

**Rapport d'évaluation**  
**du patrimoine immobilier de la**  
**Compagnie financière de Neufcour S.A.**  
**au 30 juin 2009**

**S.A. Compagnie Financière de Neufcour**

rue Churchill, 26

B - 4624 Romsée

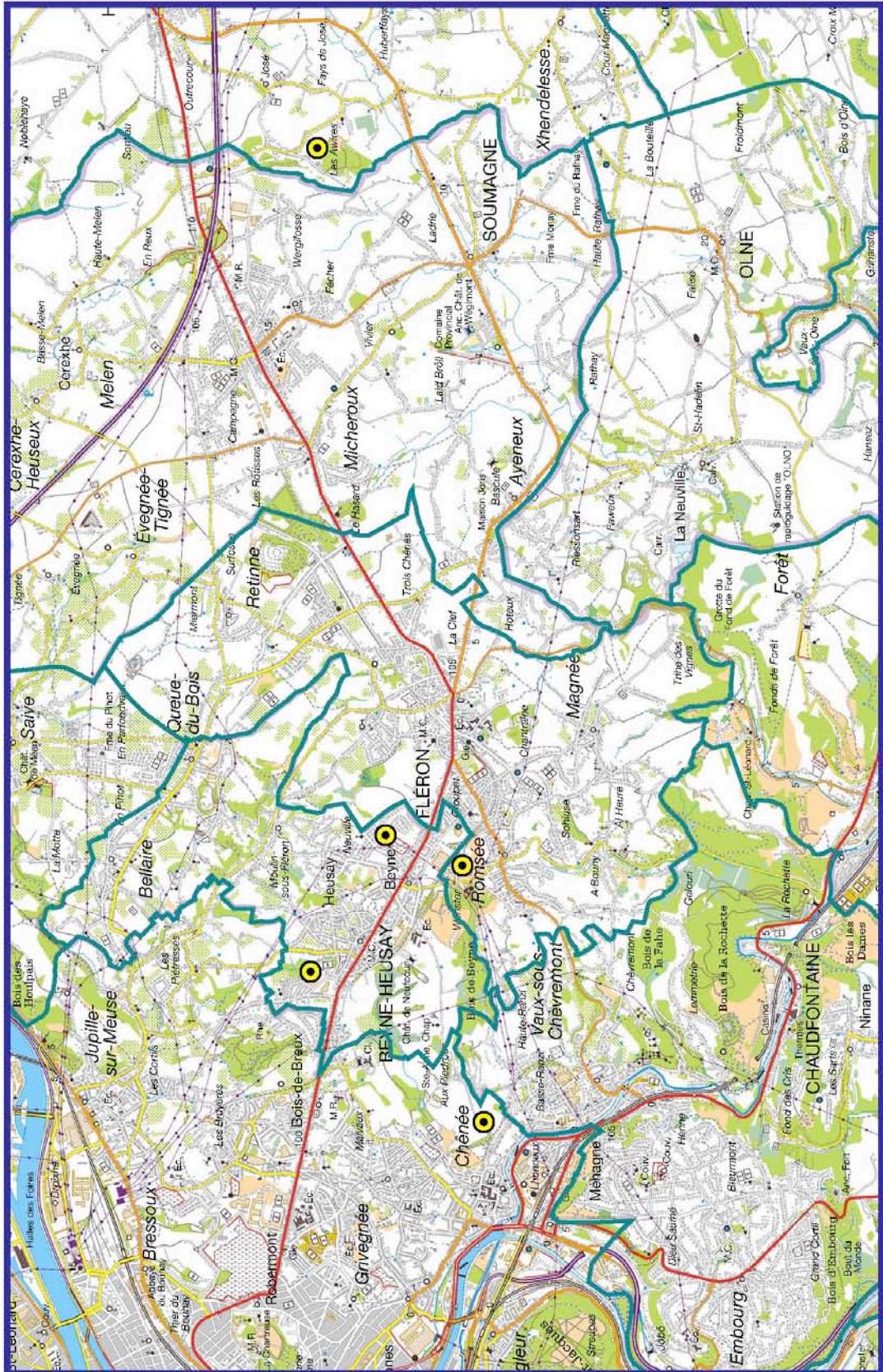
☎ 04/358 69 44

☒ 04/358 23 83

✉ info@neufcour.com

www.neufcour.com

## PROJETS BOUILLE S.A. & COMPAGNIE FINANCIERE DE NEUF COUR S.A.



## **1. Objet de la mission**

- Le Conseil d'administration de la Compagnie Financière Neufcour SA a confirmé son intention de procéder à l'inventaire régulier du patrimoine consolidé des immeubles dont la société est propriétaire, soit :
  1. directement ;
  2. au travers de sa filiale Bouille SA, dont elle détient 99,9 % ;
  3. au travers de la filiale immobilière de droit luxembourgeois Wérimmo SA, dont elle détient 66,6 %.
  
- Soucieux de tenir compte des impacts de la crise financière actuelle ainsi que de l'état du marché immobilier, le Conseil d'administration s'est interrogé sur la valorisation actuelle de son patrimoine et sur l'évolution de celui-ci. Il nous a demandé de rédiger, avec l'appui logistique d'un groupe de travail, un rapport circonstancié donnant une évaluation, au 30 juin 2009, du patrimoine de la société en fonction des prix actuels de marché.

## **2. Préalables**

Il faut noter que les estimations de prix des terrains à bâtir sont directement influencées par les conditions dans lesquelles le patrimoine pourra être valorisé. Aujourd'hui plus qu'hier, des plans de mobilité doivent être approuvés et mis en place par les autorités de tutelle ; d'autres dispositions strictes à caractère environnemental (dépollution des sols, etc ...) seront sans doute de nature à modifier, dès l'origine, la rentabilité attendue de certains projets immobiliers.

- a. Nous ne tiendrons pas compte, dans le présent rapport, de l'impact comptable des comptes consolidés du groupe, ni d'éventuelles plus-values non liées aux actifs utiles, ni éventuelles provisions à constituer.
  
- b. Pour réaliser une étude un tant soi peu crédible dans ces matières, on ne peut passer sous silence le rôle prépondérant des moyens de communication et de transport sur la localisation de l'habitat de demain. L'encombrement des voies routières requiert des pouvoirs locaux qu'ils érigent des plans de mobilité permettant aux futurs habitants des terrains où seront construits les immeubles d'y accéder sans difficultés. Un projet de raccordement des banlieues de Liège par la voie ferrée (tramways) influencera très certainement le comportement des acquéreurs des parcelles qui seront commercialisées.

- c. L'exercice est d'autant plus difficile qu'il convient de souligner que la gestion d'une société immobilière comme Neufcour, créée in « illo tempore » pour valoriser le patrimoine d'un ancien charbonnage, ne peut être envisagée sans tenir compte de l'aspect environnemental.

L'obligation de dépollution pouvant peser sur tout ou partie des sites avant leur cession peut réduire de façon très importante la valorisation imaginée du patrimoine. L'évolution de cette contrainte potentielle s'est faite plus pressante depuis cinq ans, notamment avec l'entrée en vigueur des décrets wallons du 1<sup>er</sup> avril 2004 et du 5 décembre 2008.

### **3. Méthodologie suivie**

Il serait sans doute audacieux de calculer la valeur de la société en actualisant purement et simplement une succession de cash flow futurs, générés par les divers projets d'investissements immobiliers. La méthode est sans conteste rigoureuse et analytique, mais l'estimation des cash flows – dans un futur probablement très éloigné (potentiellement de 15 à 20 ans pour certains d'entre eux) – est trop aléatoire pour justifier la valeur économique de l'entité.

Nous avons préféré nous baser sur une approche fondamentale et actuelle des choses. Ainsi, pour mener à bien notre mission, nous avons pris connaissance :

- ✓ de divers documents de travail établis par le conseil d'administration au fil des années et, notamment, de projections de valorisation datant de 2005 et début 2006, tenant compte de délais d'actualisation aujourd'hui considérés comme non réalistes ;
- ✓ du rapport d'évaluation du 22 février 2007 dressé par le géomètre expert immobilier M. Frédéric Chatelain ; les valeurs que nous reprenons dans ce rapport ont été ajustées pour tenir compte de l'évolution des prix depuis 2 ans ;
- ✓ des chiffres comptables au 30 juin 2009 tels que fournis par le bureau d'expertise comptable Finaudit ;
- ✓ des chiffres comptables consolidés du groupe au 30 juin 2009.

La méthode de valorisation retenue pour notre étude repose sur l'évaluation patrimoniale de la société, c'est-à-dire en « valeur de réalisation à ce jour ».

Une autre approche aurait pu consister, nous l'avons mentionné plus haut, à actualiser les cash flows nets futurs (recettes du produit des ventes, sous déduction des dépenses d'investissement et des frais divers encourus pour rendre les terrains commercialisables). Toutefois, en l'absence d'une vision suffisamment claire des développements en matière

immobilière dans un laps de temps raisonnable (10 ans au plus), cette approche rendrait notre évaluation beaucoup trop approximative.

Il faut savoir que, dans la méthode d'actualisation des cash flows, très souvent utilisée pour valoriser les entreprises, on retient le plus souvent une base de 5 années futures. Même si les revenus immobiliers fluctuent moins que les autres, nous nous interdisons d'imaginer ce que nous pourrions obtenir de la vente d'un terrain à quinze ans et plus.

Au demeurant conviendrait-il de faire des hypothèses à la fois sur le taux d'actualisation (comprenant à la fois une prime de risque relative à l'activité et une prime d'illiquidité vu la quasi-absence de marché efficient d'offres et de demandes) et sur la perspective de revalorisation de l'immobilier. Pour la seule ville de Liège (quartier de Chênée), compte tenu de l'absence totale de plan de mobilité pour relier les habitants au cœur de Liège et autres centres de communication, ferroviaire ou routier, il faut être grand clerc pour dire aujourd'hui, quand, comment et avec quelles contraintes ces plans seront élaborés et exécutés.

Nous avons donc élaboré notre rapport en partant des données reprises dans le document « Chatelain », arrêtées de façon objective il y a quelque deux ans. Nous avons actualisé ces données pour tenir compte de la faiblesse caractérisée du marché. A noter que notre rapport ne reprend du document « Chatelain » que les immeubles toujours en propriété par les sociétés concernées ou acquis depuis l'élaboration dudit document.

Nous avons passé en revue chacun des blocs de parcelles détenues et les immeubles détenus historiquement (issus de l'exploitation charbonnière) par les sociétés du groupe Neufcour, c.à.d. Neufcour, Bouille et Wérimmo. Nous complétons notre analyse par l'estimation des marges bénéficiaires dégagées par les maisons de la rue Elva à Flémalle, construites sur les terrains du charbonnage de Gosson-Kessales dans le cadre d'accords commerciaux de type RDA.

#### **4. Valorisation du patrimoine principal**

Le détail des blocs de parcelles et bâtiments détenus par la Compagnie Financière de Neufcour et sa filiale Bouille SA se présente comme suit :

**Société Neufcour**

<i>Commune</i>	<i>Situation</i>	<i>Aire</i>	<i>Rapport Chatelain</i>	<i>Val. ajustée</i>
Liège	Haïsses	44.586 m <sup>2</sup>	715.000 €	608.000 €
Liège	Piedroux Sud	47.700 m <sup>2</sup>	708.000 €	602.000 €
Liège-Chaufontaine	Chênée-Vaux	81.288 m <sup>2</sup>	574.000 €	488.000 €
Liège	Piedroux Nord	168.000 m <sup>2</sup>	168.000 €	143.000 €
Beyne-Heusay	Voisinage Cimetière	6.914 m <sup>2</sup>	178.000 €	152.000 €
Fléron	Wérister Bâtiment	8.512 m <sup>2</sup>	2.228.000 €	2.228.000 €
Fléron	Wérister Halls	14.863 m <sup>2</sup>		
Fléron	Wérister Zone Mixte	103.781 m <sup>2</sup>	565.000 €	480.000 €
Liège-Beyne-Heusay- Chaufontaine	Divers (non vendables)	6.722 m <sup>2</sup>	NR <sup>1</sup>	p.m.
Herve-Xhendelesse	Xhawirs (non vendable)	185 m <sup>2</sup>	NR <sup>1</sup>	p.m.
	<b>Total</b>		<b>5.136.000 €</b>	<b>4.701.000 €</b>

**Société Bouille**

<i>Commune</i>	<i>Situation</i>	<i>Aire</i>	<i>Rapport Chatelain</i>	<i>Val. Ajustée</i>
Beyne-Heusay	Homvent	29.436 m <sup>2</sup>	276.000 €	235.000 €
Liège	Piedroux Sud	19.900 m <sup>2</sup>	318.000 €	270.000 €
Liège	Piedroux Nord	139.500 m <sup>2</sup>	986.000 €	838.000 €
Liège	Chemin au Piedroux	2.200 m <sup>2</sup>	NR <sup>1</sup>	p.m.
Chaufontaine	Ransy (non vendable)	3.370 m <sup>2</sup>	NR <sup>1</sup>	p.m.
Fléron	Bois de Beyne	37.220 m <sup>2</sup>	NR <sup>1</sup>	p.m.
Herve-Xhendelesse	Derrière Xhawirs 3 (Non vendable)	10.045 m <sup>2</sup>	NR <sup>1</sup>	p.m.
Herve-Xhendelesse	Xhawirs 3 (13 parcelles)	4.546 m <sup>2</sup>	298.000 €	253.000 €
Herve-Xhendelesse	Xhawirs 2 (23 parcelles)	13.185 m <sup>2</sup>	265.000 €	225.000 €
Herve-Xhendelesse	Xhawirs 4	149.279 m <sup>2</sup>	508.000 €	432.000 €
	<b>Total</b>		<b>2.651.000 €</b>	<b>2.253.000 €</b>

<sup>1</sup> Non Repris, car sans valeur économique. Toutefois, signalons que les coûts d'entretien de ces sites pourraient en rendre la valeur économique négative.

## Commentaires

### 1. Expertise immobilière

Comme nous l'avons dit plus haut, la valeur des immeubles (terrains à bâtir et constructions existantes) a été calculée au départ des valeurs fixées en 2007 par l'expert Chatelain. Après en avoir conféré avec ce dernier, nous avons délibérément réduit ces valeurs d'un coefficient de 15 %, correspondant au niveau minimal de la fourchette de baisse (15 à 20 %) retenue par l'expert immobilier, sauf en ce qui concerne la partie bâtie du site de Romsée, pour laquelle nous estimons devoir maintenir l'estimation de 2007.

Aux dires de M. Chatelain, les valeurs de 2007 ont été estimées dans un marché toujours « euphorique » et donc naturellement porteur. Lors de son évaluation il y a plus de 2 ans, M. Chatelain a eu recours à la méthode des « points de comparaison », en tenant compte de l'évaluation de projets ou d'avant-projets de lotissement portés à sa connaissance.

Aucune réserve n'avait été émise en ce qui concerne les coûts éventuels de dépollution, ni quant aux difficultés inhérentes à la réalisation de nouveaux lotissements (permis et autorisations administratives).

### 2. Coût de la dépollution

- La valeur du site de Romsée (ancien site d'exploitation du charbonnage de Wéristier), reprise dans le document « Chatelain » pour 2,8 millions € ne tenait pas compte d'une estimation éventuelle des coûts de dépollution du site.
- Aujourd'hui, de nouvelles normes environnementales ont été arrêtées dans le décret du 5 décembre 2008 de la Région Wallonne, qui imposent à tout propriétaire d'un terrain dont la quantité de pollution est supérieure aux normes d'en informer les autorités régionales et :
  - d'entreprendre les études techniques nécessaires pour rechercher les endroits et traces de pollution présente ;
  - de procéder à l'étude de caractérisation corrélative pour déterminer l'ampleur de la pollution.
- Sans entrer ici dans les détails du décret, signalons que :
  - les valeurs des seuils de pollution à ne pas dépasser seront interprétées en fonction de l'affectation future des lieux pollution.
  - L'organe wallon chargé de l'assainissement des sites industriels, la SPAQUE, pourrait fort bien décider, en application du décret, de contraindre la société

Neufcour à procéder - ou à défaut de faire procéder pour son compte - à un assainissement rapide du site, dont l'effet financier pourrait s'avérer très lourd pour la société. Si tel était le cas, la société aurait à recourir à des capitaux externes pour procéder à ces investissements rendus obligatoires. Cela suppose toutefois qu'une pollution importante et grave soit mise au jour.

- Il est à regretter, à cet égard, qu'aucun des fonds structurels mis à disposition par l'Europe pour financer - même partiellement - la dépollution des sols ne soit octroyé à des sociétés privées. Seules les institutions publiques en bénéficieront.
  - La soumission volontaire, par le propriétaire du site à une procédure de dépollution permettrait, le cas échéant, d'éviter la constitution d'une sûreté financière correspondant au montant de la dépollution, imposée par le décret.
- Au vu de l'activité développée sur le site de Romsée depuis plusieurs décennies, il est vraisemblable qu'une dépollution sera nécessaire, quelle que soit l'affectation future des lieux. A cet égard et au regard des coûts de dépollution annoncés dans la presse pour des chantiers de moindre ampleur, nous estimons que la valeur du site est beaucoup moindre que celle avancée par l'expert Chatelain. Il n'est pas impossible d'imaginer que, dans ces conditions, le coût présumé de la dépollution du site de Romsée puisse rendre négative la valeur de ce terrain à lotir.
- La partie la plus importante du site de Romsée concerne une surface de 103.781 m<sup>2</sup>, vraisemblablement polluée par l'exploitation du charbonnage. Après assainissement du site, elle devrait pouvoir trouver assez logiquement une affectation de logement, dès lors que les autorisations nécessaires auront été obtenues.  
Reconnue « ZACC » (Zone d'Aménagement Communal Concerté)<sup>2</sup>, cette zone doit faire l'objet, après accord des autorités publiques, d'un Rapport Urbanistique Environnemental. Les nécessaires études d'incidences seront entreprises ; elles orienteront ou rejeteront la faisabilité d'un projet de lotissement immobilier.
  - En ce qui concerne le bâtiment de Bureaux, nous retenons une valeur intrinsèque nette de 200.000 €. La difficulté de valoriser davantage ce bâtiment est inhérente aux travaux importants qu'il conviendrait d'effectuer à l'intérieur de l'immeuble pour réaménager l'espace en fonction d'une nouvelle destination économique (centre d'affaires, bureaux, centre collectif d'hébergement, restaurant, etc...). Le redécoupage du volume de la partie intérieure, lequel permettrait d'accroître sensiblement la surface utile, nécessiterait des travaux de base pour quelque 2 à 2,5 millions d'euros. Pour l'heure, il n'entre pas dans les intentions de Neufcour d'investir des montants de cette importance, sauf dans le cas où un investisseur crédible était intéressé par ce bâtiment.

---

<sup>2</sup> Anciennement ZAD, zone d'aménagement différé

- Les bâtiments industriels et ou artisanaux (7.912 m<sup>2</sup>) attenant à l'immeuble central font l'objet, pour l'heure, de contrats de location. Ces bâtiments devraient sans doute être abattus et/ou transformés, à terme, en zone commerciale, jointive à la partie habitation citée ci-avant. Sur la base de transactions similaires de ventes de halls d'usine, on peut estimer à 50 €/m<sup>2</sup> brut le prix à en obtenir. Au total, la valorisation de cette partie pourrait s'élever à 400.000 €.
  - Des halls d'usine, d'une surface de 14.863 m<sup>2</sup>, pourraient pour leur part connaître une destination nouvelle s'ils étaient, dans le plan global de réaménagement, transformés par exemple en appartements d'habitation. Sous déduction de travaux spécifiques de dépollution des hydrocarbures probablement enfouis à cet endroit, la valeur estimée nette de ces halls pourrait avoisiner quelque 250.000 €.
- L'accord des autorités pour le réaménagement du site de Romsée passerait donc par l'approbation d'un plan global mixte d'aménagement du site. La valorisation des deuxième et troisième parties aurait pu donner au site de Wérister une plus-value escomptée de quelque 2 à 3 millions €, comme l'avait pensé il y a quelque 2 années l'expert Chatelain. Malheureusement, le coût de la dépollution probable des sites des anciens charbonnages, est susceptible de neutraliser la plus grosse partie des marges bénéficiaires escomptées.
  - Selon de prudentes estimations, un coût minimum de 2.000.000 € pourrait être envisagé. Dans le meilleur des cas, cela reviendrait à rendre pratiquement nulle la valeur du site de Romsée.
  - A l'extrême, au cas où l'obligation de dépolluer les sols serait rendue impérative même sur des sites non valorisables (par exemple dans le patrimoine des terrains « non vendables » sis à Herve, tant pour Neufcour que pour Bouille), le coût estimé de travaux de dépollution pourrait atteindre des sommes très élevées au regard de la valeur intrinsèque du patrimoine immobilier du groupe.
  - Sans une intervention concertée et intelligente des pouvoirs publics avec les propriétaires des sites à assainir, la valorisation du patrimoine immobilier pourrait s'en trouver fortement affectée.
  - Par ailleurs, la valorisation du patrimoine immobilier de la société Neufcour dépend en grande partie du plan de mobilité de la ville de Liège-Chênée. Celui-ci semble, pour l'heure, pratiquement à l'arrêt. L'absence de décision à cet égard retardera d'autant les plans de développement imaginés : les constructions sur les sites concernés seront reportées de plusieurs années et les marges bénéficiaires escomptées décalées d'autant.

## 5. Autres valorisations

### 1. Appartements de Wérimmo à Diekirch

Le patrimoine immobilier de Wérimmo est composé de 4 appartements loués par des pouvoirs publics grand-ducaux au bénéfice de personnes handicapées.

Lors de la dernière expertise (il y a quatre ans environ), les 4 appartements étaient évalués comme ci-dessous :

○ D 26 :	265.000 €
○ A 22 :	265.000 €
○ A 21 :	283.000 €
○ C 12 :	291.000 €
	-----
Total :	1.194.000 €

Au bilan du 30.06.09 de la société Wérimmo, les 4 immeubles sont évalués pour la somme de 404.758 € (nette d'amortissements), ce qui laisse une plus-value latente de quelque 790.000 €. Etant donné le montant des pertes reportées (2 millions € environ) de la société Wérimmo et la comptabilisation actuelle de fonds propres négatifs de 1 846.000 €, le dégagement éventuel de la plus-value laisserait inchangée la valeur de la participation de 82.000 € reprise au coût historique dans les comptes de Neufcour.

L'intérêt pour Neufcour de procéder à la vente des appartements - pour autant qu'elle soit possible étant le contexte du bail de location - serait de fournir à la société Wérimmo des liquidités qui permettraient de rembourser une partie des dettes existantes vis-à-vis de Neufcour.

### 2. Maisons de la rue Elva à Flémalle

Sous réserve de la vente complète des 7 + 8 maisons d'habitation de la rue Elva à Flémalle, on peut estimer comme suit le bénéfice pour Neufcour. Citons, à cet effet, la déclaration faite par le Conseil d'administration à l'occasion du rapport semestriel intermédiaire du 30 juin 2009.

*« La principale source d'incertitude reste l'absence de vente de maisons et de terrains à bâtir. Au 31/08/2009, la situation reste inchangée. Il y a des opportunités de vente d'ici la fin de l'année 2009 :*

- *Une maison - au moins - rue Elva à Flémalle.*

*La deuxième phase des constructions devrait être terminée avant la fin de l'année 2009.*

*A ce moment, sur les 15 maisons bâties, 5 auront été vendues. D'ici là, Neufcour aura garanti l'achat des terrains à la S.A. des Charbonnages de Gosson-Kessales pour un montant d'environ 120 K€ ».*

La marge estimée, en tant que placement pour la société Neufcour, peut s'évaluer comme suit :

○ Phase I :	67.604 €
○ Phase II :	128.126 €
	-----
Marge escomptée :	195.730 €
Délai de vente :	3 ans (jusque fin 2011)
Valeur actualisée :	180.000 €

Ces marges participent à un meilleur rendement des liquidités disponibles de Neufcour. Leur dégagement devrait permettre d'alimenter une partie des besoins en trésorerie au cours des mois à venir.

### 3. Lotissement du Beau Site à Chênée

Ce lotissement est complètement aménagé. Il comprend une trentaine de parcelles dont 7 restent à vendre. L'estimation de la marge pour celles-ci est valorisée pour 300.000 €.

## 6. Résultats comptables et financiers

D'un point de vue théorique, il faudrait, sans doute, s'en tenir aux seuls comptes consolidés (méthode IFRS) pour déterminer la valeur des fonds propres du groupe. La difficulté apparaît clairement de retraiter toute l'information comptable pour obtenir une consolidation en bonne et due forme. Cette démarche serait démesurée par rapport aux attentes du présent rapport.

En outre, l'application des normes IFRS imposée au groupe Neufcour dans le cadre de l'établissement des comptes financiers ne nous paraissait pas, au regard du but poursuivi par la présente étude, constituer un élément pertinent de valorisation.

A titre d'exemple, la norme IAS 40 relative aux immeubles de placement impose une comptabilisation de ces actifs à leur coût historique, ce qui n'est pas adéquat en l'espèce,

en raison de la durée de détention et du coût d'acquisition d'actifs détenus parfois depuis plusieurs décennies.

La démarche que nous avons poursuivie tout au long du rapport était de savoir s'il y avait place pour une valorisation ponctuelle du patrimoine du groupe. En reprenant les valeurs auxquelles nous arrivons, nous obtenons le tableau ci-après :

<i>Valeur</i>	<i>Montant</i>
Neufcour	4.701.000 €
Marge bénéficiaire sur Elva	180.000 €
Marge bénéficiaire sur Beau Site	300.000 €
Bouille	2.253.000 €
Wérimmo	p.m.
<b>Total (1)</b>	<b>7.434.000 €</b>
Budget des travaux de dépollution	
- Anc. Charbonnage de Wérister	- 2.000.000 €
<b>Valeur nette patrimoine (2)</b>	<b>5.434.000 €</b>
Impôt estimé sur plus-value	- 1.270.000 €
<b>Valeur nette après impôt (3)</b>	<b>4.164.000 €</b>

La situation ci-dessus reflète ainsi, selon nous, la valeur intrinsèque nette du patrimoine immobilier de la société, compte tenu de l'estimation des travaux indispensables à l'exercice de l'activité poursuivie. De toute évidence, la valeur obtenue de l'action est directement affectée par l'estimation du coût de la dépollution.

Cette valeur ne peut pas pour l'instant, vu l'absence notamment de plans de mobilité et de décisions politique en matière d'urbanisation, être corrigée par les plus-values importantes que l'on pourrait attendre de divers sites à lotir.

La situation devrait selon nous rester encore bloquée quelque temps.

Fait à Romsée, le 30 octobre 2009.

---

Pour la SPRL MANAGEMENT SCIENCE CONSULTING,  
Thierry Houben,  
Consultant en finances,  
Administrateur indépendant.