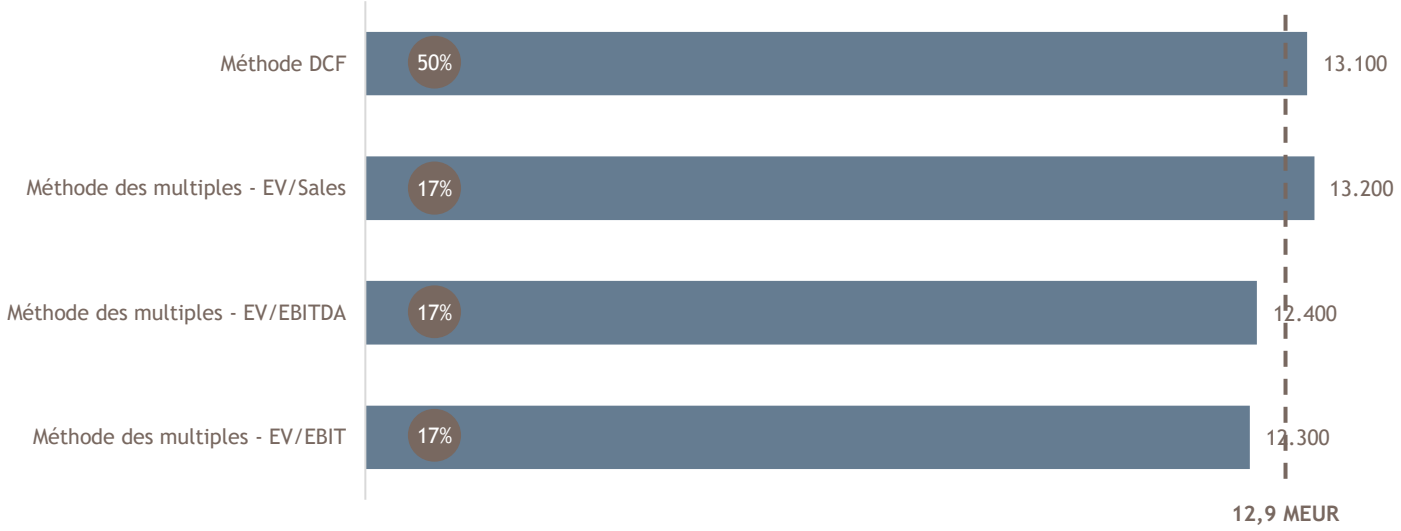
Méthode des multiples	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT
Multiple	1,0x	7,9x	11,9x
Décote d'illiquidité	25%	25%	25%
Multiple décoté	0,7x	5,9x	8,9x
Agrégat financier moyen (2021-2022)	4.729	455	294
Valeur d'entreprise	3.454	2.687	2.628
Trésorerie nette et assimilés	11.062	11.062	11.062
Normalisation du BFR	77	77	77
CapEx de rénovation	-1.500	-1.500	-1.500
Participation GM Energy SA (12,13%)	124	124	124
Valeur de marché (arrondie) des fonds propres	**13.200**	**12.400**	**12.300**

- Considération de multiples EV/Sales, EV/EBITDA et EV/EBIT de respectivement 1,0x, 7,9x et 11,9x (cf. Annexe 2) avant application d'une décote d'illiquidité de 25% (estimée sur base de modèles empiriques internes), reflet de la taille de la Société et de l'illiquidité relative de ses titres par rapport à ceux de plus grandes capitalisations (issues de notre « peer group » de sociétés cotées, cf. Annexe 1).
- Eu égard à la stabilité relative attendue de la Société dès 2022, considération, dans la détermination des multiples supra, de multiples boursiers moyens « forecast » 2021-2022 (cf. Annexe 1) ; corrélativement, utilisation des agrégats financiers moyens du Plan financier sur cette même période.
- Considération de la normalisation du besoin en fonds de roulement (BFR) sur base de l'hypothèse retenue de 14% du chiffre d'affaires (cf. supra), aboutissant à un impact cash positif de 77 KEUR.
- Considération des investissements de rénovation attendus en 2022 et 2023 (cf. supra), nécessaires afin de maintenir le volume et la rentabilité de la Société à long terme.
- Valeur de marché (arrondie) des fonds propres de la Société estimée entre 12,3 MEUR (EV/EBIT) et 13,2 MEUR (EV/Sales).

CONCLUSIONS

Sur base des méthodes d'évaluation DCF et des Multiples, la valeur de marché de la Société peut raisonnablement être estimée à environ 13 MEUR ou 7,10 EUR par action, soit 1,41% en dessous du prix proposé par les Initiateurs de la procédure de délisting.

- Valeur de marché des fonds propres de la Société estimée à 13,1 MEUR sur base de l'approche par le rendement (méthode DCF).
- Valeur de marché des fonds propres de la Société estimée à entre 12,3 MEUR et 13,2 MEUR sur base de l'approche par le marché (méthodes des multiples EV/Sales, EV/EBITDA et EV/EBIT).
- Valeur retenue de 12,9 MEUR sur base d'une pondération de 50% sur le résultat de l'approche par le rendement et de 50% sur les résultats issus des 3 multiples supra.
- Valeur correspondant à un prix par action de 7,10 EUR pour les 1.817.030 actions représentant le capital de la Société.
- Prix proposé aux porteurs de titres LV4S de 7,20 EUR traduisant :
  - une prime de 1,41% par rapport à la valeur de marché estimée des fonds propres, déterminée au sein du présent rapport ;
  - une prime de 4,35% par rapport au cours spot de 6,90 EUR au 6/9/21 ;
  - une prime de 13,56% par rapport à la moyenne de 6,34 EUR des 30 derniers cours spot clôturés ;
  - une prime de 40,90% par rapport à la moyenne de 5,11 EUR des 365 derniers cours spot clôturés.



ANNEXE 1 | PEER GROUP DE SOCIÉTÉS COTÉES

Société	Pays	Mkt cap (MEUR)	CapEx (% CA) 17-21	NWC (% CA) 17-20	EV/Sales 21-22	EV/EBITDA 21-22	EV/EBIT 21-22	Unlev. beta (5-Y)	D/E
PGT Innovations Inc.	USA	1.067	4%	18%	1,5x	8,7x	12,1x	1,2	85%
Cornerstone Building Brands Inc.	USA	1.796	2%	18%	1,0x	7,6x	12,8x	1,0	812%
Deceuninck NV	BEL	531	4%	18%	0,8x	6,7x	8,9x	0,4	65%
Quanex Building Products Corp.	USA	667	3%	12%	0,8x	6,6x	10,5x	1,6	33%
Tyman Plc	GBR	1.015	3%	20%	1,6x	9,0x	11,2x	0,7	50%
Installed Building Products Inc.	USA	3.153	3%	16%	2,0x	12,8x	17,0x	1,6	179%
Apogee Enterprises Inc.	USA	932	4%	21%	1,0x	8,9x	14,3x	1,1	46%
Eurocell Plc	GBR	347	4%	16%	1,1x	7,1x	13,0x	0,2	75%
Médiane	**-**	**974**	**3%**	**18%**	**1,0x**	**8,2x**	**12,5x**	**1,0**	**70%**

Source : Infront Analytics (2021)

- Considération de sociétés cotées évoluant dans des secteurs comparables à celui de la Société.
- Multiples boursiers retenus EV/Sales (du chiffre d'affaires), EV/EBITDA et EV/EBIT de respectivement 1,0x, 8,2x et 12,5x, avant considération d'une décote d'illiquidité de 25% (cf. Annexe 2).
- Beta « unlevered » (c'est-à-dire abstraction faite de la structure financière des sociétés ci-contre) médian de 1,0, utilisé dans le calcul du WACC (cf. Annexe 2).
- Levier financier (ratio « debt-to-equity » ou « gearing ») médian de 70% correspondant à un financement par fonds propres de près de 60%, également utilisé dans le calcul du WACC (long terme) (cf. Annexe 2).

ANNEXE 2 | PARAMÈTRES D'ÉVALUATION

Taux d'actualisation	2021-2025	VT
Coût des fonds propres	**12,4%**	**13,7%**
Taux sans risque (Market Risk Premia, 2021)	*-0,5%*	*-0,5%*
Prime de risque (Market Risk Premia, 2021)	*6,9%*	*6,9%*
Unlevered beta (cf. Annexe 1)	*1,0*	*1,0*
Levered beta	*1,0*	*1,2*
Small Firm Premium (analyse BDO)	*6%*	*6%*
Coût net des dettes	**3,2%**	**3,2%**
Coût brut des dettes (analyse Société)	*4,3%*	*4,3%*
Taux d'imposition	*25%*	*25%*
Levier cible	**0%**	**25%**
Fonds propres	*100%*	*80%*
Endettement financier	*0%*	*20%*
WACC	**12,4%**	**11,6%**

Multiples	EV/Sales	EV/EBITDA	EV/EBIT
Sociétés cotées (cf. Annexe 1)	1,0x	8,2x	12,5x
Transactions (Mergermarket, 2021)	0,9x	7,6x	11,4x
Moyenne	**1,0x**	**7,9x**	**11,9x**

Taux d'actualisation (WACC)

- Coût des fonds propres déterminé sur base de la formule du CAPM (Capital Asset Pricing Model).
- Taux sans risque de -0,5% (rendement actuel des obligations de l'État belge) (Market Risk Premia, 2021).
- Prime de risque de 6,9% (Market Risk Premia, 2021).
- Small Firm Premium de 6% (estimée sur base de modèles empiriques internes), reflet de la taille de la Société et de l'illiquidité relative de ses titres par rapport à ceux de plus grandes capitalisations issues de notre « peer group » (cf. Annexe 1).
- Coût brut des dettes de 4%, par référence aux donnés financières historiques de la Société et au Plan financier (coût de l'endettement historique et attendu).
- Financement propre estimé à 100% sur la période explicite du Plan financier (2021-2025), sur base de la structure financière actuelle (court terme) de la Société.
- Financement propre estimé à 80% dans le calcul de la valeur terminale (« VT ») (au-delà de l'année 2025), sur base de la structure financière actuelle de la Société ainsi qu'attendue (par référence au levier de notre « peer group » de sociétés cotées, cf. Annexe 1).

Multiples

- Multiples EV/Sales, EV/EBITDA et EV/EBIT retenus correspondant aux multiples moyens issus de sociétés analogues à la Société cotées en bourse (cf. Annexe 1) et de transactions de sociétés actives dans des secteurs proches de LV4S en termes de risques, modèle d'affaires, etc.
- Multiples supra avant considération d'une décote d'illiquidité de 25% (estimée sur base de modèles empiriques internes) considérant notamment la taille et le caractère liquide des titres de la Société.