

Evadix SA
Route de Genval 32
1380 Lasne
RPM Brabant Wallon 0467.731.030
(la « **Société** », « **Evadix** » ou la « **Société Absorbante** »)

**RAPPORT ÉCRIT ET CIRCONSTANCIÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ÉTABLI
CONFORMÉMENT À L'ARTICLE 12:25 DU CODE DES SOCIÉTÉS ET DES ASSOCIATIONS**

Mesdames, Messieurs,

Nous avons l'honneur de vous présenter, conformément à l'article 12 :25 du Code des sociétés et des associations (ci-après, « **CSA** »), le présent rapport écrit et circonstancié relatif à la fusion par absorption de la société Whitestone Partners SRL (ci-après, « **Whitestone** » ou la « **Société Absorbée** ») par la Société. La présente opération est réalisée dans le respect des dispositions du CSA qui organisent la fusion par absorption.

Le présent rapport écrit et circonstancié, conformément au prescrit de l'article 12:25 du CSA, "*expose la situation patrimoniale des sociétés appelées à fusionner et explique et justifie, d'un point de vue juridique et économique, l'opportunité, les conditions, les modalités et les conséquences de la fusion, les méthodes suivies pour la détermination du rapport d'échange des actions, l'importance relative qui est donnée à ces méthodes, l'évaluation à laquelle chaque méthode parvient, les difficultés éventuellement rencontrées, et le rapport d'échange proposé. (. . .)*".

I. IDENTIFICATION DES SOCIÉTÉS APPELÉES À FUSIONNER

a) La Société Absorbante

La Société Absorbante est la société anonyme Evadix, ayant son siège Route de Genval 32 à 1380 Lasne, immatriculée au registre des personnes morales du Brabant Wallon sous le numéro 0467.731.030.

Elle a été constituée par acte authentique dressé par Maître Michel TULIPPE-HECQ à Templeuve le 10 novembre 1999. L'extrait d'acte a été publié aux Annexes du Moniteur belge du 8 décembre 1999 sous le numéro 991208-434.

Ses statuts ont été modifiés à plusieurs reprises et pour la dernière fois aux termes d'un acte reçu par Maître Véronique GRIBOMONT à Tournai le 18 juillet 2018 publié aux Annexes du Moniteur Belge du 1 août 2018 sous le numéro 0120022.

Son capital social s'élève à 70.000 EUR et est représenté par 3.003.525 actions, sans désignation de valeur nominale, détenues sous forme nominative ou dématérialisée. Toutes les actions sont entièrement libérées. Evadix n'a qu'une seule catégorie d'actions.

Sur la base du registre des actions, l'actionariat de la Société Absorbante se compose comme suit :

<u>Actionnaires</u>	<u>Nombre d'actions</u>	<u>Pourcentage</u>
Whitestone Partners SRL.....	2.383.192	79,35%
Public	620.333	20,65%
Total	3.003.525	100,00%

b) *La Société Absorbée*

La Société Absorbée est la société à responsabilité limitée Whitestone Partners, ayant son siège Route de Genval 32 à 1380 Lasne, immatriculée au registre des personnes morales du Brabant Wallon sous le numéro 0736.706.684.

Elle a été constituée par acte authentique dressé par Maître Jean VINCKE à Bruxelles le 22 octobre 2019. L'extrait d'acte a été publié aux Annexes du Moniteur belge du 23 octobre 2019 sous le numéro 2019-10-25/0340606.

Ses statuts ont été modifiés à plusieurs reprises et pour la dernière fois aux termes d'un acte reçu par Maître Jean VINCKE à Bruxelles le 8 février 2021 publié aux Annexes du Moniteur Belge du 12 février 2021 sous le numéro 0309966.

En rémunération des apports, 2.486 actions ont été émises. La Société Absorbée n'a pas émis d'actions dématérialisées, d'actions sans droit de vote, de parts bénéficiaires sans droit de vote, d'obligations convertibles, de droits de souscription ou de certificats.

Sur la base du registre des actions, l'actionnariat de la Société Absorbée se compose comme suit :

<u>Actionnaires</u>	<u>Nombre d'actions</u>	<u>Pourcentage</u>
Sandro Ardizzone	824	33,1%
Frédéric Pouchain	824	33,1%
François Haquenne	292	11,8%
Olivier Pirotte	277	11,1%
Dominique Gosselin	65	2,7%
Capital One SRL.....	78	3,1%
Thierry Portello.....	126	5,1%
Total	2.486	100,0%

II. SITUATION PATRIMONIALE

En ce qui concerne la Société Absorbante, l'exercice de valorisation s'est basée sur l'actif net comptable de cette dernière établi au 31 mai 2021, compte tenu de l'absence d'activités opérationnelles et de personnel. La valeur de la Société Absorbante ainsi déterminée s'élève à 316.510 EUR.

En ce qui concerne la Société Absorbée, compte tenu de ses nombreuses participations, différentes méthodes ont été utilisées (voir la section IV ci-dessous), entre autres (i) l'actif net réévalué (ANR), (ii) l'analyse des flux de trésorerie actualisés et (iii) Valeur/Actifs sous Gestion (ou Price/Assets under Management « P/AuM »). La valeur de la Société Absorbée ainsi déterminée sur base des méthodes précitées s'élève à 12.106.000 EUR, telle que mise en évidence dans le rapport de valorisation (Valuation Report – August 2021) de la Société Absorbée préparé par ING Belgium NV/SA (Annexe 1).

Le présent rapport ainsi que les documents visés à l'article 12:28 §2 du CSA, notamment :

- les comptes annuels des trois derniers exercices comptables, les rapports de gestion et les rapports du commissaire relatifs aux comptes annuels des trois derniers exercices comptables de la Société ; et
- les comptes annuels des deux derniers exercices comptables de Whitestone (son premier exercice comptable ayant été arrêté au 31 décembre 2019) et les rapports de gestion relatifs aux comptes annuels des deux derniers exercices comptable de Whitestone,

seront mis à disposition aux sièges sociaux des sociétés et seront mis en ligne sur le site internet www.evadix.be un mois au moins avant la première assemblée générale extraordinaire des sociétés appelées à se prononcer sur la fusion.

III. JUSTIFICATION ET OPPORTUNITE DE L'OPERATION ENVISAGEE

La Société Absorbée a acquis 2.060.960 actions de la Société Absorbante, représentant 68,62% du capital, le 10 février 2021. Conformément aux prescrits des articles 50 et 57/2 de l'arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition, la Société Absorbée a effectué une offre publique d'acquisition sur tous les titres avec droit de vote ou donnant accès au droit de vote émis par la Société Absorbante et qui n'étaient pas encore en sa possession, soit 942.565 actions. Au terme de la période initiale d'acceptation ayant pris fin le 21 mai 2021, la Société Absorbée a acquis 322.232 actions supplémentaires de la Société Absorbante, portant sa participation dans le capital de cette dernière à 2.383.192 actions.

La fusion entre la Société Absorbée et la Société Absorbante prendra la forme d'une fusion inversée au terme de laquelle Evadix absorbera Whitestone. Un élément particulièrement important de la reprise d'Evadix par Whitestone est la faculté de pouvoir faire appel à l'épargne du public, au travers de sa cotation sur Euronext Growth.

L'intention du groupe Whitestone est de pouvoir, au travers de la Société Absorbante, saisir toutes les opportunités d'investissements ainsi que d'accélérer le développement de la Société Absorbante qui a été financé jusqu'ici sur fonds privés de ses actionnaires. Il s'agit par ailleurs de partager la création de valeur générée par ses investissements en private equity avec le public qui n'y a souvent pas accès. Enfin, la Société Absorbante a également l'intention de jouer un rôle social/sociétal en développant des entreprises et donc des emplois. A l'issue de la présente restructuration, l'objectif du groupe Whitestone est que la Société Absorbante lève des fonds en faisant appel aux marchés de capitaux.

La fusion présente un intérêt tant pour les actionnaires de Whitestone que pour les actionnaires de la Société. Pour les actionnaires de Whitestone, la fusion permettra d'utiliser la cotation de la Société Visée sur Euronext Growth Brussels de manière à lever des fonds auprès de tiers et continuer le développement du groupe Whitestone. Pour les actionnaires de la Société, la fusion permettra de redéployer les activités de la Société, d'avoir de la substance en termes d'activités, d'actifs et d'équipes opérationnelles.

IV. METHODES SUIVIES POUR LA DETERMINATION DU RAPPORT D'ECHANGE DES ACTIONS

a) *Valorisation de la Société Absorbante*

En ce qui concerne la Société Absorbante, l'exercice de valorisation s'est basée sur l'actif net comptable de cette dernière établi au 31 mai 2021. La valeur de la Société Absorbante ainsi déterminée s'élève à 316.510 EUR. Cette méthodologie est identique à la méthode de valorisation qui avait été utilisée par Whitestone lors de l'acquisition des 2.060.960 actions de la Société Absorbante, représentant 68,62% du capital, le 10 février 2021, et se reflète essentiellement (exclusivement) la position « cash net » de la Société Absorbante au 31 mai 2021. Dans le cadre de l'exercice de valorisation de la Société Absorbante, il n'a pas été jugé utile d'utiliser le cours de bourse de la Société Absorbante (notamment la moyenne pondérée des prix de négociation) car cette méthode ne permet pas d'apprécier, de manière raisonnable et pertinente, la valeur de la Société Absorbante, celle-ci n'ayant plus d'activités opérationnelles et de personnel, et son cours de bourse étant extrêmement volatile et peu liquide.

b) *Valorisation de la Société Absorbée*

En ce qui concerne la Société Absorbée, compte tenu de ses nombreuses participations, différentes méthodes ont été utilisées, entre autres (i) l'actif net réévalué (ANR), (ii) l'analyse des flux de trésorerie actualisés et (iii) Valeur/Actifs sous Gestion (ou Price/Assets under Management « P/AuM »).

La méthode de l'actif net réévalué (ANR) permet de déterminer une valeur de marché des capitaux propres de la Société Absorbée en réévaluant les éléments d'actif à leur valeur de marché.

Dans le cadre du calcul de l'ANR, les participations dans les sociétés opérationnelles ont été évaluées sur base de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs (ou la méthode *Discounted Cash Flow* ou « DCF »). La valeur d'entreprise de chaque entité a été déterminée en actualisant les flux de trésorerie disponibles futurs et la valeur terminale à la fin de la période de prévision à un Coût Moyen Pondéré du Capital (« CMPC » ou *Weighted Average Cost of Capital* « WACC »). Les projections concernant les performances futures ont été établies sur la base (i) des chiffres financiers historiques de chaque entité et (ii) du plan d'affaires de chaque entité.

Les valorisations DCF ainsi obtenues ont validées, là où cela s'avérerait pertinent, par un recours à une méthode de multiples de sociétés cotées comparables. La valeur des titres a été déduite en soustrayant de la valeur d'entreprise obtenue l'endettement net de ses participations.

De même, les transactions récentes sur tout ou partie des titres de ses participations ont été prises en considération ainsi que, le cas échéant, leur valeur boursière.

Le Price/Assets under Management « P/AuM » a quant à lui été utilisé pour valoriser la participation de Whitestone Partners S.à.r.l. dans ECP. La valorisation de la société immobilière Whitestone Properties a quant à elle réalisée par un bureau externe d'expertise immobilière.

La valeur de la Société Absorbée ainsi déterminée s'élève à 12.106.000 EUR, telle que mise en évidence dans le rapport de valorisation (Valuation Report – August 2021) de la Société Absorbée préparé par ING Belgium NV/SA ([Annexe 1](#)).

V. DETERMINATION DU RAPPORT D'ECHANGE

Les méthodes d'évaluation décrites ci-dessus conduisent aux valeurs suivantes :

- La valeur d'une action Whitestone s'élève à 4.869,6702 EUR sur la base d'une valeur de société de 12.106.000 EUR divisée par le nombre total d'actions émises à cette date, soit 2.486 ; et
- La valeur d'une action Evadix s'élève à 0,1054 EUR sur la base d'une valeur de société de 316.510 EUR (au 31 mai 2021) divisée par le nombre total d'actions émises à cette date, soit 3.003.525.

Compte tenu de ce qui précède, le rapport d'échange peut être déterminé selon la formule suivante :

$$\frac{\text{Valeur par action de Whitestone} \quad 4.869,6702}{\text{Valeur par action d'Evadix} \quad 0,1054} = \frac{\quad}{\quad} = 46.201,8046$$

Une action Whitestone vaut donc 46.201,8046 actions Evadix.

Sur base des éléments qui précèdent, les conseils d'administration de la Société et de la Société Absorbée proposent que le transfert du patrimoine par voie de fusion par absorption de la Société Absorbée soit rémunéré par l'attribution de cent quatorze millions huit cent cinquante-sept mille six cent quatre-vingt-six (114.857.686) actions nouvelles de la Société Absorbante aux actionnaires de la Société Absorbée, soit une (1) action de la Société Absorbée pour quarante-six mille deux cent une virgule quatre-vingts (46.201,80451) actions de la Société Absorbante. Le rapport d'échange est donc de 114.857.686 actions Evadix pour 2.486 actions Whitestone. Il ne sera attribué aucune soultte en espèces ou autrement.

Le rapport d'échange est donc de 114.857.686 actions Evadix pour 2.486 actions Whitestone.

Les conseils d'administration de la Société et de la Société Absorbée estiment qu'en fixant ce rapport d'échange, ils rencontrent de manière équilibrée les droits et intérêts des actionnaires de la Société et des actionnaires de Whitestone.

VI. EMISSION DE NOUVELLES ACTIONS

Compte tenu de l'impossibilité d'émettre des fractions d'actions, les nouvelles actions seront attribuées comme suit :

<u>Actionnaires</u>	<u>Nombre d'actions attribuées</u>
Sandro Ardizzone	38.070.287
Frédéric Pouchain	38.070.287
François Haquenne	13.490.927
Olivier Pirotte	12.797.900
Dominique Gosselin	3.003.117
Capital One SRL.....	3.603.741
Thierry Portello.....	5.821.427
Total	114.857.686

Les nouvelles actions seront nominatives et jouiront des mêmes droits et avantages que les actions existantes de la Société Absorbante et donneront le droit de participer aux bénéfices éventuels de la Société Absorbante et donneront droit, le cas échéant, aux dividendes à compter de la date de réalisation juridique de la fusion. Dès la réalisation de la fusion, la conversion des actions de la Société Absorbée en actions de la Société Absorbante sous forme nominative se fera par l'inscription dans le registre des actionnaires de la Société Absorbante, par deux administrateurs de la Société Absorbante agissant conjointement ou par l'administrateur-délégué, de chacun des actionnaires précités.

Les règles du CSA (en particulier les articles 7:215 et suivants du CSA) s'appliqueront aux 2.383.192 actions propres dont la Société deviendra propriétaire à la suite de la fusion.

A l'issue de l'opération, le capital de la Société Absorbante sera représenté par 117.861.211 actions sans désignation de valeur nominale, sous forme nominative ou dématérialisée, réparties de la manière suivante :

<u>Actionnaires</u>	<u>Répartition du capital</u>
Sandro Ardizzone	38.070.287
Frédéric Pouchain	38.070.287
François Haquenne	13.490.927
Olivier Pirotte	12.797.900
Dominique Gosselin	3.003.117
Capital One SRL.....	3.603.741
Thierry Portello.....	5.821.427
Evadix (Auto-contrôle).....	2.383.192
Public	620.333
Total	117.861.211

Compte tenu du nombre d'actions émises à l'occasion de la fusion, l'admission de ces nouvelles actions à la négociation sur Euronext Growth Brussels requerra l'établissement et la publication d'une note d'information conformément aux articles 10, §1, 3^o et 11 de la loi prospectus du 11 juillet 2018 et aux articles 2 et 3 de l'arrêté royal du 23 septembre 2018 relatif à la publication d'une note d'information en cas d'offre au public ou d'admission à la négociation sur un MTF.

VII. AUTRES CONDITIONS DE LA FUSION

- a) *Date à partir de laquelle les actions nouvelles donnent le droit de participer aux bénéfices*

Les 114.857.686 actions nouvelles de la Société Absorbante donneront le droit de participer aux résultats de la Société Absorbante à partir de leur émission.

b) Date de rétroactivité comptable

Suite à l'opération de fusion envisagée, l'intégralité du patrimoine, activement et passivement, de la Société Absorbée sera transféré par suite d'une dissolution sans liquidation, à la Société Absorbante.

A compter du 1er juillet 2021, les opérations effectuées par la Société Absorbée seront considérées être accomplies, d'un point de vue comptable, pour le compte de la Société Absorbante.

c) Avantages particuliers aux administrateurs et émoluments des commissaires

Aucun avantage particulier n'est accordé aux membres des organes d'administration des sociétés appelées à fusionner.

Le commissaire de la Société Absorbante, RSM SCRL, dont le siège est établi Chaussée de Waterloo, 1180 Uccle, RPM (Bruxelles) 0429.471.656, représenté par MM. Bernard de Grand Ry et Céline Arnaud, s'est vu attribuer une rémunération de 5.000 EUR (HTVA) pour la rédaction du rapport prévu à l'article 12:26 CSA.

La Société Absorbée est une petite société au sens de l'article 1:24 CSA et n'a pas nommé de commissaire. Le rapport prévu à l'article 12:26 CSA a été préparé par RSM SCRL, dont le siège est établi Chaussée de Waterloo, 1180 Uccle, RPM (Bruxelles) 0429.471.656, représenté par MM. Bernard de Grand Ry et Céline Arnaud, qui s'est vu attribuer une rémunération de 5.000 EUR (HTVA).

VIII. CONSEQUENCES DE LA FUSION

Evadix absorbera Whitestone au terme de la fusion proposée. Conformément à l'article 12:13 du CSA, la fusion entraînera de plein droit et simultanément les effets suivants :

- (i) la Société Absorbée cessera d'exister, par suite d'une dissolution sans liquidation ;
- (ii) les actionnaires de la Société Absorbée deviendront de plein droit actionnaires de la Société Absorbante ; et
- (iii) la Société se substituera automatiquement à la Société Absorbée dans tous ses droits et obligations et l'intégralité du patrimoine actif et passif de la Société Absorbée sera transférée à la Société.

Sur la base de ce qui précède, la fusion entraînera les conséquences suivantes :

- (i) Whitestone cessera d'exister de plein droit par suite de sa dissolution sans liquidation. Les actionnaires de Whitestone deviendront actionnaires de Evadix ;
- (ii) Evadix se verra transférer l'intégralité du patrimoine de Whitestone, tant actif que passif ;
- (iii) Le capital social de Evadix sera augmenté à concurrence d'un montant de quatre millions seize mille quatre cent quarante et un euros nonante-deux cents (4.016.441,92 €) pour le porter de septante mille euros (70.000 €) à quatre millions quatre-vingt-six mille quatre cent quarante et un euros nonante-deux cents (4.086.441,92 €) et 114.857.686 actions nouvelles de la Société, sans désignation de valeur nominale, seront émises en échange de 2.486 actions de Whitestone. Le montant de l'augmentation de capital décrite ci-dessus correspond aux apports de la Société Absorbée, en tenant compte d'une élimination de la

quote-part de fonds propres de la Société Absorbée en raison des deux millions trois cent quatre-vingt-trois mille cent nonante-deux (2.383.192) actions de la Société Absorbante qui seront transférées par la Société Absorbée et détenues par la Société Absorbante consécutivement à la fusion, conformément à l'article 7:216 du CSA. Le montant de cette quote-part de fonds propres sera affecté à la réserve indisponible devant être créée par la Société Absorbante, conformément à l'article 7:217, §2 du CSA, lorsque des actions propres sont comptabilisées à son bilan ;

- (iv) L'opération emportera une augmentation du nombre d'actions d'Evadix de 114.857.686, le droit de vote des actions existantes à ce jour étant ramené à 2,55% de l'ensemble des actions émises après fusion. Toutefois, les droits de vote attachés aux deux millions trois cent quatre-vingt-trois mille cent nonante-deux (2.383.192) actions de la Société Absorbante qui seront transférées par Whitestone et détenues par la Société Absorbante consécutivement à la fusion seront, conformément à l'article 7:217 du CSA, suspendus ; et
- (v) Chaque action donnera droit à 1/117.861.211 du bénéfice au lieu de 1/3.003.525 actuellement. Conformément à l'article 7:217, §3 du CSA, le droit aux dividendes attachés aux deux millions trois cent quatre-vingt-trois mille cent nonante-deux (2.383.192) actions de la Société Absorbante qui seront transférées par la Société Absorbée et détenues par la Société Absorbante consécutivement à la fusion sera frappé de caducité.

IX. CONCLUSION

Compte tenu des considérations juridiques, opérationnelles et économiques susmentionnées, le conseil d'administration est d'avis que la fusion proposée est dans l'intérêt de Evadix. Par conséquent, le conseil d'administration demande aux actionnaires de Evadix d'approuver la fusion proposée à l'occasion de l'assemblée générale extraordinaire qui se tiendra en présence d'un notaire.


Le conseil d'administration reste à l'entière disposition des actionnaires de Evadix pour toute information complémentaire qu'ils souhaiteraient obtenir dans le présent cadre.

* * *

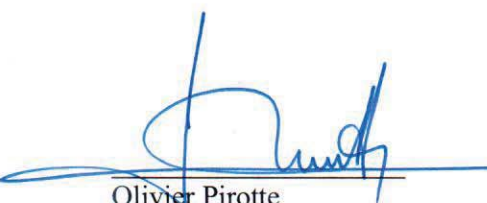
[La page de signature suit]


Pour le conseil d'administration :


Whitestone Partners SRL
Représentée par Frédéric Pouchain


PhM Advisory SRL
Représentée par Philippe Masset


Agropellets SPRL
Représentée par Jean-François Gosse


Olivier Pirotte

DocuSigned by:

26385167CBB04F7...

Alternadyve SRL
Représentée par Antoinette d'Yve de Bavay

Annexe 1 – Rapport de valorisation de la Société Absorbée préparé par ING Belgium SA/NV

Voy. document ci-après.



Whitestone

Valuation report

Project Tintin

August 2021

ING Corporate Finance Brussels



Introduction

- In February 2021, Whitestone Partners SRL ('WP') has acquired 68.62% of the shares of Evadix and in May 2021 the stake went up to 79.35% (after the take over bid)
- Following this acquisition, it was mandatory for WP to launch a public offer on the remaining shares of Evadix that WP did not yet owned
- Given WP's need for financing to develop its activities and in the absence of concrete project for Evadix in the short term, WP intends to merge ("the Merger") the two entities in a first step and to raise funds through the market in a second step. The Merger will take the form of a reverse merger, whereby Evadix will absorb Whitestone. Nevertheless Evadix name will be changed to Whitestone after the Merger is completed
- The objective of WP is to complete the Merger by the end of the Summer 2021
- The Corporate Finance Division of ING Belgium SA/NV ('ING') has been appointed by WP to prepare an independent valuation report (the 'Report') of WP. This valuation report may be used in the context of the potential Merger
- This Report is exclusively intended for the Company and its management. The shareholders of the Company may be informed that such Report has been given and to be made aware of its contents but not for the purposes of reliance by them. ING does not assume any duty or liability to any person or entity to whom such copy is provided
- The Report is only based upon information made available to ING by WP and publicly available information. ING is not and shall not be obliged to update or correct any information set out in this Report or to provide any additional information. This Report does not constitute an offer or invitation for the sale, purchase, exchange or transfer of any securities and is not intended to form the basis of any investment decision

Disclaimer

- In preparing the Report, ING has relied upon (and has not sought to verify and does not accept responsibility or assume any obligation for damages for) the accuracy and completeness of all historic financial, accounting, tax and legal information as well as other factual information in respect of WP, provided to it by or on behalf of WP, as requested by ING, and ING has assumed the accuracy and completeness of all such historical information for the purposes of rendering this Report. No party shall have any right of action against ING as a result of any of the information referred to above being inaccurate, misleading or incomplete in any respect
- In preparing its Report, ING has selected information from independent external sources which it considers relevant for the valuation (for example information on comparable companies and multiples of listed companies or takeover transactions). ING has relied on and assumed the accuracy and completeness of the used external sources, which are considered as market standard sources, for this information on comparable companies and multiples of listed companies or takeover transactions, and has not verified the correctness of this information and can therefore not take any responsibility thereon
- WP will ensure that all expressions of opinion, intention and expectation transmitted to ING for the purpose of the Report were made only after due and careful enquiry and consideration
- WP will inform ING in advance of all material developments, strategies and discussions relevant to the Report

Contents of the valuation report

Topics of this valuation paper

A. Introduction	p.4
B. Overview of Whitestone Group and valuation methodologies	p.6
C. Valuation of the main participations	p.9
① Financial services	p.10
② Industry / composite	p.15
D. Valuation of the group, Whitestone Partners SRL	p.18

A. Introduction

Information received from Whitestone Partners for valuation purposes and used by ING for the Report

The Report has been partially prepared on the basis of publicly available information

- Broker and sector reports covering the various peers identified by ING for some companies of the Whitestone Partners Group
- Financial databases such as Capital IQ and Mergermarket in relation to trading and transaction multiples were used

Information received from Whitestone Partners through Mr. Pouchain, CEO of Whitestone Partners, by e-mail, between March 2021 and May 2021

- Forward looking statements (excel model) for the main entities of the group such as ECP, GFI, Iso-Tech and Atima prepared by Whitestone Partners managers at company level using proprietary data, and made available to ING. These latests include:
 - underlying P&L,
 - balance sheet and
 - cash Flow assumptions
- Balance sheet of the different entities at 31/12/2020 - except for Treestone for which no balance sheet is available at 31/12/2020 as the company was created at the end of 2020
- ING has received the shareholding agreements where applicable
- ING has received information of the previous capital raises if any occurred, only applicable to the concerned entities
- Expert report of 2019 regarding the Real estate valuation for Whitestone Properties Srl

Between March 2021 and May 2021, regular information exchanges occurred

- Factual validation of information available regarding WP and interview with management of GFI, ECP, Iso-Tech and Atima occurred throughout April and May. Answers to additional questions were provided per email or orally by the management of the different entities
- We received following information/documents
 - Slight update of some hypothesis for the BP of GFI, especially regarding the current trading
 - Evolution of the gold price for GFI
 - Per email a list of some peers to consider for GFI



ING has not reviewed the build-up of the business plans of Whitestone Partners, neither carried out any due diligence in this respect

This report is a summary of the full report as Whitestone Partners requested to hide confidential information such as business plans

B. Applied valuation methodologies

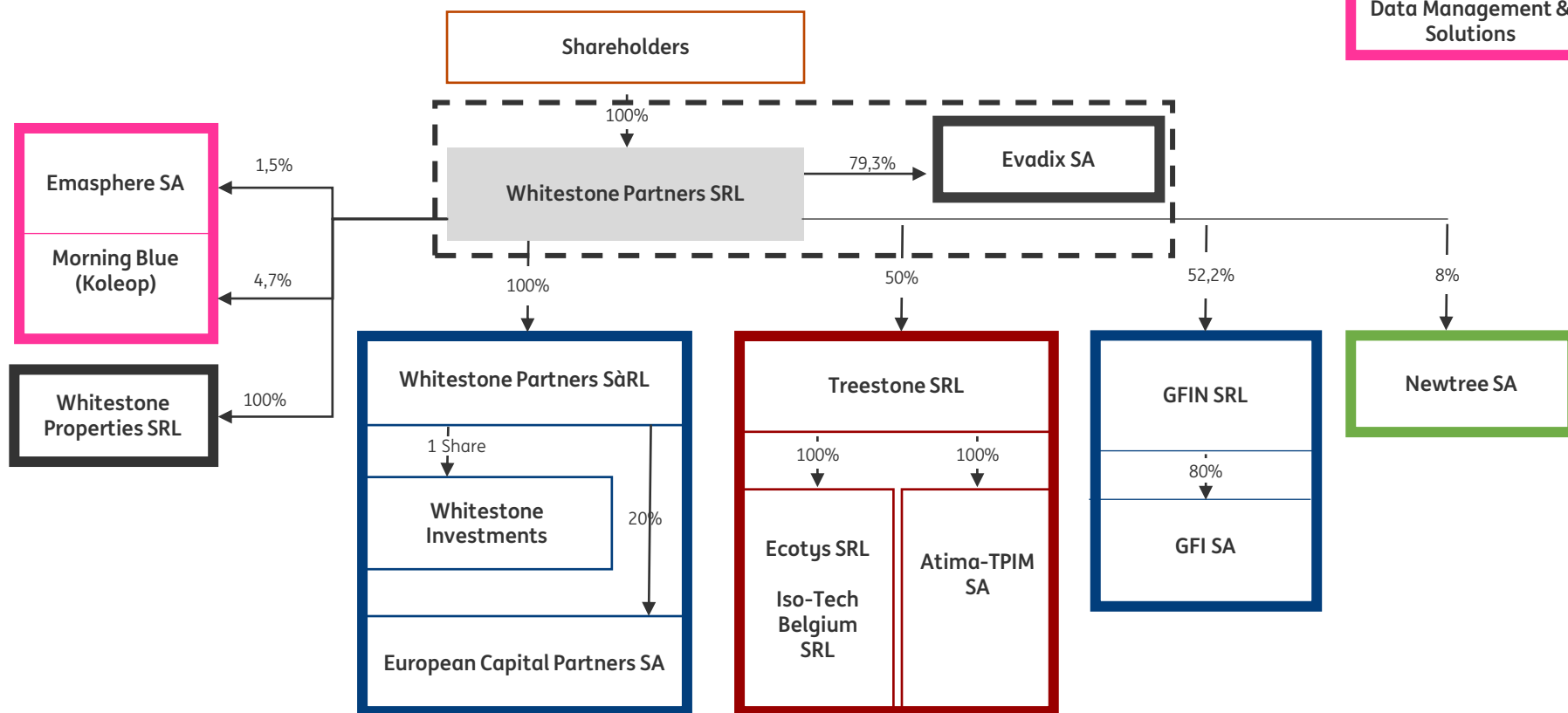
and key financials

Overview Whitestone Group

The Whitestone Group is a young Belgian holding company which has different platforms to invest in listed and non-listed companies based in Belgium and Luxembourg

Group legal structure (July 2021)

- 1 Financial services
- 2 Industry/Composite
- Foodtech
- Data Management & Solutions



Valuation methodologies

When applicable, four valuation techniques were applied

- This valuation is mainly based on the "sum of the parts" method, which consists of valuing the Group by separately assessing the value of each entity/division and adding them up in order to get the total value of the Group
- The market value of each entity/division is defined using one or more of the following valuation methods according to its specificities :

Technique	Methodology	Comment
DCF	<ul style="list-style-type: none"> • The Discounted Cash Flow ('DCF') methodology discounts future free operational cash flows • This valuation technique requires a business plan reflecting medium term cash flow generation and normalised financials supporting terminal value 	<ul style="list-style-type: none"> • The DCF is used for operational businesses which have a business plan • The operational cash flows are discounted at the Weighted Average Cost of Capital ('WACC')
NAV	<ul style="list-style-type: none"> • The objective of the Net Asset Value ('NAV') is to evaluate the assets and liabilities of the company at fair value instead of the accounting book value • This enables the calculation of the market value of the equity 	<ul style="list-style-type: none"> • The NAV methodology will be used for the valuation of WP's holdings. • This methodology concerns the holdings for WP
Trading multiples	<ul style="list-style-type: none"> • Valuation based on ratios over current market capitalization/enterprise value versus key financials of listed peers (trading multiples) • Most relevant multiples according to the activity of the firm/s (i.e. EV/EBITDA and EV/EBIT or P/AuM and P/E) 	<ul style="list-style-type: none"> • Operational businesses can be valued through trading multiples • Trading multiples peer groups often encompass large corporates which are often not comparable nor in size or business to the considered targets
Transaction multiples	<ul style="list-style-type: none"> • Recent transactions in the company's sector could serve as a benchmark for valuation • Most relevant multiples according to the activity of the firm/s (i.e. EV/EBITDA and EV/EBIT or P/AuM and P/E) 	<ul style="list-style-type: none"> • Operational businesses can be valued through transaction multiples • Transaction multiples are to be handled carefully as every transaction is unique which makes comparability not always genuine

- When applicable, individual valuation includes small size/illiquidity discount mainly via an increase of the cost of equity or a discount with retained comparable companies multiple

C. Valuation of the different entities

1. Financial services

Whitestone Partners SàRL & Whitestone investments

introduction

Whitestone Partners SàRL (holding)*

The Whitestone Group was created in 2012 by Frédéric Pouchain and Sandro Ardizzone, through Whitestone Partners S.à.r.l., a limited liability company incorporated in Luxembourg as an alternative investment fund manager (AIFM). This company is the General Partner of Whitestone Investment S.C.A., a SICAF-SIF with two sub-funds: ARMS (Absolute Return Multi Strategy) and LEGS (Long Equity Growth Strategy) with a total of assets under management of about 31 M€

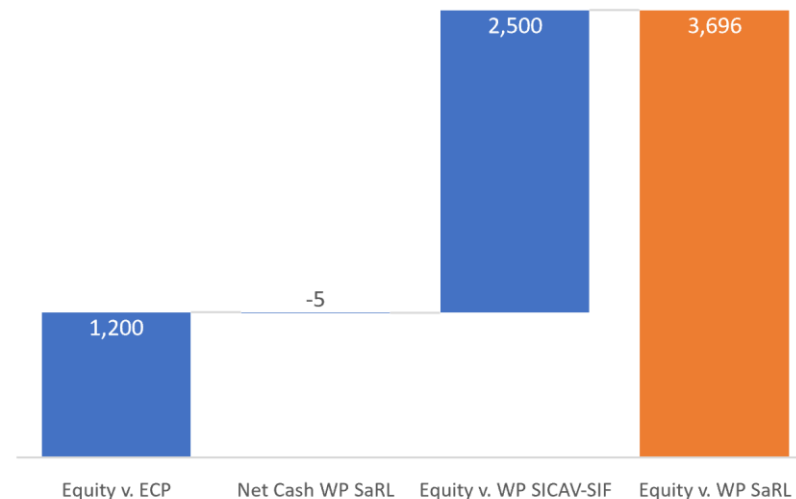
Whitestone Partners SRL

↓ 100%

Whitestone Partners SàRL

Whitestone Partners SàRL valuation (in EURk)

		Market value	ING comments
Equity value ECP SA	100%	6,000	Source: ING valuation DCF, P/AUM, P/E, multiples, etc
Equity value ECP SA	20%	1,200	WP SàRL owns 20% of ECP
Equity value W. Investments	1 share	1	Source: 1 share = 1.000 EUR
Net Debt WP SàRL		5	Net cash at 31/12/2020 + effects of stock purchases and capital raises after 2020
Equity value WP SICAV-SIF	100%	2,500	The SICAV activity is in WP SàRL
Total Equity value WP SàRL	100%	3,696	



The equity value for 100% of WP SàRL points to EUR **3,696k**

*Whitestone Partners SàRL has 1 share in Whitestone investments which is valued at 1,000 EUR

** Whitestone Investments ("Whitestone Investments"), a Luxembourg SICAV-SIF in which Whitestone Partners S.à.r.l. holds a management share as a General Partner. As General Partner, Whitestone Partners S.à.r.l. manages Whitestone Investments which currently has 2 sub-funds (mixed equity/bond and equity) for a total of approximately EUR 30m of AUM

European Capital Partners

Introduction

- European Capital Partners (“ECP”) has originally been founded in 2010 in Luxembourg by Luxembourgish entrepreneurs
- In 2020, in partnerships with Whitestone Partners and Colombo Wealth SA, a Swiss family office, ECP expanded its activities with wealth management
- ECP is today a management company regulated by the CSSF¹ in the Grand Duchy of Luxembourg with over EUR650 million of assets under management (“AuM”)

ECP's key financials

in EURm	2019A	2020A
Total Revenue	2.3	2.3
<i>y.o.y. growth</i>		0.9%
Total EBITDA	0.4	(0.1)
<i>As % of sales</i>	16.8%	(4.7%)
Net Profit	0.1	(0.1)
Total assets	1.8	1.9
Total shareholders fund	1.4	1.2
Cash at hand	1.4	0.8
AuM end of Year	549.2	663.5

Whitestone Partners SàRL

↓ 20%



(1) Commission de Surveillance du Secteur Financier

Valuation of GFIN Srl

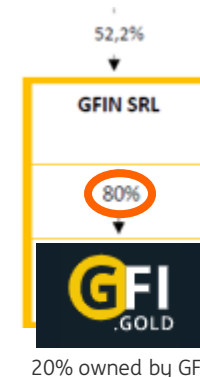
Introduction

- GFIN SRL ("GFIN"), a limited liability company incorporated under Belgian law has its offices in Wallonia
- It operates as a holding for GFI SA. GFIN owns 80% of GFI and GFI owns 20% own shares

Valuation GFIN

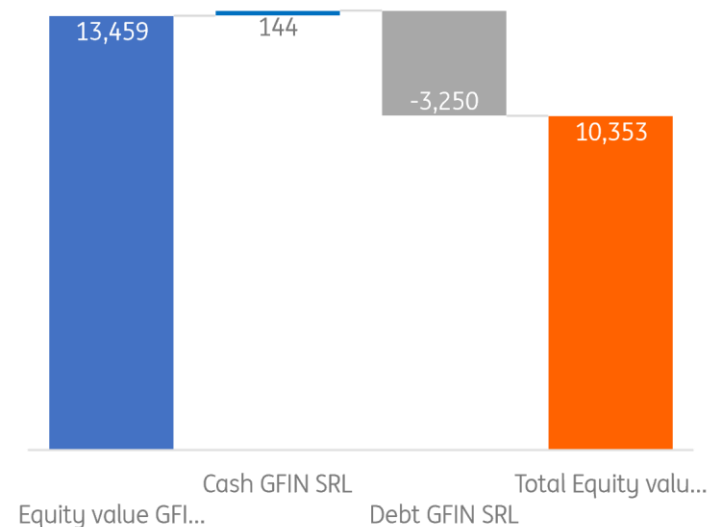
- The valuation was performed according to the NAV (Net Asset Value) methodology used for holdings. The objective is to evaluate the assets of the holding at fair value instead of the accounting book value.
- The value of the assets at fair value correspond to the participation GFIN has in GFI
- The equity value at fair value of GFI determinates the Equity value of GFIN after deduction of the net debt and considering the 100% stake

Whitestone Partners SRL



Schedule equity value GFIN SRL (EURk)

	Participation	Fair value 31/12/2020	ING comments
Equity value GFI SRL	100%	13,459	Source: ING valuation DCF, multiples, etc.
Cash GFIN SRL		144	Cash position at 19/04/21
Dette GFIN SRL		3,250	Situation April 2021
Total Equity value GFIN SRL	100%	10,353	



The equity value of GFIN's stake of 100% in GFI points to EU **10,353k**

Gold and Forex International SA

Introduction

- Gold and Forex International SA ("GFI"), a limited company incorporated under Belgian law, has its offices in Brussels
- GFI itself holds 20% of its own shares



The company at a glance

The company was founded at the eve of the gold price rush just some years prior to the financial crisis of 2008 which sent the price of a gold bar from EUR 10k in 2005 to EUR 45k in 2012. This created a large inflow of new clients and paved the way for the growing customer base. Today GFI is a renowned player on the Belgian market



Investment Gold



Currency exchange

Products	The main activity of GFI consists of buying and selling physical gold bars and coins such as Napoleon Krugerrand, Maple Leaf, Louis and others	The second activity of GFI consists of buying and selling notes of foreign currencies
Customers split 2019	B2B (34%), B2C (28%)	B2B (31%), B2C (7%)

Historical financials

Year	Units	2019A jun/19	2020A jun/20
Total Revenue	EURm	157.1	238.7
<i>y.o.y. growth</i>	%		51.9%
Total EBITDA	EURm	0.8	2.3
<i>As % of sales</i>	%	0.5%	1.0%
Depreciation and amortization	EURm	(0.1)	(0.1)
EBIT	EURm	0.8	2.3
<i>As % of sales</i>	%	0.5%	1.0%

- 2020 turned out to be a very strong year thanks to the Covid pandemic as both the volume and the price of gold went up

2. Industry / composite

Valuation Treestone SRL

Introduction

- Treestone SRL ("Treestone"), a limited liability company incorporated under Belgian law, and has its office in Walhain
- Treestone is a joint venture owned by WP and the two directors of Treestone, namely Naji El-Masri and Alain Genard
- This investment platform focuses on composite materials, machining and generally industrial companies
- Treestone owns 100% of Iso-Tech Belgium SRL, 100% of Atima - TPIM SA

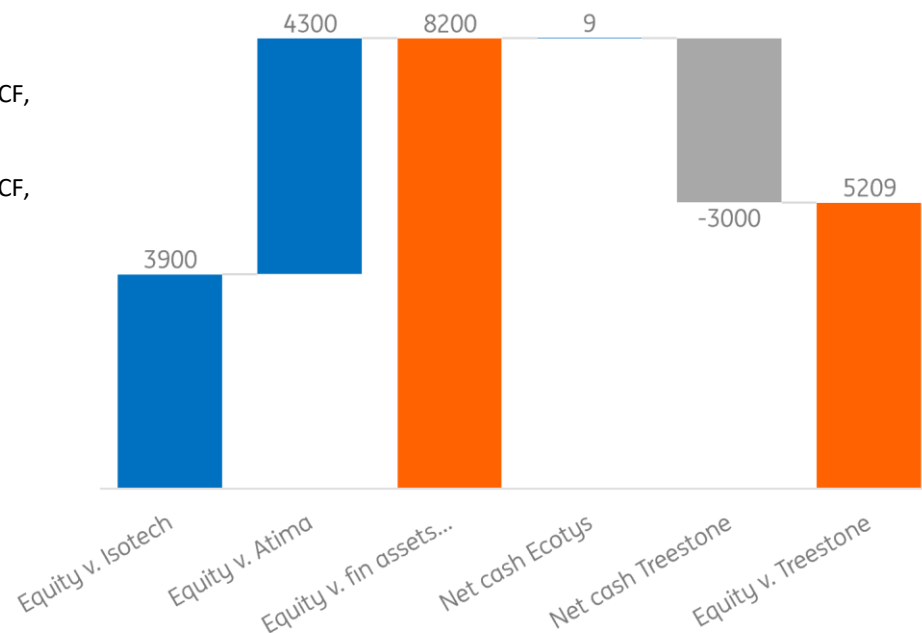
Whitestone Partners SRL

↓ 50%



Valuation (EURk)

	Market value	ING comments
Equity v. Isotech	100% 3,900	Source: ING valuation DCF, multiples, etc
Equity v. Atima	100% 4,300	Source: ING valuation DCF, multiples, etc
Equity v. fin assets Treestone	8,200	
Net cash Ecotys	9	31/12/2020
Net cash Treestone	-3,000	April 2021
Equity v. Treestone	100% 5,209	



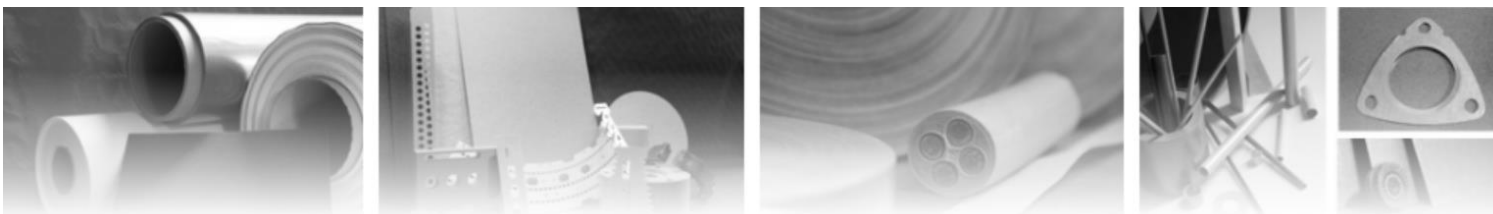
The Equity Value for 100% of Treestone points to EU **5,209k**

Introduction to Iso-Tech Belgium and Atima TPIM

Treestone owns today two participations

(i) 100% of Iso-Tech Belgium SRL ("Iso-Tech") headquartered in Fleurus through Ecotys SRL

- Iso-Tech is a trading company offering its international customers a wide range of mica-based insulation products. Mica is a natural material with remarkable electrical and thermal insulating properties. The targeted industries are mainly steel / foundry, transport industry, and electric / hybrid motorization. Iso-Tech Belgium has developed its skills around the sourcing of these insulating materials (as well as their light transformation)
- Iso-Tech has not been flooded, therefore no impact on the valuation will be considered



Treestone SRL

↓ 100%



(ii) 100% of Atima – TPIM SA ("Atima"), headquartered in Pepinster

- Atima is a company specialized in the supply of small series of parts in composite materials. The company is active on an international level. The targeted industries are numerous and include aeronautics, railways and the steel industry. Atima has developed a real knowledge of composite materials as well as a unique know-how to machine them on a contract basis
- Located in the Liege province, Atima achieves 70% of its turnover abroad and works in close partnership with the most important steelmaking groups worldwide
- Atima has been flooded by ~70cm of water which represents a cost estimated at around EUR 200k (mainly for the repair of machines) but for which the cost should be covered by their insurances. 80% of the machines are operational again and 100% should be reached soon. There is no impact on the business as the factory was on holidays during the flooding.
- The flooding impact is minor for Atima, therefore no impact on the valuation will be considered



Treestone SRL

↓ 100%

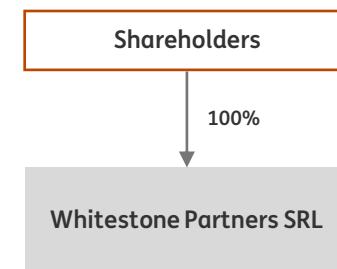


D. Valuation of the group,

Whitestone Partners SRL

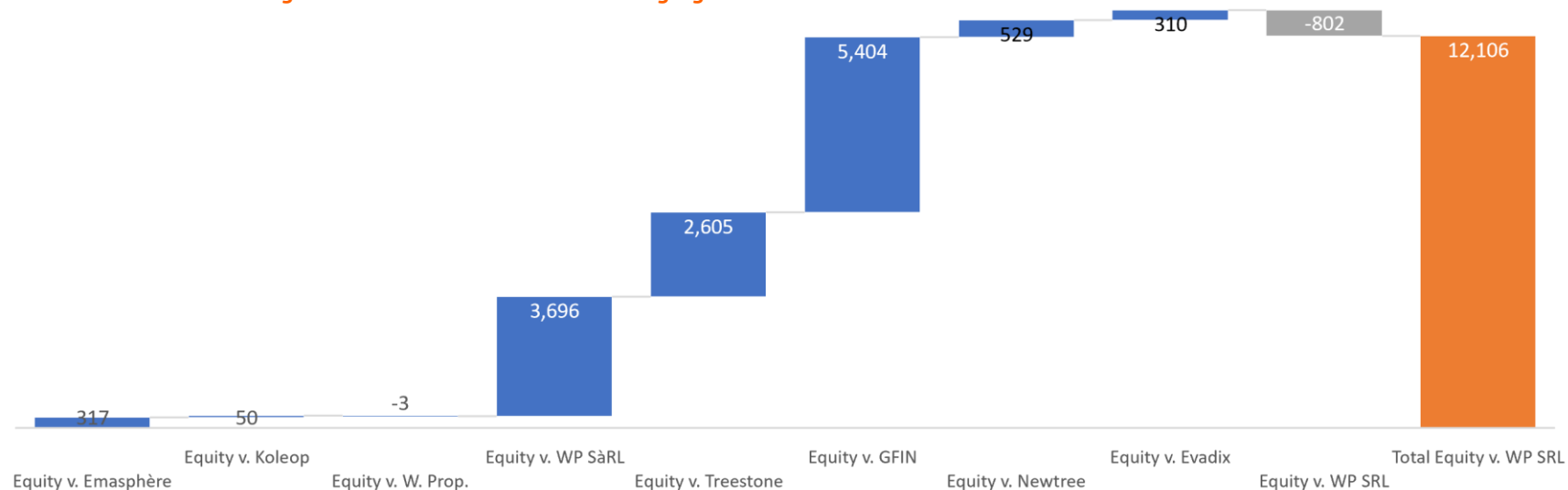
Valuation of the group, Whitestone Partners SRL

The Whitestone Partners SRL value depends on the fair value of its underlying financial assets



	Market value	ING comments
Equity v. Emasphere	1.5% 317	Source: Capital raise expected pre-money valuation for Q4 2021
Equity v. Koleop	4.7% 50	Source: ING valuation DCF, multiples, etc
Equity v. W. Prop.	100% -3	Source: Real estate valuation report + net debt position at 31/12/2020
Equity v. WP SàRL	100% 3,696	Source: 20% equity v. ECP with net debt SàRL and valuation Sicav-Sif
Equity v. Treestone	50% 2,605	Source: 50% of 100% Equity v. Treestone SRL
Equity v. GFIN	52.2% 5,404	Source: 52.2% of 100% Equity v. GFIN SRL
Equity v. Newtree	8% 529	Source: Last capital raise
Equity v. Evadix	79% 310	Source: Cash position of Evadix at 31/05/2021
Equity v. WP SRL	-802	Source: ING valuation DCF
Total Equity v. WP SRL	12,106	

Valuation waterfall including Whitestone Partners SRL underlying financial assets at fair value



To conclude, this valuation report, of Whitestone Partners SRL, including all its participations and sub holdings, points to an Equity value of EUR 12.1m compared to a book value of EUR 4.2m on 31/03/2021