

PROJET DE NOTE D'INFORMATION RELATIVE A

L'OFFRE PUBLIQUE DE RACHAT D' ACTIONS

portant sur un maximum de 850.000 actions Electricité et Eaux de Madagascar

FAITE PAR LA SOCIETE



A SES ACTIONNAIRES EN VUE DE LA REDUCTION DE SON CAPITAL

PRESENTEE PAR



CORPORATE FINANCE

Prix de l'OPRA : 21 € par action

Durée de l'OPRA : 15 jours de négociation



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

Le présent projet de note d'information a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 24 mai 2011, conformément aux dispositions des articles 231-13 et 231-18 de son règlement général.

**CETTE OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION RESTENT SOUMIS A
L'EXAMEN DE L'AMF**

Le présent projet de note d'information est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Electricité et Eaux de Madagascar (www.eem-group.com) et peut être obtenu sans frais auprès d'Electricité et Eaux de Madagascar, 48 avenue Victor Hugo, 75116 Paris, et de Oddo Corporate Finance, 12 boulevard de la Madeleine, 75440 Paris Cedex 09.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment, juridiques, financières et comptables d'Electricité et Eaux de Madagascar seront mises à la disposition du public, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre selon les mêmes modalités.

SOMMAIRE

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	3
1.1	Conditions générales de l'Offre	3
1.2	Motifs de l'Offre et intentions de la Société.....	3
1.2.1	Motifs de l'Offre	3
1.2.2	Intentions de la Société pour les douze mois à venir	4
1.3	Caractéristiques de l'Offre.....	4
1.3.1	Conditions de l'Offre	4
1.3.2	Mécanisme de réduction	5
1.4	Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'Offre	5
1.5	Modalités de l'Offre	5
1.5.1	Mise à disposition des informations relatives à l'Offre	5
1.5.2	Transmission des demandes de rachat par les actionnaires dans le cadre de l'Offre...	6
1.5.3	Règlement du prix de l'Offre - Centralisation de l'Offre	6
1.6	Calendrier prévisionnel de l'Offre	7
1.7	Intentions des principaux actionnaires de la Société	8
1.8	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	8
1.9	Régime fiscal de l'Offre	8
1.9.1	Personnes physiques résidentes de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel	9
1.9.2	Personnes morales dont le siège social est en France et qui sont passibles de l'impôt sur les sociétés.....	10
1.9.3	Non résidents.....	11
1.9.4	Actionnaires soumis à un régime fiscal différent.....	12
1.10	Modalités de financement et frais liés à l'Offre.....	12
1.11	Incidence de l'Offre sur l'actionnariat et les comptes de la Société	12
1.11.1	Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote	12
1.11.2	Incidence sur les comptes	13
1.11.3	Incidence sur la capitalisation boursière	13
1.11.4	Avis du Conseil d'administration d'Electricité et Eaux de Madagascar	14
2.	ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE.....	15
2.1	Méthodologie	15
2.1.1	Méthodes et références d'évaluation écartées.....	16
2.1.2	Méthodes et références d'évaluation retenues	17
2.1.3	Hypothèses utilisées pour l'analyse	17
2.2	Application des méthodes et références retenues	18
2.2.1	Analyse du cours de bourse d'EEM.....	18
	Somme des parties -	19
2.2.2	Evaluation des filiales consolidées par intégration globale	19
2.2.3	Somme des parties - Evaluation des actifs financiers disponibles à la vente	19
2.2.4	Somme des parties - Evaluation de la participation d'EEM au capital de Gascogne	20
2.2.5	Somme des parties - Evaluation de la participation d'EEM au capital de SFC.....	25
2.2.6	Synthèse de la somme des parties.....	28
2.3	Synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre.....	29
3.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	30
4.	PERSONNES RESPONSABLES DE LA NOTE D'INFORMATION.....	52

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

1.1 Conditions générales de l'Offre

Le Conseil d'administration d'Electricité et Eaux de Madagascar, société anonyme au capital de 52.000.000 €, dont le siège social est situé 48 avenue Victor Hugo, 75116 Paris, et dont le numéro d'identification au RCS de Paris est le 602 036 782 (ci-après « **Electricité et Eaux de Madagascar** » ou la « **Société** ») a décidé, dans sa séance du 20 mai 2011, de mettre en œuvre un rachat d'actions Electricité et Eaux de Madagascar auprès de ses actionnaires en vue de leur annulation dans le cadre d'une offre publique de rachat d'actions (l' « **OPRA** » ou l' « **Offre** »), en application des dispositions des articles L. 225-204 et L. 225-207 du code de commerce, portant sur un maximum de 850.000 actions soit environ 26,15% de son capital social.

La totalité des actions composant le capital d'Electricité et Eaux de Madagascar, soit 3.250.000 actions au 31 mars 2011, sont admises aux négociations sur le marché Euronext de NYSE Euronext Paris SA (« **Euronext Paris** ») (compartiment C) sous le code ISIN FR0000035719 mnémonique EEM.

Le prix de l'Offre (le « **Prix de l'Offre** ») est de 21 € par action de la Société, et porte sur un nombre maximum de 850.000 actions, soit un montant maximum de 17.850.000 €.

Un communiqué de dépôt du projet de note d'information reprenant les principales caractéristiques de l'Offre sera publié le 25 mai 2011.

L'Offre est proposée sous réserve du vote, par l'Assemblée générale convoquée le 24 juin 2011 par le Conseil d'administration d'Electricité et Eaux de Madagascar, de la 12^{ème} résolution relative à la réduction de capital de la Société d'un montant nominal maximum de 13.600.000 € par voie d'achat d'actions, au prix unitaire de 21 € en vue de l'annulation d'un nombre maximum de 850.000 actions d'une valeur nominale de 16 € chacune.

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Oddo Corporate Finance, agissant en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a déposé le 24 mai 2011 le projet d'Offre auprès de l'AMF. Oddo Corporate Finance garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société dans le cadre de l'Offre.

1.2 Motifs de l'Offre et intentions de la Société

1.2.1 Motifs de l'Offre

A la suite de la cession par la Société des hôtels de la chaîne Victoria situés au Vietnam, la Société a perçu 44 millions de dollars. La trésorerie disponible en résultant a permis d'envisager la mise en place d'une offre publique de rachat sur une quote-part significative du capital, afin notamment de donner l'opportunité aux actionnaires d'Electricité et Eaux de Madagascar de réaliser tout ou partie de leur investissement.

En outre, la Société envisage de demander, conformément à la 14^{ème} résolution proposée à l'Assemblée générale convoquée le 24 juin 2011 par le Conseil d'administration d'Electricité et Eaux de Madagascar, le transfert de cotation des instruments financiers émis par cette dernière du marché réglementé NYSE Euronext (compartiment C) vers le marché multilatéral de négociations Alternext de NYSE Euronext, ce qui explique également sa volonté de réduire le montant de son capital social.

L'Offre constitue une opportunité pour l'ensemble des actionnaires d'Electricité et Eaux de Madagascar de réaliser tout ou partie de leur investissement, en fonction de leur propre stratégie vis-à-vis de la Société, du cours de bourse actuel et de ses perspectives à court et moyen terme.

Le Prix de l'Offre représente une prime de 33,0% sur le cours de clôture du 16 mai 2011, et des primes

respectivement de 33,2% et 36,9% sur les moyennes pondérées par les volumes des cours de bourse sur 20 jours et 60 jours de négociation avant cette date.

1.2.2 *Intentions de la Société pour les douze mois à venir*

- **Stratégie**

Electricité et Eaux de Madagascar entend poursuivre ses activités dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre.

- **Emploi - Composition des organes sociaux et de direction après l'Offre**

L'Offre n'entraînera pas de changement au sein de la direction en place et n'aura aucun impact en matière d'emploi.

- **Statut juridique de la Société**

Il n'est pas envisagé de modifier les statuts de la Société à la suite de l'Offre.

- **Intention concernant la cotation des actions de la Société à l'issue de l'Offre**

L'Offre n'aura pas pour conséquence le retrait des actions Electricité et Eaux de Madagascar d'Euronext Paris. Néanmoins, comme indiqué ci-dessus, la Société envisage de demander le transfert de cotation des instruments financiers émis par cette dernière du marché réglementé NYSE Euronext (compartiment C) vers le marché multilatéral de négociations Alternext de NYSE Euronext.

- **Distribution de dividendes**

La Société n'entend pas modifier sa politique de distribution de dividendes.

- **Perspective d'une fusion**

L'Offre ne s'inscrivant pas dans un projet de rapprochement avec d'autres sociétés, il n'existe pas de synergies ou d'économies qui lui soient liées. En outre, aucune perspective de fusion n'est envisagée dans le cadre de l'Offre.

- **Actions auto-détenues**

Dans le cadre de son programme de rachat d'actions, la Société détient au 17 mai 2011 un nombre total de 10.049 actions propres, dont 8.386 dans le cadre du contrat de liquidité, soit au total environ 0,31% du capital social. La Société n'entend pas apporter ces actions à l'Offre.

1.3 **Caractéristiques de l'Offre**

1.3.1 *Conditions de l'Offre*

A l'issue de l'Assemblée générale d'Electricité et Eaux de Madagascar convoquée le 24 juin 2011 et sous réserve qu'elle ait approuvé la 12ème résolution relative à la réduction de capital, la Société proposera à ses actionnaires de racheter au prix de 21 € par action, par voie d'OPRA, un nombre maximum de 850.000 actions de la Société, soit environ 26,15% de son capital social au 17 mai 2011 en vue de leur annulation ultérieure, en application des articles L.225-204 et L.225-207 du code de commerce.

L'Offre est effectuée sous réserve du vote, par l'Assemblée générale convoquée le 24 juin 2011 par le Conseil d'administration, de la 12ème résolution relative à la réduction de capital portant sur un nombre maximum de 850.000 actions par annulation des actions.

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Oddo Corporate Finance garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par Electricité et Eaux de Madagascar dans le cadre de l'Offre.

Conformément à la cinquième résolution de l'Assemblée générale du 30 novembre 2007, le Président du Conseil d'administration de la Société, selon autorisation du Conseil d'administration du 30 novembre 2007, a attribué :

- en date du 21 décembre 2007, 33.000 options de souscription d'actions donnant droit aux bénéficiaires à la souscription d'actions à émettre au prix de 16 € par action. La totalité des ces options de souscriptions ont été annulées ;
- en date du 7 mai 2008, 33.000 actions gratuites à des salariés ou des mandataires sociaux. Ces actions seront incessibles jusqu'au 7 mai 2012 ;
- en date du 27 septembre 2010, 64.500 actions gratuites à des salariés ou des mandataires sociaux. Ces actions seront attribuées définitivement le 27 septembre 2012 si les personnes concernées n'ont pas quitté la Société à cette date (suite à un licenciement, une démission ou un décès). Ces actions seront incessibles jusqu'au 28 septembre 2014.

Les actions gratuites étant (i) soit incessibles jusqu'au 7 mai 2012 (ii) soit non encore définitivement attribuées par la Société, leurs bénéficiaires ne pourront pas les apporter à l'Offre.

Il n'existe pas d'autres instruments dilutifs donnant accès immédiatement ou à terme au capital de la Société.

1.3.2 Mécanisme de réduction

Dans l'hypothèse où le nombre d'actions apportées à l'Offre serait supérieur à 850.000 actions, il serait procédé, conformément à l'article R. 225-155 du code de commerce, pour chaque actionnaire vendeur, à une réduction des demandes proportionnelle au nombre d'actions dont il justifie être propriétaire.

Par conséquent, lors de leur demande de rachat, les actionnaires devront faire bloquer les actions non présentées à l'Offre et dont ils auront déclaré être propriétaires sur le compte tenu par leur intermédiaire financier jusqu'à la publication du résultat de l'Offre, ces dernières étant, le cas échéant, prises en compte pour le calcul de la réduction des demandes de rachat.

Les actions qui ne seront pas acceptées dans le cadre de l'Offre en raison de ce mécanisme de réduction seront restituées à l'actionnaire.

1.4 Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'Offre

Il n'existe pas, à la connaissance de la Société, d'accord susceptible d'avoir une incidence sur l'issue de l'Offre.

1.5 Modalités de l'Offre

1.5.1 Mise à disposition des informations relatives à l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, Oddo Corporate Finance, agissant pour le compte de la Société, a déposé le 24 mai 2011 auprès de l'AMF le projet d'Offre. Oddo Corporate Finance garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par Electricité et Eaux de Madagascar.

Cette Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF.

Le projet de note d'information a été mis en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur le site de la Société (www.eem-group.com).

Conformément à l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, un communiqué sera diffusé le 25 mai 2011 par la Société sous forme d'avis financier dans le journal La Tribune.

L'AMF publiera une déclaration de conformité relative à l'Offre qui emportera visa de la note d'information.

Par ailleurs, préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

Dans ces conditions, l'Offre sera ouverte pendant une durée de 15 jours de négociation, représentant au moins 20 jours calendaires.

1.5.2 Transmission des demandes de rachat par les actionnaires dans le cadre de l'Offre

Les actionnaires détenteurs d'actions Electricité et Eaux de Madagascar désireux de répondre positivement à la présente Offre devront, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, remettre au prestataire de services d'investissement habilité, dépositaire de leurs titres, leurs demandes de rachat dans le cadre de l'Offre conformes au modèle mis à leur disposition par ce prestataire. Celui-ci fera déposer lesdites actions au compte Euroclear France d'Euronext Paris.

Pour répondre à l'Offre, les actionnaires dont les actions sont inscrites au nominatif pur doivent demander l'inscription de leurs titres au nominatif administré chez un intermédiaire financier habilité, à moins qu'ils n'en aient demandé au préalable la conversion au porteur, auquel cas ils perdront les avantages attachés au caractère nominatif des actions. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les détenteurs d'actions inscrites au nominatif pur devront demander à CACEIS, Service Opérations sur Titres, 14 rue Rouget de Lisle, 92130 Issy-les-Moulineaux, dans les meilleurs délais, la conversion de leurs actions au nominatif administré.

Les demandes de rachat dans le cadre de l'Offre pourront être révoquées à tout moment jusqu'à la clôture de l'Offre, date au-delà de laquelle elles deviendront irrévocables.

Les actions apportées à l'Offre doivent être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit.

L'enregistrement de tout contrat optionnel auprès d'Euronext Paris est interdit jusqu'à la clôture de l'Offre.

1.5.3 Règlement du prix de l'Offre - Centralisation de l'Offre

Le paiement du prix sera effectué après que le Conseil d'administration d'Electricité et Eaux de Madagascar aura constaté la réduction du capital social et l'annulation des actions rachetées dans le cadre de l'Offre. La date de ce paiement (versement de 21 € par action) sera publiée par Euronext Paris.

Les frais de négociation resteront à la charge des vendeurs et de l'acheteur, chacun pour ce qui le concerne.

Aucun intérêt ni aucune indemnité ne sauraient être dus au titre de la période allant de la date de présentation des actions à l'Offre à la date de règlement des actions, qui sera spécifiée dans l'avis de résultat précisant les modalités de règlement des capitaux, tel que publié par Euronext Paris après publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre.

Les actions rachetées dans le cadre de l'Offre seront annulées par Electricité et Eaux de Madagascar dans les conditions prévues par l'article R. 225-158 du code de commerce. Les actions annulées ne conféreront plus aucun droit social et ne donneront, notamment, plus droit aux dividendes.

La centralisation de l'Offre sera assurée par Euronext Paris.

1.6 Calendrier prévisionnel de l'Offre

16 mai 2011	Décision du Conseil d'administration d'Electricité et Eaux de Madagascar sur le principe de l'opération de réduction de capital et convocation d'une Assemblée Générale Mixte autorisant la réduction de capital
20 mai 2011	Avis motivé du Conseil d'administration d'Electricité et Eaux de Madagascar sur les termes de l'Offre
24 mai 2011	Dépôt du projet de note d'information auprès de l'AMF
25 mai 2011	Publication du communiqué de dépôt du projet de note d'information dans La Tribune
7 juin 2011	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa sur la note d'information
7 juin 2011	Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site de l'AMF et sur celui de la Société de la note d'information visée
8 juin 2011	Mise à disposition du public et mise en ligne sur le site de l'AMF du document intitulé « informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'Electricité et Eaux de Madagascar »
9 juin 2011	Publication d'un communiqué sous forme d'avis financier précisant les modalités de mise à disposition de ces documents dans La Tribune
24 juin 2011	Assemblée Générale Mixte des actionnaires d'Electricité et Eaux de Madagascar autorisant la réduction de capital et conférant au conseil d'administration tous pouvoirs nécessaires pour y procéder
27 juin 2011	Publication d'un communiqué précisant l'approbation de la résolution relative à l'OPRA par l'Assemblée générale du 24 juin 2011
28 juin 2011	Ouverture de l'Offre
18 juillet 2011	Clôture de l'Offre
28 juillet 2011 (au plus tard)	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre et publication par NYSE Euronext Paris de l'avis de résultat de l'Offre et des conditions de règlement livraison
16 août 2011 (au plus tard)	Décision du Conseil d'administration d'Electricité et Eaux de Madagascar constatant la réduction de capital
16 août 2011 (au plus tard)	Règlement-livraison des actions Electricité et Eaux de Madagascar

1.7 Intentions des principaux actionnaires de la Société

Verneuil & Associés et Verneuil Participations, détenue à hauteur de 90 % environ par Verneuil & Associés, détiennent, à la date du 17 avril 2011, directement et indirectement, 830.832 actions de la Société représentant 938.607 droits de vote, soit 25,56% du capital et 27,59% des droits de vote de la Société.

Verneuil Participations envisage d'apporter à l'Offre 174.832 actions de la Société. Verneuil & Associés n'envisage pas d'apporter à l'Offre les actions qu'elle détient dans la Société.

Dans l'hypothèse où la réduction de capital porterait sur l'ensemble des titres visés par l'Offre, Verneuil & Associés et Verneuil Participations viendraient à détenir, directement et indirectement, 27,33% du capital et 29,92% des droits de vote de la Société.

1.8 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

L'Offre n'a fait l'objet d'aucun enregistrement ou visa en dehors de la France. Les titulaires d'actions en dehors de la France peuvent participer à l'Offre si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet. En effet, la diffusion du présent document, l'Offre, l'acceptation de l'Offre ainsi que la livraison des actions peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restriction dans certains pays. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions. Les personnes disposant du présent document doivent respecter les restrictions en vigueur dans leur pays. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans l'un de ces pays. La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions qui lui sont applicables.

Le présent document et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre de vente ou une sollicitation ou une offre d'achat de valeurs mobilières dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation est illégale. L'Offre n'a fait l'objet d'aucune formalité, d'aucun enregistrement ou visa en dehors de la France.

Le présent document ne constitue pas une extension de l'Offre aux Etats-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis, à des personnes se trouvant aux Etats-Unis, par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communications ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, les transmissions par télécopie, télex, téléphone et courrier électronique) des Etats-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du présent document, et aucun autre document relatif à celui-ci ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, ni diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit.

Pour les besoins du paragraphe qui précède, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats, et le District de Columbia.

1.9 Régime fiscal de l'Offre

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que les informations contenues dans le présent projet de note d'information ne constituent qu'un résumé du régime fiscal applicable en vertu de la législation en vigueur à ce jour, notamment dans le Code Général des Impôts (ci-après « CGI ») et qu'ils doivent

préalablement s'assurer, auprès d'un conseiller fiscal habilité, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

Les non-résidents fiscaux français doivent se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence, sous réserve de l'application d'une convention fiscale internationale signée entre la France et cet Etat.

En l'application de l'article 112-1° du CGI, les sommes attribuées aux actionnaires à l'occasion d'une réduction de capital par rachat d'actions réalisée dans le cadre de l'article L.225-207 du Code de commerce sont susceptibles d'être taxées comme des revenus distribués sur tout ou partie de leur montant et comme des plus-values sur le solde du montant non déjà imposé en tant que revenus distribués.

Pour chaque actionnaire, la quote-part de prix perçu considérée comme taxable soit en tant que distributions soit en tant que plus-value dépend du prix d'acquisition des titres par chaque actionnaire.

1.9.1 *Personnes physiques résidentes de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel*

Régime des revenus distribués

Les sommes attribuées aux actionnaires dans le cadre du rachat d'actions sont soumises à l'impôt sur le revenu au barème progressif ou au prélèvement forfaitaire libératoire, auxquels s'ajoutent les prélèvements sociaux (actuellement au taux de 12,3%) ci-après détaillés, sur la partie du prix de rachat traitée comme une distribution de revenus mobiliers, sur une base égale à la différence entre le prix de rachat de l'action et :

- le montant des apports compris dans les titres rachetés qui, compte tenu de l'historique des capitaux propres d'Electricité et Eaux de Madagascar, est égal à [] € par action ;
- ou, s'il est supérieur, le prix d'acquisition de ces titres (ou leur valeur d'acquisition s'ils ont été acquis à titre gratuit).

La quote-part du prix de rachat taxable comme une distribution est soumise à l'impôt sur le revenu selon les modalités suivantes :

- Soit au barème progressif de l'impôt sur le revenu :

Cette distribution est retenue pour le calcul de l'impôt sur le revenu dû au titre de l'année de sa perception, après un abattement fixé actuellement à 40%.

Cette distribution fait en outre l'objet d'un abattement fixe annuel et global de 3.050 € pour les couples soumis à une imposition commune (couples mariés et partenaires du pacte civil de solidarité défini à l'article 515-1 du Code civil faisant l'objet d'une imposition commune) et de 1.525 € pour les personnes célibataires, veuves, divorcées ou mariées et imposées séparément.

Le montant ainsi obtenu est alors soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu.

- Soit au prélèvement forfaitaire libératoire :

Le bénéficiaire des sommes peut opter pour l'imposition de la quote-part du prix considérée comme une distribution à un taux fixe de 19 %, prélevé à la source.

Cette option doit être faite auprès de l'établissement teneur du compte de l'actionnaire au plus tard lors du rachat des actions.

En outre, le montant de la distribution effectivement perçu (c'est-à-dire avant tout abattement) est soumis aux prélèvements sociaux à un taux global de 12,3 % comprenant :

- la contribution sociale généralisée (CSG) au taux de 8,2 % ;
- la contribution pour le remboursement de la dette sociale (CRDS) au taux de 0,5 % ;
- le prélèvement social de 2,2 % ;
- la contribution de 0,3 % additionnelle au prélèvement social de 2,2 % ; et
- la contribution additionnelle « revenu de solidarité active » de 1,1 %.

Ces prélèvements font l'objet d'une retenue à la source.

Régime des plus-values de cession de valeurs mobilières

La quote-part du prix de rachat taxable comme une plus-value sur valeurs mobilières (plus ou moins-value) est égale à la différence entre le montant du prix de rachat des titres et le prix ou la valeur d'acquisition des titres, diminuée du montant du prix taxable comme un revenu distribué (voir ci-dessus).

En application de l'article 150-0 A du CGI et sous réserve des cas d'exception prévus par la loi (PEA notamment), la quote-part du prix de rachat taxable comme une plus-value sera soumise à l'impôt sur le revenu au taux de 19 %. Les prélèvements sociaux décrits ci-dessus, au taux actuel global de 12,3 %, sont également applicables à l'éventuelle plus-value. Le taux global d'imposition s'élève donc à 31,3 % depuis le 1^{er} janvier 2011.

En cas de moins-value, celle-ci est imputable sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année de cession ou des dix années suivantes.

1.9.2 *Personnes morales dont le siège social est en France et qui sont passibles de l'impôt sur les sociétés*

a) Régime de droit commun

Les plus-values nettes réalisées au cours d'un exercice donné sur la cession d'actions sont généralement incluses dans le résultat de cet exercice et sont soumises à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun, soit 33,1/3 %, majoré le cas échéant de la contribution sociale de 3,3 % qui s'applique au montant de l'impôt sur les sociétés excédant 763.000 € par période de douze mois.

Cependant, pour les entreprises dont le chiffre d'affaires hors taxes au cours de l'exercice, le cas échéant ramené à douze mois, est inférieur à 7.630.000 € et dont le capital social, entièrement libéré, est détenu de manière continue pendant la durée de l'exercice considéré, pour au moins 75 %, par des personnes physiques ou par des sociétés satisfaisant elles-mêmes à l'ensemble de ces conditions, le taux de l'impôt sur les sociétés est fixé, dans la limite de 38.120 € du bénéfice imposable par période de douze mois, à 15 %. Ces entreprises sont, en outre, exonérées de la contribution sociale de 3,3 % mentionnée ci-dessus.

Les moins-values réalisées lors de la cession d'actions sont, en principe, admises en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés.

b) Régime des sociétés mères et régime des plus-values à long terme

Conformément aux dispositions des articles 145 et 216 du CGI, les personnes morales ayant souscrit ou détenant des actions représentant au moins 5 % du capital de la société émettrice, depuis plus de deux ans, peuvent sous certaines conditions bénéficier, sur option, du régime des sociétés mères en vertu duquel les revenus distribués par la société mère ne sont pas soumis à l'impôt sur les sociétés, à l'exception d'une quote-

part représentative des frais et charges supportés par cette société. Cette quote-part est égale à 5% du montant desdits revenus distribués.

La base imposable de ces personnes morales au titre du rachat est égale à la différence entre le prix de rachat des titres et:

- le montant des apports compris dans les titres rachetés, qui compte tenu de l'historique des capitaux propres d'Electricité et Eaux de Madagascar, est égal à [] € par action ;
- ou, si elle est supérieure, la valeur d'inscription à l'actif de ces titres.

Dans l'hypothèse où le prix de revient des titres est inférieur au montant des apports réputés remboursés ou à la valeur d'inscription des titres à l'actif si elle est supérieure, cette partie du profit relèvera du régime des plus-values et sera soumise à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun précitées, sauf à appliquer le régime des plus-values à long terme si les titres présentés au rachat satisfont aux conditions prévues par l'article 219-1 a ter du CGI et notamment :

- les titres doivent être détenus depuis plus de 2 ans,
- les titres doivent constituer des titres de participations.

En application du régime des plus-values à long terme, les plus-values seront exonérées d'impôt sur les sociétés, sous réserve de la réintégration dans le résultat imposable au taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés, d'une quote-part de frais et charges égale à 5 % de la plus-value qui reste taxable.

Constituent des titres de participation, au sens de l'article 219-I-a *quinquies* du CGI : les actions (autres que les titres de sociétés à prépondérance immobilière) qui revêtent ce caractère sur le plan comptable, les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères et filiales prévu aux articles 145 et 216 du CGI si ces actions ou titres sont inscrits en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable.

Les moins-values nettes à long terme réalisées à l'occasion de la cession de titres de participation répondant à la définition donnée par l'article 219-I-a *quinquies* du CGI et qui ont été détenus pendant au moins deux ans ne seront ni reportables ni imputables sur les exercices postérieurs.

1.9.3 *Non résidents*

L'opération de rachat est en principe soumise, pour l'excédent du prix de rachat sur le montant des apports compris dans les titres rachetés, à la retenue à la source dont le taux, en l'absence d'une convention fiscale plus favorable, est de 25 % (articles 119 bis 2 et 187- 1 du CGI), ce taux étant porté à 19% en cas de paiement à une personne physique domiciliée dans un Etat de la Communauté européenne, en Islande, en Norvège ou au Liechtenstein, et à 50 % en cas de paiement dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

Toutefois, si l'actionnaire justifie auprès d'Electricité et Eaux de Madagascar de la valeur d'acquisition des titres et lui fournit un justificatif susceptible d'être produit à l'Administration fiscale, la retenue à la source pourra n'être calculée que sur l'excédent du prix de rachat sur le prix ou la valeur d'acquisition des titres.

La quote-part de plus-value éventuellement réalisée (dans l'hypothèse où le prix de revient des titres est inférieur au montant des apports réputés remboursés ou à la valeur d'inscription des titres à l'actif si elle est supérieure) par les personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4B du CGI, ou dont le siège social est situé hors de France, est généralement exonérée d'impôt en France, sous réserve que cette plus-value ne soit pas rattachable à un établissement stable situé en France et sous réserve que la personne cédante n'ait pas détenu directement ou indirectement avec son conjoint, ses ascendants ou

descendants, les ascendants ou descendants de son conjoint, des droits sociaux donnant droit à plus de 25 % des bénéfices de la société dont les titres sont cédés, à un montant quelconque au cours des cinq dernières années précédant la cession (articles 244 bis B et C du CGI).

1.9.4 Actionnaires soumis à un régime fiscal différent

Les titulaires d'actions soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus et qui participent à l'Offre sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel.

1.10 Modalités de financement et frais liés à l'Offre

Le coût maximum de l'Offre devrait s'élever à environ 17 850 000 €. Ce montant, financé en totalité par la trésorerie d'Electricité et Eaux de Madagascar, inclut le prix d'achat de la totalité des actions visées par l'Offre.

En outre, les honoraires de conseils financiers et juridiques et les frais de communication et redevances des autorités de marché, supportés par Electricité et Eaux de Madagascar dans le cadre de l'Offre, sont estimés à environ 300 000 €.

1.11 Incidence de l'Offre sur l'actionnariat et les comptes de la Société

1.11.1 Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote

Au 17 mai 2011, le capital de la Société était divisé en 3.250.000 actions représentant 3.402.586 droits de vote théoriques.

La répartition du capital et des droits de vote à cette date était la suivante :

	Nombre d'actions	% Capital	Nombre de droits de vote	% Droits de vote
Verneuil Participations	758 949	23.35%	865 036	25.42%
Groupe Wyser Pratte	423 229	13.02%	423 229	12.44%
R. Brillet	333 198	10.25%	333 198	9.79%
V. Le Helloco	256 541	7.89%	256 541	7.54%
FDCP	111 757	3.44%	111 757	3.28%
Verneuil & Associés	71 883	2.21%	73 571	2.16%
F. Doulcet	25 337	0.78%	35 674	1.05%
F. Gontier	15 000	0.46%	15 000	0.44%
Auto-détention	10 049	0.31%	10 049	0.30%
Flottant	1 244 057	38.28%	1 278 531	37.58%
Total	3 250 000	100.00%	3 402 586	100.00%

NB : Le pourcentage de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés les droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote, en application du 2ème alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

La répartition du capital et des droits de vote de la Société postérieurement à l'Offre serait la suivante :

	Nombre d'actions	% Capital	Nombre de droits de vote	% Droits de vote
Verneuil Participations	584 117	24.34%	690 204	27.04%
Groupe Wyser Pratte	304 617	12.69%	304 617	11.93%
R. Brillet	239 818	9.99%	239 818	9.40%
V. Le Helloco	184 644	7.69%	184 644	7.23%
FDCP	80 437	3.35%	80 437	3.15%
Verneuil & Associés	71 883	3.00%	73 571	2.88%
F. Doulcet	18 236	0.76%	28 573	1.12%
F. Gontier	10 796	0.45%	10 796	0.42%
Auto-détention	10 049	0.42%	10 049	0.39%
Flottant	895 404	37.31%	929 878	36.43%
Total	2 400 000	100.00%	2 552 586	100.00%

NB : Le pourcentage de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés les droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote, en application du 2ème alinéa de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Le tableau ci-dessus donne la répartition du capital de la Société en tenant compte des intentions d'apport à l'OPRA de Verneuil Participations, des intentions de non-apport de Verneuil & Associés et d'un apport à l'OPRA par tous les autres actionnaires (hors titres auto-détenus) de plus de 28% des actions Electricité et Eaux de Madagascar qu'ils possèdent. Ce tableau est présenté à titre indicatif dans la mesure où il est pris comme hypothèse que chaque actionnaire du flottant apportera la même quote-part (d'au moins 28% des actions qu'il possède) à l'OPRA, rendant ainsi le mécanisme de réduction applicable au public comme s'il s'agissait d'une personne unique. Par hypothèse, aucune action conférant à son titulaire des droits de vote double n'est considérée comme rachetée dans le cadre de l'OPRA.

1.11.2 Incidence sur les comptes

L'incidence théorique de l'Offre sur les comptes consolidés au 31 mars 2011 est la suivante (hypothèse du rachat et de l'annulation des 850.000 actions visées par l'Offre) :

	Avant rachat et annulation	Après rachat et annulation
Capitaux propres part du Groupe (M€)	83,5	65,7
Trésorerie nette (M€)	18,4	0,6
Nombre d'actions (hors auto-détention)	3.239.951	2.389.951
Capitaux propres par action (€)	25,8	27,5

1.11.3 Incidence sur la capitalisation boursière

Sur la base du cours de clôture d'Electricité et Eaux de Madagascar de 15,79 € au 16 mai 2011, la capitalisation boursière s'élevait à 51,3 M€, le capital d'Electricité et Eaux de Madagascar étant représenté par 3.250.000 actions.

A l'issue de l'Offre, dans l'hypothèse où la totalité des actions visées par l'Offre serait apportée puis annulée, le nombre d'actions serait de 2.400.000 et la capitalisation boursière d'Electricité et Eaux de Madagascar sur la base du prix de l'Offre de 21 €, s'élèverait à 50,4 M€.

1.11.4 Avis du Conseil d'administration d'Electricité et Eaux de Madagascar

Le 20 mai 2011, après examen (i) du projet de note d'information relatif à l'OPRA décrivant ses caractéristiques et modalités et qui sera soumis à l'Autorité des Marchés Financiers, (ii) des éléments d'appréciation du prix d'offre établis par Oddo Corporate Finance, banque présentatrice et (iii) du rapport concluant de manière positive sur le caractère équitable du prix offert dans le cadre de l'OPRA, établi par le cabinet Ricol, Lasteyrie et Associés, représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard en qualité d'expert indépendant et désigné comme tel par le conseil d'administration de la Société en date du 13 avril 2011 en application de l'article 261-3 et suivants du règlement général de l'AMF, le Conseil d'Administration, après en avoir délibéré, émet, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, un avis favorable à l'Offre considérant qu'elle est conforme, tant aux intérêts de la Société que de ses actionnaires et salariés et qu'elle n'a aucun impact en matière d'emploi.

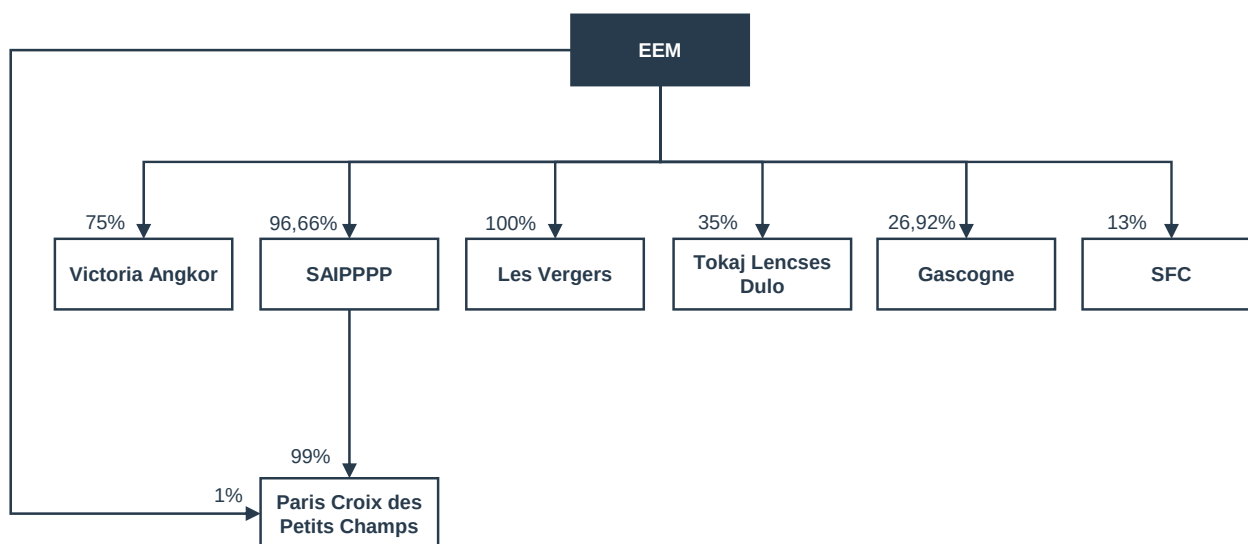
2. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE

Dans le cadre de l'offre publique de rachat d'actions (l'« Offre ») initiée par Electricité et Eaux de Madagascar (la « Société » ou « EEM ») portant sur un maximum de 850 000 de ses propres actions, et en vertu de l'article 233-1 6° du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »), la Société a mandaté Oddo Corporate Finance pour présenter l'Offre, et rédiger le présent document afin d'apprécier le prix proposé, soit 21 € par action EEM (le « Prix de l'Offre »)

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre ont été préparés par Oddo Corporate Finance à partir d'informations publiquement disponibles et d'informations écrites ou orales communiquées par la Société ou au nom de celle-ci. Bien qu'Oddo Corporate Finance estime ces informations exactes, précises et sincères, ces dernières n'ont fait l'objet d'aucune vérification indépendante et Oddo Corporate Finance ne donne aucune assurance ou garantie, expresse ou implicite, ni ne saurait accepter aucune responsabilité quant à l'exhaustivité et l'exactitude des informations figurant dans le présent document.

2.1 Méthodologie

EEM est un holding d'investissement coté qui détient plusieurs filiales et participations cotées et non cotées, dont suit l'organigramme simplifié.



L'appréciation du Prix de l'Offre sur les actions EEM a été menée à partir d'une approche multi-critères reposant sur des méthodes et références d'évaluation usuelles et appropriées à l'opération envisagée. Les principaux éléments de cette analyse, établie par Oddo Corporate Finance, sont reproduits ci-après.

Le bureau d'études d'Oddo Securities a récemment déterminé que la décote moyenne sur l'actif net réévalué d'une douzaine de holdings cotés ressort à plus de 25%, sans lien a priori avec le levier, la taille ou le nombre de participations des holdings considérés. Si la prise en compte d'une décote de holding dans le cas d'EEM apparaît donc nécessaire, sa détermination est sujette à de nombreux aléas. Ainsi, aucune décote n'a été retenue dans le cadre de l'analyse multi-critères d'EEM.

2.1.1 Méthodes et références d'évaluation écartées

Les méthodes et références suivantes ont été écartées dans le cadre de l'évaluation des actions EEM.

Actif net comptable

L'actif net comptable (ANC) d'EEM ressort à 20,1 € par action au 31 décembre 2010 et 25,8 € par action au 31 mars 2011.

Il convient de souligner qu'EEM met en équivalence sa participation de 26,92% au capital de Gascogne, son actif le plus important, pour un montant de 51,7 M€ au 31 mars 2011 (soit une contribution de 16,0 € par action EEM pour une valeur induite de 96,4 € par action Gascogne). Ce montant correspond au prix de revient historique des acquisitions de titres Gascogne par EEM, incrémenté de la quote-part de résultats et dividendes de Gascogne revenant à EEM. Il peut être constaté que la valeur de marché de Gascogne, telle qu'établie dans l'analyse multi-critères développée au paragraphe 2.2.3, est nettement inférieure à celle retenue au titre de sa mise en équivalence dans les comptes consolidés d'EEM au 31 mars 2011. Or, aucune dépréciation n'a été constatée jusqu'à présent au titre de cette participation car EEM ne projette pas notamment de céder ses actions Gascogne. Pour cette raison, l'ANC d'EEM n'a pas été retenu comme critère d'évaluation.

Méthode des comparables boursiers

De par sa nature de holding, il n'existe pas de sociétés cotées directement comparables à EEM.

Méthode des transactions comparables

Aucune transaction sur une société directement comparable à EEM n'a pu être répertoriée.

Objectifs de cours des analystes de recherche

EEM n'est suivie par aucun analyste de recherche.

Actualisation des dividendes

La méthode qui consiste à actualiser les dividendes futurs n'a pas été retenue, dans la mesure où la méthode DCF n'est a fortiori pas applicable directement à EEM (cf. infra).

Actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF)

En l'absence de plan d'affaires pour EEM, la méthode DCF n'a pas été retenue au niveau de la Société, mais a été mise en œuvre pour ses participations dans Gascogne et SFC.

2.1.2 Méthodes et références d'évaluation retenues

Les méthodes et références suivantes ont été retenues dans le cadre de l'évaluation des actions EEM :

- Analyse du cours de bourse ;

- Somme des parties :

EEM n'exerçant pas d'activité opérationnelle, le Prix de l'Offre est apprécié au regard de l'évaluation de chacune des filiales et participations de la Société, à savoir :

- les filiales consolidées par intégration globale :
 - 75% dans l'hôtel Victoria Angkor (Cambodge), en cours de cession ;
 - 96,66% dans la société SAIPPPP, qui détient 99% de la société Paris Croix des Petits Champs (dont EEM détient en direct 1%) ;
 - 100% de la société Les Vergers.
- les actifs financiers disponibles à la vente :
 - 35% dans les vignobles Tokaj Lencses Dűlő, en cours de cession.
- les participations mises en équivalence :
 - 26,92% dans la société cotée Gascogne (soit 536 806 actions sur un total de 1 993 963 actions Gascogne) ;
 - 13% dans la société cotée SFC-Société Française de Casinos (soit 468 806 actions sur un total de 3 606 650 actions SFC).

2.1.3 Hypothèses utilisées pour l'analyse

Pour les besoins des travaux d'évaluation, la dette financière nette consolidée d'EEM publiée au 31 décembre 2010, soit 10,8 M€, est :

- augmentée des provisions pour rentes et engagements pour retraites d'un montant de 0,1 M€ au 31 décembre 2010 ;
- diminuée du prix de cession des hôtels vietnamiens (EEM Victoria) égal à 44 M\$, soit 30,3 M€ (taux de change euro / dollar moyen du 15 avril au 16 mai 2011 : 1,4517).

Après prise en compte de la dette financière nette et de l'ensemble de ces retraitements, le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres d'EEM s'effectue en ajoutant un montant total de 19,5 M€ au 31 décembre 2010.

Le nombre d'actions EEM retenu dans le cadre des travaux d'évaluation est de 3 239 951, correspondant au nombre d'actions en circulation à la date du présent document (3 250 000), net des actions autodétenues au 18 mai 2011 (10 049 actions). Au 31 décembre 2010, 64 500 actions gratuites ont été attribuées et seront, le cas échéant, définitivement acquises le 27 septembre 2012. L'éventuelle dilution liée à ces actions gratuites est négligée compte tenu de son caractère incertain et limité.

2.2 Application des méthodes et références retenues

2.2.1 Analyse du cours de bourse d'EEM

Les actions EEM sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché Euronext Paris (ISIN : FR0000035719).

Le dernier cours de bourse d'EEM pris en référence dans l'analyse ci-après est le cours de clôture du 16 mai 2011.

Le cours de bourse d'EEM a évolué dans une fourchette comprise entre 9,45 € et 16,10 € durant les 250 derniers jours de négociation.



Source : Datastream

Au cours des 250 derniers jours de négociation, les volumes moyens quotidiens d'actions échangées sur le marché se sont élevés à environ 3 874 titres, avec des écarts de volumes quotidiens significatifs (de zéro à 106 500 titres le 26 août 2010).

Au 16/05/2011	Spot	20 jours	60 jours	120 jours	250 jours
Cours moyen pondéré par les volumes (€)	15.79	15.77	15.33	14.35	14.15
Prime / (Décote) par rapport au prix de l'OPRA	33.0%	33.2%	36.9%	46.3%	48.4%
Cours le plus haut (€)		16.09	16.09	16.09	16.10
Prime / (Décote) par rapport au prix de l'OPRA		30.5%	30.5%	30.5%	30.4%
Cours le plus bas (€)		15.50	14.65	11.79	9.45
Prime / (Décote) par rapport au prix de l'OPRA		35.5%	43.3%	78.1%	122.2%
Volumes moyens quotidiens (milliers de titres)	-	1.89	2.02	2.14	3.87
Volumes cumulés sur la période (milliers de titres)	-	34.0	117.0	252.2	960.7
% du capital		1.0%	3.6%	7.8%	29.7%
% du flottant		2.3%	8.0%	17.3%	65.9%

Source : Datastream

Le Prix de l'Offre fait ressortir une prime de 33,0% par rapport au cours de clôture du 16 mai 2011 et de 36,9% par rapport à la moyenne pondérée des cours par les volumes sur les 60 derniers jours de négociation.

2.2.2 *Somme des parties - Evaluation des filiales consolidées par intégration globale*

Hôtel Victoria Angkor

L'hôtel Victoria Angkor, en cours de cession, a été évalué à partir de l'offre ferme reçue le 8 novembre 2010 par EEM, soit 13,0 M\$ pour 100% du capital de l'hôtel Victoria Angkor ou 9,0 M€ en considérant un taux de change euro / dollar moyen, du 15 avril au 16 mai 2011, de 1,4517.

La dette nette associée à cette filiale étant considérée comme négligeable, la valeur d'entreprise de l'hôtel Victoria Angkor est égale à celle de ses capitaux propres.

Après déduction des intérêts minoritaires, la quote-part de 75% de la valeur d'entreprise de l'hôtel Victoria Angkor revenant à EEM ressort à 6,7 M€.

SAIPPPP et SNC Paris Croix des Petits Champs

La SNC Paris Croix des Petits Champs, filiale à 99% et seul actif de la Société Anonyme Immobilière Parisienne de la Perle et des Pierres Précieuses, a consenti un contrat de sale and lease back sur son unique actif, pour un montant de 6,0 M€.

Après déduction des intérêts minoritaires, la quote-part de 96,66% de la valeur d'entreprise de la SAIPPPP revenant à EEM ressort à 5,8 M€, montant auquel il convient d'ajouter 0,1 M€ au titre de la quote-part de 1% de la valeur d'entreprise de la société Paris Croix des Petits Champs détenue par EEM.

Les Vergers

La SARL Les Vergers a été évaluée à travers les prix de vente réels ou estimés de chacun de ses actifs cédés ou en cours de cession :

- cinq ensembles immobiliers situés à Boulogne-Billancourt pour des prix respectifs de 551 250 €, 570 000 €, 565 000 €, 589 000 € et 800 000 € ;
- deux parcelles de terrain à bâtir situées à Laudun L'Ardoise pour un prix total de 150 000 €.

Ainsi, la valeur d'entreprise de la SARL Les Vergers, détenue à 100% par EEM, ressort à 3,2 M€.

2.2.3 *Somme des parties - Evaluation des actifs financiers disponibles à la vente*

Compte tenu de l'absence d'influence d'EEM dans la gestion de Tokaj Lencses Dülö, dont la gérance relève désormais exclusivement de l'actionnaire majoritaire, les 35% détenus par EEM dans cette société ont été classés en actifs financiers disponibles à la vente.

EEM dispose d'une option de vente entre mi-2015 et mi-2016 à un prix minimum garanti de 3,2 M€.

En raison du souhait du management d'EEM de céder cette participation avant terme, une juste valeur de 2,7 M€ pour les titres Tokaj Lencses Dülö, en ligne avec les dernières négociations en cours, a été retenue dans les comptes consolidés d'EEM au 31 décembre 2010.

2.2.4 Somme des parties - Evaluation de la participation d'EEM au capital de Gascogne

Les méthodes et références suivantes ont été retenues dans le cadre de l'évaluation des actions Gascogne :

- Analyse du cours de bourse ;
- Méthode des comparables boursiers ;
- Actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF).

Sources

Oddo Corporate Finance n'ayant pas eu accès au plan d'affaires de Gascogne, les travaux d'évaluation reposent sur les informations publiques disponibles et les éléments fournis oralement par le management de Gascogne.

Hypothèses

Pour les besoins des travaux d'évaluation, la dette financière nette consolidée de Gascogne publiée au 31 décembre 2010, soit 89,0 M€, est :

- augmentée des engagements de retraites et autres avantages de la société d'un montant de 15,2 M€ ;
- augmentée des indemnités à payer dans le cadre d'un litige lié à l'amiante, soit 1,2 M€ ;
- augmentée de l'amende de la commission européenne pour entente sur les prix dans le domaine des sacs, soit 13,2 M€.

Après prise en compte de la dette financière nette et de l'ensemble de ces retraitements, le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres de Gascogne s'effectue en retranchant un montant total de 118,6 M€ au 31 décembre 2010.

Par ailleurs, la dette nette retraitée de Gascogne est susceptible d'être affectée d'un montant supplémentaire au titre d'une obligation de traitement de rejets industriels dans le cadre du respect des normes environnementales en vigueur.

Le nombre d'actions Gascogne retenu dans le cadre des travaux d'évaluation est de 1 950 388, correspondant au nombre d'actions en circulation au 31 décembre 2010 (1 993 963), net de l'autocontrôle à cette date (43 575 actions). Au 31 décembre 2010, 24 900 stock-options restent exerçables tout en étant largement hors de la monnaie. Leur impact dilutif a été négligé dans le cadre des travaux d'évaluation.

Analyse du cours de bourse

Les actions Gascogne sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché Euronext Paris (ISIN : FR0000124414).

Le dernier cours de bourse de Gascogne pris en référence dans l'analyse ci-après est le cours de clôture du 16 mai 2011.

Le cours de bourse de Gascogne a évolué dans une fourchette comprise entre 34,08 € et 45,78 € durant les 250 derniers jours de négociation.



Source : Datastream

Au cours des 250 derniers jours de négociation, les volumes moyens quotidiens d'actions échangées sur le marché se sont élevés à environ 877 titres, avec des écarts de volumes quotidiens significatifs (de zéro à 11 600 titres le 21 juin 2010).

Au 16/05/2011	Spot	20 jours	60 jours	120 jours	250 jours
Cours moyen pondéré par les volumes (€)	44.38	44.01	42.10	41.76	40.42
Cours le plus haut (€)		45.78	45.78	45.78	45.78
Cours le plus bas (€)		41.28	38.02	37.17	34.08
Volumes moyens quotidiens (milliers de titres)	-	1.11	0.99	0.84	0.88
Volumes cumulés sur la période (milliers de titres)	-	19.90	57.70	99.30	217.60
% du capital		1.0%	3.0%	5.1%	11.2%
% du flottant		2.0%	5.7%	9.8%	21.5%

Source : Datastream

Méthode des comparables boursiers

Cette méthode consiste à évaluer Gascogne par analogie, à partir de multiples de sociétés comparables cotées, tels qu'ils ressortent d'une part de leurs cours de bourse, et d'autre part des agrégats comptables estimés par un consensus d'analystes financiers.

Gascogne opère sur les secteurs de la transformation de bois, de la production de papier, de sacs et de produits complexes (laminates). Ces différents secteurs présentent un ensemble de comparables cotés de taille similaire qui permet de valoriser chacune des activités d'exploitation de Gascogne.

Les capitalisations boursières des sociétés comparables correspondent à la valeur moyenne des capitalisations boursières de chacun des comparables du 15 avril au 16 mai 2011. Les taux de change considérés vis-à-vis de l'euro sont des moyennes du 15 avril au 16 mai 2011.

Dans le cadre de la présente évaluation, les multiples de valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDA¹ ont été retenus. Ont en revanche été écartés :

- le multiple de valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires, qui ne prend pas en compte la différence de rentabilité entre les sociétés ;
- le PER² qui, selon le niveau de l'endettement de la société évaluée, peut introduire des biais dans

¹ Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization, soit le résultat d'exploitation avant dotations aux amortissements et provisions

² Price / earnings ratio, soit le rapport entre la valeur des capitaux propres et le résultat net courant part du groupe

- l'évaluation de la valeur de marché de ses capitaux propres ;
- le multiple de valeur d'entreprise sur EBIT³, en raison de la faiblesse des EBIT de chacune des activités de Gascogne conduisant à des valeurs erratiques.

Les échantillons de sociétés suivants ont été retenus pour valoriser chacune des activités opérationnelles de Gascogne.

Activité « Bois »

Société	Capi. (M€)	VE (M€)	VE/EBITDA		
			2011e	2012e	2013e
Grupo Empresarial ENCE	689	862	4.8x	5.0x	4.9x
Holmen	2,130	2,770	7.2x	7.2x	7.0x
Sonae Industria SGPS	210	928	8.0x	6.9x	5.7x
Louisiana-Pacific	820	703	8.6x	4.6x	2.6x
Universal Forest Products	433	433	6.9x	6.1x	n/d
Norbord	463	709	8.0x	5.5x	3.6x
Canfor	1,247	1,290	5.8x	4.5x	n/d
Médiane			7.2x	5.5x	4.9x

Source : Factset

L'application des multiples VE / EBITDA médians 2011, 2012 et 2013 de l'échantillon aux EBITDA de Gascogne issus des estimations réalisées pour ces mêmes exercices, extériorise une valeur de l'activité « Bois » comprise entre 38,2 M€ et 41,7 M€.

Activité « Papier »

Société	Capi. (M€)	VE (M€)	VE/EBITDA		
			2011e	2012e	2013e
Ahlstrom	813	1,144	5.5x	5.1x	4.8x
Cascades	474	1,561	5.6x	5.8x	n/d
Holmen	2,130	2,770	7.2x	7.2x	7.0x
Mondi	3,422	4,786	4.7x	4.5x	4.4x
M-Real	1,033	1,860	5.3x	5.0x	5.0x
Norske Skogindustrier	359	1,499	5.3x	4.9x	4.8x
Portucel-Empresa Produtora de Pasta de Papel	1,900	2,596	6.1x	6.0x	5.8x
Schweitzer-Mauduit International	608	582	4.7x	4.0x	3.9x
Smurfit Kappa Group	1,829	4,939	4.3x	4.1x	3.8x
Cham Paper Group Holding	122	138	4.6x	4.2x	3.9x
Sequana	575	1,257	5.2x	5.6x	4.6x
Médiane			5.3x	5.0x	4.7x

Source : Factset

L'application des multiples VE / EBITDA médians 2011, 2012 et 2013 de l'échantillon aux EBITDA de Gascogne issus des estimations réalisées pour ces mêmes exercices, extériorise une valeur de l'activité « Papier » comprise entre 45,9 M€ et 47,1 M€.

Activité « Sacs »

Société	Capi. (M€)	VE (M€)	VE/EBITDA		
			2011e	2012e	2013e
Billerud	838	855	5.0x	5.1x	5.5x
Huhtamaki	999	1,316	5.7x	5.4x	5.2x
Médiane			5.3x	5.3x	5.3x

Source : Factset

³ Earnings before interest and taxes, soit le résultat d'exploitation

L'application des multiples VE / EBITDA médians 2011, 2012 et 2013 de l'échantillon aux EBITDA de Gascogne issus des estimations réalisées pour ces mêmes exercices, extériorise une valeur de l'activité « Sacs » comprise entre 31,7 M€ et 42,6 M€.

Activité « Complexes »

Société	Capi. (M€)	VE (M€)	VE/EBITDA		
			2011e	2012e	2013e
Sonae Industria SGPS	210	928	8.0x	6.9x	5.7x
Ober	17	38	7.4x	6.5x	n/d
Médiane			7.7x	6.7x	5.7x

Source : Factset

L'application des multiples VE / EBITDA médians 2011, 2012 et 2013 de l'échantillon aux EBITDA de Gascogne issus des estimations réalisées pour ces mêmes exercices, extériorise une valeur de l'activité « Complexes » comprise entre 72,5 M€ et 86,6 M€.

Synthèse de la méthode des comparables boursiers

La somme des valeurs d'entreprise des différentes activités de Gascogne déterminées dans le cadre de cette évaluation permet d'extérioriser une valeur d'entreprise de Gascogne comprise entre 188,3 M€ et 218,2 M€, soit une valeur par action Gascogne comprise entre 34,9 € et 49,9 € après déduction de la dette nette retraitée.

M€	Borne basse	Borne haute
Valeur d'entreprise de Gascogne	188.3	218.2
Dette nette retraitée		118.6
Valeur des capitaux propres	69.7	99.6
Valeur par action Gascogne (en €)	34.9	49.9

Actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF)

Cette méthode intrinsèque consiste à déterminer la valeur d'entreprise par actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs qui ressortent du plan d'affaires de Gascogne établi par Oddo Corporate Finance sur la période 2011-2015, à partir des données publiques sur Gascogne et après un entretien avec son management.

L'actualisation est effectuée au coût moyen pondéré du capital, qui tient compte de la rémunération attendue par les investisseurs :

- Le taux sans risque retenu de 3,6% correspond au taux moyen de l'OAT 10 ans entre le 15 avril 2011 et le 16 mai 2011 ;
- Dans la mesure où le coefficient de régression relatif au bêta de Gascogne est faible, ce dernier n'a pas été retenu en tant que tel. Le bêta économique de 0,76 retenu correspond à la moyenne des bêtas des comparables dont le coefficient de corrélation R est supérieur à 0,5 ;
- La prime de risque de marché retenue, soit 6,0%, est déterminée de manière indépendante par Oddo Securities ;
- La structure financière fait ressortir un endettement net représentant environ 60 % de la valeur d'entreprise, sur la base de la capitalisation boursière de Gascogne au 16 mai 2011 ;
- Le coût de refinancement de la dette de Gascogne, correspondant à son profil de crédit, a été estimé à 8,8% conformément aux conditions de marché relatives aux sociétés ayant un profil de crédit comparable à Gascogne.

Le coût moyen pondéré du capital ressort ainsi à 8,5%.

Après prise en compte d'une valeur terminale déterminée par actualisation à perpétuité d'un flux de trésorerie normatif croissant de 1,5% à long terme, la valeur d'entreprise de Gascogne ressort à 214,5 M€, soit une valeur des capitaux propres de 95,9 M€ ou 49,2 € par action.

En introduisant une sensibilité de +/- 0,25% sur le coût moyen pondéré du capital et de +/- 0,25% sur la croissance à l'infini, la valeur par action Gascogne s'établit dans une fourchette de 44,6 € à 54,1 €.

Synthèse des éléments d'évaluation des actions Gascogne

Synthèse	Valeur par action Gascogne (€)	
	Borne basse	Borne haute
Analyse boursière (sur 60j)	38.0	45.8
Comparables boursiers	34.9	49.9
Méthode DCF	44.6	54.1

2.2.5 *Somme des parties - Evaluation de la participation d'EEM au capital de SFC*

Les méthodes et références suivantes ont été retenues dans le cadre de l'évaluation des actions SFC :

- Analyse du cours de bourse ;
- Méthode des comparables boursiers ;
- Actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF).

Sources

Les travaux d'évaluation sont notamment fondés sur les comptes annuels au 31 octobre 2010 de SFC, et le plan de continuation de SFC établi par le management dans le cadre de la procédure de redressement judiciaire actuelle.

Hypothèses

Pour les besoins des travaux d'évaluation, la dette financière nette consolidée de SFC publiée au 31 octobre 2010, soit 10,2 M€, est :

- augmentée des engagements de retraites et autres avantages de SFC d'un montant de 155 K€ ;
- augmentée des provisions concernant des litiges prud'homaux pour un montant de 118 K€ ;
- augmentée des montants provisionnés pour prévenir les jackpots éventuels et autres d'une valeur de 85 K€ ;
- augmentée de la valeur comptable des intérêts minoritaires pour un montant au 31 octobre 2010 de 596 K€.

Après prise en compte de la dette financière nette et de l'ensemble de ces retraitements, le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres de SFC s'effectue en retranchant un montant total de 11,0 M€ au 31 octobre 2010.

Le nombre d'actions SFC retenu dans le cadre des travaux d'évaluation est de 3 606 650 (il n'existe pas d'actions autodétenues, ni d'instruments dilutifs donnant accès au capital).

Analyse du cours de bourse

Les actions SFC sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché Euronext Paris (ISIN : FR0010209809).

Le dernier cours de bourse de SFC pris en référence dans l'analyse ci-après est le cours de clôture du 16 mai 2011.

Le cours de bourse de SFC a évolué dans une fourchette comprise entre 1,90 € et 3,20 € durant les 250 derniers jours de négociation.



Source : Datastream

Au cours des 250 derniers jours de négociation, les volumes moyens quotidiens d'actions échangées sur le marché se sont élevés à environ 1 160 titres, avec des écarts de volumes quotidiens significatifs (de zéro à 20 800 titres le 12 octobre 2010).

Au 16/05/2011	Spot	20 jours	60 jours	120 jours	250 jours
Cours moyen pondéré par les volumes (€)	2.50	0.44	2.32	2.24	2.50
Cours le plus haut (€)		2.50	2.79	2.79	3.20
Cours le plus bas (€)		2.21	1.90	1.90	1.90
Volumes moyens quotidiens (milliers de titres)	-	1.33	1.41	1.08	1.16
Volumes cumulés sur la période (milliers de titres)	-	8.00	46.40	66.00	134.60
% du capital		0.2%	1.3%	1.8%	3.7%
% du flottant		2.0%	11.7%	16.6%	33.9%

Source : Datastream

Méthode des comparables boursiers

Cette méthode consiste à évaluer SFC par analogie, à partir de multiples de sociétés comparables cotées, tels qu'ils ressortent d'une part de leurs cours de bourse, et d'autre part des agrégats comptables estimés par un consensus d'analystes financiers.

SFC opère sur les secteurs des casinos physiques et détient désormais un partenariat dans le cadre des jeux en ligne (200% Poker).

Les capitalisations boursières des sociétés comparables correspondent à la valeur moyenne des capitalisations boursières de chacun des comparables du 15 avril 2011 au 16 mai 2011. Les taux de change considérés vis-à-vis de l'euro sont des moyennes du 15 avril au 16 mai 2011.

Dans le cadre de la présente évaluation, les multiples de valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDA ont été retenus.

Un échantillon européen de sociétés cotées de casinos, jeux et paris en ligne a été retenu.

Société	Capi. (M€)	VE (M€)	VE/EBITDA		
			2011e	2012e	2013e
Groupe Partouche S.A.	234	463	5.1x	5.0x	4.8x
Rank Group PLC	661	805	7.4x	6.9x	6.4x
Ladbrokes PLC	1,529	2,103	7.5x	7.3x	7.2x
William Hill PLC	1,676	2,239	6.6x	6.6x	6.4x
Paddy Power PLC	1,600	1,465	11.0x	10.2x	9.2x
Intralot S.A.	373	737	4.3x	3.9x	3.7x
Bwin.Party Digital Entertainment PLC	1,477	1,477	8.4x	6.9x	6.0x
Unibet Group PLC	424	424	8.9x	8.1x	7.6x
Médiane			7.5x	6.9x	6.4x

Source : Factset

Application à SFC (M€)	2011e	2012e	2013e
Valeur d'entreprise de SFC	17.3	17.7	19.1
Dette nette retraitée	11.0	11.0	11.0
Valeur des capitaux propres	6.3	6.7	8.1
Valeur par action SFC (€)	1.7	1.8	2.2

L'application des multiples VE / EBITDA médians 2011, 2012 et 2013 des échantillons aux EBITDA de SFC issus du plan de continuation réalisé pour ces mêmes exercices, extériorise une valeur d'entreprise comprise entre 17,3 M€ et 19,1 M€, soit une valeur des capitaux propres par action SFC comprise entre 1,7 € et 2,2 € après déduction de la dette nette retraitée.

Actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF)

Cette méthode intrinsèque consiste à déterminer la valeur d'entreprise par actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs qui ressortent du plan de continuation établi par le management de SFC sur la période 2011-2018.

L'actualisation est effectuée au coût moyen pondéré du capital, qui tient compte de la rémunération attendue par les investisseurs.

Dans la mesure où SFC est actuellement placée sous procédure de redressement judiciaire, un coût moyen pondéré du capital de 11,5% a été utilisé.

Après prise en compte d'une valeur terminale déterminée par actualisation à perpétuité d'un flux de trésorerie normatif croissant de 1,5% à long terme, la valeur d'entreprise de SFC ressort à 21,8 M€, soit une valeur des capitaux propres de 10,8 M€ ou 3,0 € par action.

En introduisant une sensibilité de +/- 0,25% sur le coût moyen pondéré du capital et de +/- 0,25% sur la croissance à l'infini, la valeur par action SFC s'établit dans une fourchette de 2,8 € à 3,1 €.

Synthèse des éléments d'évaluation des actions SFC

Synthèse	Valeur par action SFC (€)	
	Borne basse	Borne haute
Analyse boursière (sur 60j)	1.9	2.8
Comparables boursiers	1.7	2.2
Méthode DCF	2.8	3.1

2.2.6 Synthèse de la somme des parties

Somme des parties	M€	
	Borne basse	Borne haute
Quote-part de la valeur d'entreprise des filiales d'EEM consolidées par intégration globale		
Victoria Angkor (75%)		6.7
SAIPPPP (96.66%)		5.8
Paris Croix des Petits Champs (1%)		0.1
Les Vergers (100%)		3.2
Valeur de la participation dans Tokaj Lencses Dűlő (35%)		2.7
Valeur de la participation dans Gascogne (26,92%)	18.8	28.4
Analyse boursière	20.0	24.0
Comparables boursiers	18.8	26.8
Méthode DCF	23.4	28.4
Valeur de la participation dans SFC (13%)	0.8	1.5
Analyse boursière	0.9	1.3
Comparables boursiers	0.8	1.1
Méthode DCF	1.3	1.5
Dette nette retraitée d'EEM		(19.5)
Valeur induite des capitaux propres d'EEM	57.5	67.8
Valeur induite des capitaux propres d'EEM (en € par action)	17.7	20.9

2.3 Synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre

Méthodes retenues	Valeur par action EEM induite (€)	Prime / (décote) induite par le Prix de l'Offre (%)
Analyse du cours de bourse		
Cours spot	15.8	33.0%
CMP 20 jours	15.8	33.2%
CMP 60 jours	15.3	36.9%
CMP 120 jours	14.3	46.3%
CMP 250 jours	14.1	48.4%
Somme des parties		
Borne basse	17.7	18.3%
Borne haute	20.9	0.3%

3. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Dans le cadre de l'Offre publique de rachat d'actions initiée par la société Electricité et Eaux de Madagascar (ci-après « EEM » ou « la Société ») sur ses propres actions, en vue de l'annulation des titres rachetés, nous avons été désignés par le Conseil d'administration de cette dernière, le 13 avril 2011, en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes, conformément aux dispositions de l'article 261-3 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après « AMF »).

Nous avons effectué nos diligences dans le respect des dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010). Nos diligences sont décrites en partie 3 et détaillées en annexe 5 ci-après.

Cette opinion ne traite pas du bien fondé de la décision prise par les dirigeants de la société EEM de réaliser l'opération et ne constitue pas une recommandation de faire ou de ne pas faire à la Société concernée (incluant son conseil d'administration) ni une recommandation aux actionnaires de cette Société d'apporter ou de ne pas apporter à l'Offre envisagée.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par la Société et par ses conseils, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ni examiné les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

1. Présentation de l'opération

1.1 Présentation de la société initiatrice, EEM

La société Electricité et Eaux de Madagascar (EEM) est une société holding cotée sur le compartiment C du marché Euronext de Nyse Euronext Paris (Code ISIN FR 000035719). Selon le projet de note d'information, la Société envisage de demander le transfert de cotation de ses titres vers le marché Alternext, à l'issue de l'offre publique de rachat d'actions.

La Société est détenue par la société Verneuil & Associés et sa filiale à 90% Verneuil Participations, à hauteur de 25,56 % du capital et 27,59 % des droits de vote. Son flottant représente environ 38,3% du capital.

Elle est présente sur 3 métiers dont la contribution au chiffre d'affaires au 31 décembre 2010 se répartit comme suit :

- Exploitation hôtelière (95,5%) : la Société détenait, jusqu'à fin 2010, 5 hôtels implantés au Vietnam et un hôtel implanté au Cambodge sous la marque Victoria. En février 2011, les cinq hôtels du groupe au Vietnam ont été cédés pour un montant de 44,5 M\$; par ailleurs une offre d'acquisition de l'hôtel situé à Angkor (Cambodge) a été reçue et est en cours de discussion ;
- Gestion d'actifs immobiliers (2%) : immeubles de bureaux, hôtels et entrepôts. Fin décembre 2010, la SNC Paris Croix des Petits Champs, filiale immobilière de la Société, a procédé à une opération de cession-bail sur l'immeuble sis rue Croix des Petits Champs à Paris. La société Les

Vergers, elle aussi présente sur l'activité immobilière, a cédé 4 appartements sur les cinq qu'elle détient, le cinquième est en cours de cession ;

- Autres (2,5%) incluant notamment:
 - l'exploitation de domaines viticoles,
 - une société d'aquaculture.

Le groupe EEM possède également deux participations dans des sociétés cotées :

- 13,00% de la Société Française de Casinos (SFC) ayant une activité d'exploitation de casinos ;
- 26,92% du groupe Gascogne, spécialiste du bois et du papier.

La majeure partie des activités hôtelières et immobilières a donc été cédée ou est en cours de cession. Le principal actif d'EEM aujourd'hui réside dans sa participation dans le groupe Gascogne.

1.2 Contexte et termes de l'Offre sur les actions EEM

La Société ayant perçu un montant de 44 millions de dollars à l'issue de la cession des hôtels Victoria situés au Vietnam, un complément de prix de 0,5 million de dollars restant à percevoir, elle propose aujourd'hui à ses actionnaires de réaliser en partie leur investissement en mettant en place un rachat d'actions par voie d'offre publique.

Dans le cadre de cette Offre, la Société nous a désigné en qualité d'expert indépendant selon l'article 261-3 du règlement général de l'AMF.

Il appartient à l'expert indépendant d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes aux actionnaires d'EEM dans le cadre de l'Offre envisagée, dans le respect des dispositions du règlement général de l'AMF.

2. Déclaration d'indépendance

Ricol Lasteyrie n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec la Société concernée par l'opération ou ses conseils et ne détient aucun intérêt financier dans la réussite de l'opération, ni aucune créance ou dette sur la Société concernée par l'opération ou toute personne contrôlée par cette Société au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce.

Ricol Lasteyrie ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts avec la Société concernée par l'opération et ses conseils, notamment au sens des articles 1.1 à 1.4 de l'instruction AMF n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

La mission qui nous est confiée ne nous conduit pas à intervenir de façon répétée avec la banque présentatrice de l'opération, au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF.

A titre informatif, figure en annexe 2, la liste des expertises indépendantes réalisées par Ricol Lasteyrie au cours des deux dernières années, avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées.

Ricol Lasteyrie atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par le projet d'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

3. Diligences effectuées

Nos diligences ont principalement consisté à :

- Prendre connaissance du contexte spécifique dans lequel se situe l'opération envisagée ;
- Analyser, en liaison avec le management de la Société, l'historique et les perspectives de la société ;
- Procéder à un examen des différentes transactions ayant pu intervenir sur le titre de la Société ;
- Mettre en œuvre les méthodes de valorisation généralement appliquées dans le cadre d'une analyse multicritère : cours de bourse, actif net réévalué et pour certaines lignes de participations : DCF, comparables boursiers, transactions comparables. Dans ce cadre, nos échanges avec nos interlocuteurs ont principalement porté sur :
 - la situation des principaux actifs et passifs de la société EEM ;
 - l'activité de la société Gascogne, société cotée détenue à hauteur de 26,92% par la société EEM, ainsi que ses perspectives de développement ;
 - l'activité de la Société française des Casinos (SFC), société cotée détenue à hauteur de 13,00% par la société EEM, aujourd'hui en procédure de redressement judiciaire ;
- Procéder à une analyse critique de l'évaluation présentée par la Société et ses conseils ;
- Nous assurer, auprès des dirigeants de la société EEM, qu'aucun événement susceptible de remettre en cause la valeur de la Société n'était intervenu depuis le 31 décembre 2010.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par les sociétés EEM et Gascogne, sans avoir la responsabilité de les valider.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ni revu les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

4. Méthodologie retenue pour l'évaluation des actions de la société EEM

La société EEM est une société holding dont l'actif principal consiste en sa participation dans la société cotée Gascogne. Son capital est composé de 3 250 000 actions, dont 10 049 auto-détenues.

4.1 Méthodes d'évaluation écartées

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie n'a pas été retenue au niveau de la société EEM compte tenu de son caractère de holding. Cette méthode a été mise en œuvre pour l'évaluation de deux participations sous-jacentes, la société Gascogne et la Société Française de Casinos dans le cadre d'une analyse multicritère.

La méthode du rendement consistant à évaluer une société sur la base des dividendes distribués n'a pas été retenue, la Société n'étant en mesure de distribuer des dividendes reflétant la valeur sous-jacente de ses participations, que dans le cadre de la cession de celles-ci.

La méthode des comparables boursiers n'a pas été mise en œuvre au niveau d'EEM, aucune société comparable n'ayant été identifiée. Cette méthode a été mise en œuvre pour l'évaluation de la société Gascogne et de la Société Française de Casinos dans le cadre d'une analyse multicritère.

La méthode des transactions sur le capital de la Société (en dehors de la référence au cours de bourse) n'a pas été retenue en l'absence de transaction significative sur le capital d'EEM. Dans le cadre de notre évaluation des actifs sous-jacents, nous avons fait référence aux valeurs de transaction dès qu'une offre sur un des actifs était disponible (appartements, immeubles ou locaux détenus par le pôle immobilier, offre en cours sur l'hôtel situé au Cambodge, négociation en cours sur les vignes en Hongrie).

4.2 Méthodes d'évaluation retenues

Les références principales retenues, s'agissant d'une holding, consistent en un actif net réévalué déterminé par nos soins sur la base de l'actif net comptable ressortant des comptes au 31 décembre 2010, derniers comptes audités. Nous avons également étudié l'actif net comptable social et consolidé de la Société au 31 mars 2011.

Le cours de bourse d'EEM a été retenu à titre secondaire.

4.21 Cours de bourse (à titre secondaire)

La Société est cotée au compartiment C d'Euronext Paris. Sa capitalisation boursière au 19 mai 2011, date de suspension du cours, ressort à 51,3 millions d'euros sur la base d'un cours de bourse de 15,80 euros par action.

Le flottant représente 1 244 057 actions, soit un flottant limité à 38,28 % du capital. Le marché du titre reste peu actif, la moyenne annuelle quotidienne arrêtée au 19 mai 2011 ressort à 3 753 titres. Cette moyenne intègre un pic de volume de 100 000 titres le 28 août 2010, suite à l'annonce de la cession des hôtels au Vietnam.

Cette faible activité autour du titre limite le suivi de la valeur par les analystes financiers qui ne publient pas de note d'analyse sur la Société.

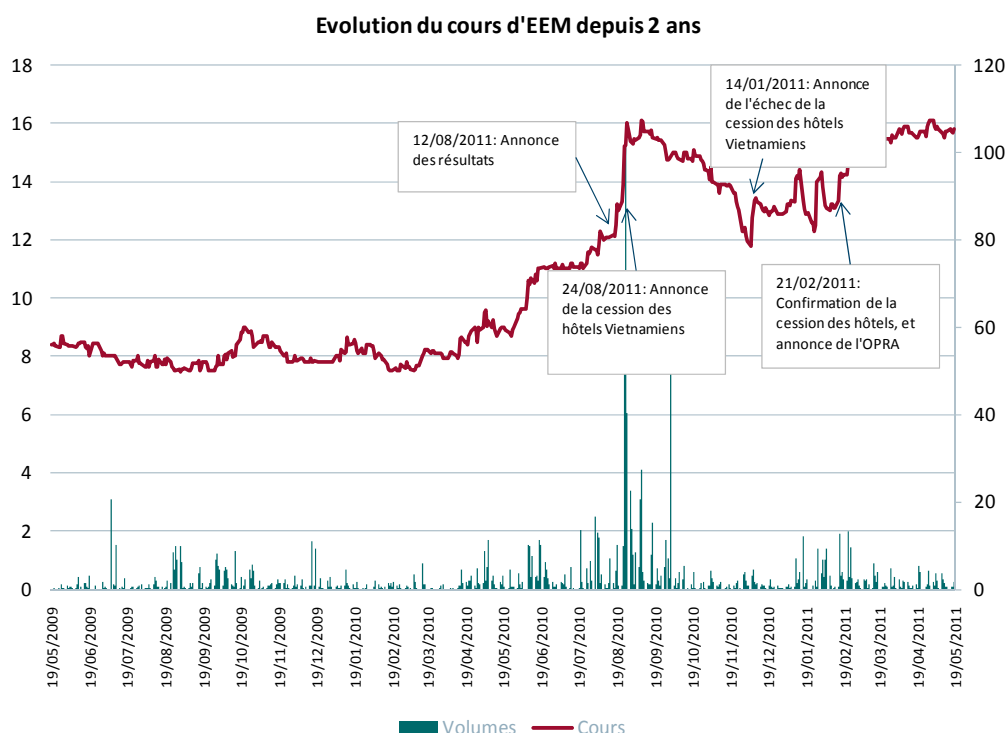
Analyse de la liquidité du titre EEM (en millier)

% flottant	38,28%
Flottant en nombre d'actions	1 244,1
Titres échangés sur l'année passée	972,1
Taux de rotation du flottant	78,1%
Taux de rotation du capital	29,9%

L'analyse du cours de bourse sur les 2 dernières années fait ressortir trois phases principales :

- Une première phase de stagnation des cours jusqu'en juin 2010 : le cours évolue dans une fourchette de 6 à 8 euros ;
- Une forte progression à partir du mois de juillet 2010 pour culminer à 16 euros lors de l'annonce de la cession des hôtels vietnamiens ;
- Une phase de baisse engendrée par les difficultés relatives à cette cession (annonce de la rupture des négociations puis reprise des négociations) pour remonter ensuite autour de 16 euros lors de la réalisation effective de cette cession.

L'OPRA a été annoncée le 21 février 2011.



L'analyse précédente du cours de bourse conduit à relativiser sa pertinence au regard de la valeur intrinsèque de la Société. Le cours de bourse reste cependant, pour l'actionnaire minoritaire, une référence incontournable, cette valeur correspondant à la liquidité immédiate des titres qu'il détient.

Etude du cours de bourse de EEM

Cours au 19/05/11	En euros	Prime
Spot	15,80	32,9%
Moyen pondéré 1 mois	15,76	33,2%
Moyen pondéré 3 mois	15,31	37,2%
Moyen pondéré 6 mois	14,32	46,6%
Moyen pondéré 12 mois	14,10	49,0%
Plus haut 12 mois	16,10	30,4%
Plus bas 12 mois	8,70	141,4%

Source : Datastream

Le prix de l'Offre fait apparaître une prime significative sur le cours de bourse, comprise entre 32,9% (cours spot) et 37,2% (moyenne pondérée 3 mois).

4. 22 Actif net comptable

Nous observons que les actifs nets comptables social et consolidé par action de la société EEM au 31 mars 2011 s'élèvent respectivement à 23,5 euros et 25,8 euros (reporting synthétique consolidé non audité), en augmentation par rapport à fin 2010 du fait de la prise en compte de la plus-value générée par la cession des hôtels vietnamiens en février 2011.

L'actif net comptable est aujourd'hui essentiellement composé de la valeur historique d'acquisition des titres Gascogne (actif net social) ou de la quote-part de capitaux propres détenue par EEM dans Gascogne (mise en équivalence dans les comptes consolidés).

EEM a acquis sur le marché sa position sur les titres Gascogne depuis fin 2001. Le prix d'acquisition moyen des titres Gascogne au 31 décembre 2010 ressort dans les comptes sociaux à 79,6 euros par action.

Dans les comptes consolidés du groupe EEM, les titres de la société sont mis en équivalence, la participation est valorisée pour 51,7 millions d'euros (quote-part des capitaux propres consolidés de Gascogne), soit une valeur par action de 96,4 euros au 31 mars 2011.

Le cours spot du titre Gascogne au 19 mai 2011 ressortait à 44,05 euros et la moyenne pondérée par les volumes sur un an à 40,17 euros par action.

Les titres Gascogne n'ont cependant pas fait l'objet de dépréciation, la valeur de cette participation dans les comptes d'EEM intégrant, selon le management, une vision de détention à long terme.

La valeur de Gascogne est analysée au paragraphe 5, ci-après sur une base multicritère.

Le prix de l'Offre représente une décote de 18,6% par rapport à l'actif net consolidé d'EEM au 31 mars 2011.

4. 23 Actif net réévalué

Compte tenu de l'activité de la société EEM, propriétaire de différentes lignes de participation, contrôlées ou non, nous avons retenu la méthode de l'actif net réévalué, méthode qui nous paraît la plus pertinente.

Cette méthode consiste à évaluer les actifs et passifs de la Société à leur valeur réelle en utilisant les méthodes adaptées à chacun des actifs détenus.

Les actifs suivants ont été évalués sur la base de leur valeur réelle :

- les titres de la société Gascogne ont fait l'objet d'une évaluation multicritère décrite au chapitre 5.1 ;
- les actifs hôteliers Viktoria Angkor Co ont été évalués sur la base de l'offre de rachat en cours d'un investisseur (cf. paragraphe 5.21 ci-après) ;
- le contrat de cession-bail détenu par l'ensemble SAIPPPP – SNC Paris Croix des Petits champs a été évalué sur la base de la valeur de l'immeuble. Afin de conforter cette approche nous avons réalisé une simulation de la valeur actualisée du contrat de cession-bail à ce jour (cf. paragraphe 5.22 ci-après) ;

- les stocks d'appartements détenus par la société Les Vergers ont été évalués sur la base de leur valeur de cession (cf. paragraphe 5.23 ci-après) ;
- les titres de participation Tokaj ont été évalués sur la base du prix d'exercice de l'option de vente 2015 décotée compte tenu de la sortie anticipée envisagée (cf. paragraphe 5.24 ci-après) ;
- les titres de participation FMB Aquapole ont été retenus pour une valeur nulle (titres totalement provisionnés dans les comptes sociaux), la société étant en liquidation judiciaire (cf. paragraphe 5.25 ci-après) ;
- les titres de participation SFC ont été évalués sur la base d'une analyse multicritère (cf. paragraphe 5.26 ci-après).

Les autres actifs et passifs (cf. paragraphe 5.27 ci-après) ont été retenus pour leur valeur nette comptable.

5. Détermination de l'actif net réévalué de la société EEM

5.1 Evaluation des actions de la société Gascogne

Le groupe Gascogne, dirigé par M. François Vittoz, opère sur les secteurs de la transformation du bois, de la production de papier, de sacs et de produits dits complexes.

L'activité (hors distribution) du groupe se décompose comme suit :

- La division Bois représente 19% du chiffre d'affaires 2010 ;
- La division Papier représente 20% du chiffre d'affaires 2010 ;
- La division Sacs représente 23% du chiffre d'affaires 2010 ;
- La division Complexes représente 38% du chiffre d'affaires 2010.

Après avoir connu une situation particulièrement difficile en 2005 et un long redressement jusqu'à aujourd'hui, le groupe cherche à développer de nouvelles activités dites stratégiques visant à renouer avec la croissance et la profitabilité.

Les actions Gascogne sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché Euronext Paris (ISIN : FR0000124414).

Le capital de la société est détenu à 26,92 % par EEM, premier actionnaire de la société, le deuxième actionnaire de la société étant Tocqueville Finance avec 11,40 % du capital. Le flottant s'établit à 25,8 %.

Nous avons mis en œuvre une approche multicritère d'évaluation pour valoriser la participation détenue par EEM dans Gascogne. Cette approche comprend les méthodes d'évaluation et références suivantes :

- A titre principal : la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels;
- A titre secondaire : l'application de multiples de sociétés comparables cotées, en l'absence de véritables comparables, et le cours de bourse, du fait de sa faible liquidité et de l'absence de suivi par les analystes.

Nous n'avons pas retenu la méthode de l'actif net réévalué ni la méthode de rendement du dividende :

- Nous n'avons pas retenu la méthode de l'actif net réévalué, la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie mise en œuvre par ailleurs nous permettant de mieux appréhender la valeur de l'activité ;
- La méthode du rendement n'a pas été retenue en raison de l'absence de politique de versement de dividendes.

Nous n'avons pas retenu la méthode des transactions comparables en l'absence de transaction comparable récente. Dans une vision large du secteur, nous n'avons observé qu'une transaction récente annoncée en décembre 2010, le rachat de Myllykoski Paper et sa filiale Rhein Papier par le géant UPM-Kymmene, dont nous n'avons pu extraire des multiples exploitables en raison des pertes générées par la société cible.

5.11 Hypothèses retenues dans le cadre de nos travaux

Pour la mise en œuvre des méthodes mentionnées ci-dessus, nous avons retenu les éléments suivants :

Nombre d'actions

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions après annulation des actions auto détenues (43 575 titres) à la date de notre rapport. Il n'y a pas d'effet dilutif lié aux plans de stock options existants au 31 décembre 2010.

Le nombre d'actions ainsi déterminé ressort à 1 950 388 titres.

Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminé sur la base des éléments de trésorerie et de dettes financières au 31 décembre 2010 communiqués par le management.

Cet ajustement ressort à 105,4 millions d'euros et comprend les éléments suivants au 31 décembre 2010 :

- dette financière : 104 millions d'euros ;
- trésorerie : (15) millions d'euros ;
- provisions : 16,4 millions d'euros.

5.12 Méthode des flux futurs actualisés (avec référence à l'actif net comptable)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux financiers issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

5.121 Hypothèses retenues au titre des projections

Nous n'avons pas eu communication du budget ni du plan d'affaires de la société Gascogne. Toutefois, nous avons pu nous entretenir avec le management de la société et avons assisté à la réunion d'analystes en date du 29 mars 2011.

Après discussion avec le management, nous avons retenu pour établir les agrégats prévisionnels, les grandes orientations suivantes :

- une croissance moyenne annualisée de 5% sur la période 2011-2015 intégrant notamment une progression annuelle du chiffre d'affaires de 7% sur la période 2011-2013. En effet, selon le management, la croissance du chiffre d'affaires devrait être soutenue par plusieurs facteurs :
 - un cycle papetier en retournement ;
 - une modification à plus long terme du modèle économique incluant des relais de croissance (murs bois et construction bois, développement des produits couchés, développement des pays émergents pour les sacs...) ;
- une marge d'Ebitda de 9% à horizon 2015, soutenue par l'évolution favorable du mix produit vers les activités les plus rentables et par la mise en œuvre de mesures d'amélioration des coûts (utilisation d'une Biomasse permettant de diminuer la facture énergétique dès 2013, amélioration de la productivité...).

Nous avons par ailleurs retenu un plan d'investissement de l'ordre de 25 millions d'euros par an pour soutenir la croissance et le retour à la rentabilité (4 à 5% du chiffre d'affaires).

Le niveau de BFR ressort à 20,1% du chiffre d'affaires sur 2010, en incluant le stock de bois tempête qui représente deux années d'approvisionnement assurées avec une fin du déstockage en 2015 selon le management. Dans ce cadre, nous avons estimé que l'incidence du stock tempête devait diminuer sur la période pour parvenir à un BFR de l'ordre de 16% du chiffre d'affaires en 2015.

Nous avons retenu une convergence des amortissements et des investissements en fin de période d'extrapolation, vers un montant jugé normatif à hauteur de 4% du chiffre d'affaires, en ligne avec les niveaux historiques.

5.122 Travaux d'évaluation

Coût moyen pondéré du capital

Le coût moyen pondéré du capital a été déterminé sur la base :

- d'un bêta égal à 1,21, déterminé sur la base des bêtas les plus corrélés de notre échantillon de sociétés comparables cotées et ré-endetté en fonction de la structure financière retenue ;
- d'une prime de risque de 6,15 % (Associés en Finance, avril 2011) ;
- d'un taux sans risque calculé par différence entre le rendement espéré du marché⁴ (Associés en Finance, avril 2011) et la prime de risque ci-dessus, qui ressort à 3,08 % ;
- d'un coût de la dette de 5,4% communiqué par le management et correspondant au rapport entre les charges financières et l'endettement brut moyen ;

⁴ E(Rm) selon les données Associés en Finance

- d'une structure financière cible de 33,7 % (médiane observée sur les sociétés comparables cotées).

Sur ces bases, le taux d'actualisation ressort à 8,2 %.

Les flux financiers ont été actualisés à partir du 1^{er} janvier 2011 et à mi-année.

Croissance à l'infini

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 1,75 % en valeur centrale, correspondant à la moyenne entre les anticipations à long terme d'inflation pour la zone Euro (2%) et la vision des analystes sur la croissance à long terme des sociétés comparables pour lesquelles ils établissent une valorisation par actualisation des flux (1,5%).

Calculs de valorisation

Sur ces bases, la valeur d'entreprise globale ressort à 228 millions d'euros et la valeur des fonds propres à 123 millions d'euros, soit une valeur par action de 62,9 euros. La valeur terminale représente 83% de la valeur d'entreprise.

Les sensibilités à une variation de :

- +/- 0,25 point de taux de croissance,
- +/- 0,5 point de taux d'actualisation,

sont présentées dans le tableau suivant :

Sensibilité de la valeur de l'action Gascogne		Taux d'actualisation		
Taux de croiss. à LT		7,70%	8,20%	8,70%
	1,50%	70,2	60,1	51,4
	1,75%	73,6	62,9	53,7
	2,00%	77,4	65,9	56,2

L'examen depuis 2004 des résultats montre que le groupe Gascogne a réalisé un taux de marge d'Ebitda moyen de 4,5% et un taux de marge d'exploitation courant de l'ordre de 1,1% dans un contexte de baisse du chiffre d'affaires de 2004 à 2009 (avant cession de l'activité de distribution). Les perspectives que nous avons retenues dans nos projections reflètent une situation de retournement de la profitabilité de la société, qui n'est pas exempte de risque.

Compte tenu du fait que le business plan utilisé a été établi par nos soins sur la base des éléments de marché disponibles et d'indications données par le management de Gascogne, et étant rappelé la situation de retournement induite par les quelques agrégats cibles qui nous ont été communiqués, nous avons retenu une fourchette large de 51,4 euros à 77,4 euros (induisant un multiple d'EBITDA de sortie entre 4,6x et 5,7x).

L'actif net comptable de Gascogne ressort à 96,4 € par action. Nous n'avons pas eu accès aux tests d'impairment réalisés par la société par unité génératrice de trésorerie et ne pouvons analyser les différences d'hypothèses retenues.

5.13 Cours de bourse retenu à titre secondaire

Le flottant représente 25,8 %⁵ des actions en circulation. Compte tenu du nombre d'actions échangées en bourse au cours des 12 derniers mois, le taux de rotation du flottant s'élève à 43,9 %. Cette faible liquidité nous a conduit à ne retenir le cours de bourse qu'à titre secondaire.

Les cours moyens pondérés par les volumes 1 mois et 3 mois s'établissent entre 42,19 euros (3 mois) et 44,06 euros (1 mois). Le cours spot au 19 mai 2011 est de 44,05 euros.

	Cours moyen	Cours moyen pondéré	Vol. quotidien
Spot	44,05	na	na
1 mois	43,54	44,06	1,14
3 mois	41,80	42,19	0,97
6 mois	40,80	41,73	0,93
12 mois	39,86	40,17	0,87
Plus haut-12 mois	45,78		
Plus bas- 12 mois	28,26		

5.14 Méthode des multiples de sociétés comparables cotées, retenue à titre secondaire

Nous avons mis en œuvre la méthode des multiples boursiers en nous appuyant sur un échantillon de 13 sociétés du secteur : Smurfit Kappa Group, Sequana, Svenka Cellulosa, Mondi, Billerud, UPM, Stora Enso, Grupo Emperial ENCE, Holmen, Sonae Industria, M-Real Oyj, Noske Skogindustrier, Huhtamaki Oyj.

Les niveaux de capitalisation boursière, de chiffre d'affaires et de marge d'EBITDA de ces sociétés sont présentés dans le tableau suivant :

M€	Pays	Devise	MV	VE	CA 2010	CAGR 2010-13e	% Ebitda / CA			% Ebit / CA		
							2011e	2012e	2013e	2011e	2012e	2013e
SMURFIT KAPPA GROUP	IRELAND	E	1 924	5 207	6 677	7,0%	14,7%	15,3%	15,4%	9,4%	10,4%	10,7%
SEQUANA	FRANCE	E	570	1 245	4 333	2,4%	5,5%	5,4%	na	3,3%	3,3%	3,7%
MONDI	UNITED KINGDOM	£	2 201	4 026	6 228	4,2%	16,0%	15,9%	15,6%	10,1%	10,1%	10,0%
BILLERUD	SWEDEN	SK	7 460	7 615	8 828	2,2%	18,0%	16,3%	15,2%	11,3%	9,7%	9,6%
UPM-KYMMENE	FINLAND	E	7 082	10 384	8 924	7,3%	17,2%	17,7%	17,5%	9,4%	10,4%	10,7%
GRUPO EMPRESARIAL ENCE	SPAIN	E	708	881	831	1,7%	21,2%	19,8%	19,5%	13,8%	12,6%	11,9%
SONAE INDUSTRIA SGPS	PORTUGAL	E	211	683	1 293	6,7%	8,5%	9,5%	11,1%	2,1%	4,1%	5,4%
NORSKE SKOGINDUSTRIER	NORWAY	NK	2 635	11 546	18 986	2,8%	10,0%	11,3%	11,4%	1,8%	2,6%	3,1%
HUHTAMAKI	FINLAND	E	1 002	1 297	1 952	4,1%	10,8%	11,3%	11,4%	6,8%	7,4%	7,7%
SCA 'A' et 'B'	SWEDEN	E	67 271	102 243	109 142	2,3%	14,9%	15,7%	15,7%	9,3%	10,0%	10,1%
STORA ENSO 'A' et 'R'	FINLAND	SK	6 448	8 917	10 297	4,9%	13,8%	14,0%	13,5%	8,8%	9,2%	8,8%
HOLMEN 'A' et 'B'	SWEDEN	SK	18 951	24 723	17 581	4,4%	17,8%	17,7%	17,5%	10,9%	10,9%	10,9%
M-REAL 'A' et 'B'	FINLAND	E	1 028	1 860	2 605	2,2%	11,6%	13,2%	13,7%	7,1%	8,7%	9,5%
Moyenne						4,0%	13,9%	14,1%	14,8%	8,0%	8,4%	8,6%
Groupe Gascogne	France	E			455	7,0%	6,0%	6,6%	7,2%	0,6%	1,7%	2,7%

Aucune de ces sociétés n'étant véritablement comparable, notamment en termes d'activité et de rentabilité, nous présentons cette méthode à titre secondaire.

Nous avons retenu le multiple de Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBITDA, multiple usuel dans le secteur, sur la base des cours moyens pondérés 1 mois au 19 mai 2011.

⁵ Information communiquée lors de la réunion SFAF de présentation des résultats annuels en date du 29 mars 2011.

Le tableau ci-après synthétise les multiples issus de notre échantillon :

Valorisation du Groupe Gascogne

M€	EBITDA		
	2011e	2012e	2013e
Agrégats Groupe Gascogne	29,2	34,4	40,1
Multiples moyens	5,5 x	5,2 x	5,1 x
Multiples médians	5,8 x	5,1 x	5,2 x
VE (multiples médians)	168,2	176,2	206,9
Passage EV/EQ	-105,4	-105,4	-105,4
Equity	62,8	70,8	101,5
Nombre de titres	1 950 388	1 950 388	1 950 388
Valeur par action	32	36	52

Nous avons retenu le multiple médian compte tenu de la disparité des profils des sociétés de notre échantillon.

La société Gascogne étant en phase de redressement, nous avons retenu les multiples d'EBITDA 2012 et 2013, qui valorisent la société en valeur d'entreprise entre 176 millions d'euros et 207 millions d'euros, soit une valeur par action comprise entre 36 euros et 52 euros.

5.15 Conclusion

Nos travaux valorisent la participation Gascogne détenue par le groupe EEM entre 27,6 millions d'euros et 41,5 millions d'euros (fourchette de la méthode DCF).

Cette fourchette est significativement inférieure à la valeur retenue dans les comptes consolidés d'EEM, à 51,7 millions d'euros, ce qui peut s'expliquer par le fait que le groupe retient une vision de long terme pour arrêter ses comptes, quand, dans le cadre de la présente Offre, les paramètres utilisés, y compris dans la méthode DCF, reflètent le marché d'aujourd'hui.

5.2 Evaluation des autres actifs et passifs de la société EEM

5.21 Victoria Angkor

La société Victoria Angkor figure dans les actifs et passifs destinés à être cédés. Le management d'EEM nous a communiqué une offre non engageante du 8 novembre 2010 valorisant la société à 13 M\$.

Cette offre valorise la participation d'EEM (75%) à 6,9 millions d'euros (taux de change \$/euros de 1,4196 moyenne 3 mois).

5.22 SNC Croix des Petits Champs et SAIPPPP

La SNC Paris Croix des Petits Champs est détenue à hauteur de 99% par la société SAIPPPP détenue elle-même à hauteur de 96,66% par EEM, et de 1% directement par EEM.

La SNC Paris Croix des Petits Champs a cédé par voie de cession-bail l'immeuble qu'elle détenait fin décembre 2010, avec une option de rachat en 2025 de 1,2 million d'euros pour une valeur de 6 millions d'euros.

L'immeuble a été réévalué dans les comptes consolidés d'EEM à sa valeur de cession (6 millions d'euros). Cette valeur nous a paru représentative de la valeur réelle de l'actif détenu par la société, car elle est corroborée par une estimation de la valeur globale du contrat de crédit-bail par actualisation des flux de trésorerie reçue et à verser.

La société SAIPPPP a pour seul actif sa participation dans SNC Paris Croix des Petits Champs. Nous retenons une valeur d'actif chez EEM égale à 97,66% (participation directe et indirecte) de la valeur de l'immeuble soit 5,9 millions d'euros.

5.23 Les Vergers

La société Les Vergers a une activité de marchand de biens. Elle détient un stock de 5 appartements et 2 parcelles de terrains à bâtir, évalué en consolidation à 2,9 millions d'euros.

La société nous a communiqué les actes de cession portant sur six lots :

- Quatre appartements situés à Boulogne-Billancourt pour un montant de 2,3 millions d'euros ;
- Deux parcelles de terrain à bâtir situées à Laudun L'Ardoise pour une valeur globale de 150 milliers d'euros.

EEM nous a par ailleurs confirmé détenir via Les Vergers un appartement situé à Boulogne-Billancourt et destiné à être cédé pour une valeur de 800 milliers d'euros.

Le montant total des actifs en cours de cession ressort à 3,2 millions d'euros, valeur retenue dans le cadre de notre évaluation des actifs Les Vergers.

5.24 Tokaj

La société exploite des vignobles en Hongrie.

EEM dispose d'une option de vente entre mi 2015 et mi 2016 à un prix minimum garanti de 3,2 millions d'euros.

EEM nous a confirmé qu'elle souhaitait céder cette participation minoritaire avant terme, et qu'elle avait engagé des négociations qui devraient aboutir à un prix de cession de la participation de 2,7 millions d'euros.

Ce prix présente une décote de 4% par an (proche du taux sans risque) par rapport au minimum garanti mi 2015, qui nous paraît raisonnable compte tenu de l'exercice anticipé de l'option.

Nous avons retenu la valeur de négociation, soit 2,7 millions d'euros.

5.25 Aquapole

La société étant en liquidation, nous la retenons pour une valeur nulle.

5.26 SFC

Le groupe EEM détient une participation minoritaire de 13% dans le capital de la Société Française des Casinos.

La valeur comptable retenue au 31 décembre 2010 et au 31 mars 2011 ressort à 1,3 million d'euros et s'appuie sur un plan de redressement de la société qui a été mise en redressement judiciaire suite aux difficultés rencontrées en 2008 et 2009.

Nous avons procédé à une approche multicritère pour évaluer cette participation en retenant comme approche principale la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF). Nous avons également procédé à une analyse du cours de bourse de la société ainsi qu'à titre indicatif à une approche par les multiples boursiers.

5.261 Approche par les flux

Nous avons retenu le plan d'affaires communiqué par le management d'EEM, intégrant le redressement de la société SFC et en particulier, une croissance moyenne annuelle de 3,8 % du chiffre d'affaires sur la période 2011 – 2018 et une marge d'Ebitda terminale de l'ordre de 20%.

Nous avons retenu un taux d'actualisation correspondant au coût moyen pondéré des capitaux à 9,34%, intégrant :

- Un bêta égal à 1,49, déterminé sur la base des bêtas les plus corrélés de notre échantillon de sociétés comparables cotées et ré-endetté en fonction de la structure financière retenue ;
- Une prime de risque de 6,15% (Associés en Finance avril 2011) ;
- Un taux sans risque de 3,08% (Associés en Finance avril 2011) ;
- Une structure financière composé de 46% de dette correspondant à la moyenne des comparables.

D'autre part nous avons retenu un endettement financier net de 10,25 millions d'euros au 30 octobre 2010, date des derniers états publiés, et une croissance à l'infini de 1,5%.

Cette méthode fait ressortir un prix par action compris entre 2,35 euros et 2,72 euros avec une valeur centrale à 2,53 euros valorisant la participation d'EEM dans le groupe SFC à 1 184 milliers d'euros.

5.262 Analyse boursière

Le titre SFC est très peu liquide du fait d'un faible flottant (11% du capital) et d'un faible nombre d'échanges impliquant une rotation du flottant de 34,2% et une rotation du capital de 3,8% sur un an en date du 19 mai 2011.

A titre d'information, sur les douze derniers mois, il a oscillé entre 1,90 euro au plus bas et 3,20 euros au plus haut.

5.263 Multiples boursiers

Compte tenu de la situation fragile de la société SFC, l'approche par les multiples boursiers n'est présentée qu'à titre d'information, les agrégats à court terme n'étant que peu représentatifs.

Nous avons retenu comme comparable le plus direct, le groupe Partouche, ancien propriétaire des casinos détenus par SFC, et exclu les acteurs opérant sur le secteur des jeux en ligne, cette activité n'étant que très résiduelle au sein du groupe SFC qui a acquis en juillet 2010 une participation de 6,94% dans la société 200% Poker.

Cette approche valorise la participation du groupe EEM entre 72 milliers d'euros et 103 milliers d'euros sur la base des multiples d'Ebitda 2012 et 2013.

5.264 Conclusion

Nous avons retenu la valeur ressortant de l'approche par les flux entre 1,1 et 1,3 million d'euros, cohérente avec la valeur dans les comptes consolidés à 1,3 million d'euros et avec les informations communiquées par le management concernant une éventuelle restructuration du capital de la société SFC.

5.27 Autres éléments d'actif et de passif au bilan d'EEM

Les autres actifs et passifs de la société EEM (éléments de BFR et de dette nette) ont été retenus pour leur valeur nette comptable.

En ce qui concerne l'endettement net, nous avons retenu le montant de la dette nette au bilan consolidé au 31 décembre 2010 soit 10,8 millions d'euros:

- diminuée de la créance relative à l'opération de cession bail soit 1,2 million d'euros prise en compte à hauteur de 97,66% ;
- diminuée de la quote-part des minoritaires dans la dette relative à l'opération de cession-bail soit 0,14 million d'euros (6 millions d'euros x (1-97,66%)) ;
- diminuée du prix de cession des hôtels Vietnamien soit 44,5 M\$ (dont 0,5 M\$ reste à encaisser à ce jour) au taux de change de 1,4196 (moyenne trois mois) soit 31,3 millions d'euros;
- augmentée du montant net des autres actifs et passifs (dettes fiscales et sociales, fournisseurs) pour 1,6 million d'euros;
- augmentée des provisions à caractère de dette pour un montant de 0,4 million d'euros.

Le montant de la trésorerie nette après prise en compte des ajustements de BFR ressort à 19,9 millions d'euros.

Synthèse Actif Net Réévalué

En M€		ANR	
Somme des parties	% de détention	Valeur basse	Valeur haute
Victoria Angkor	75,00%	6,9	6,9
SAIPPPP & Paris Croix des Petits Champs	97,66%	5,9	5,9
Les Vergers	100,00%	3,2	3,2
Tokaj Lencses Dűlő	35,00%	2,7	2,7
Gascogne (analyse DCF)	26,92%	27,6	41,5
Société Française des Casinos	13,00%	1,1	1,3
Aquapole	100,00%	0,0	0,0
Valeur d'entreprise d'EEM		47,4	61,5
Trésorerie financière nette d'EEM		19,9	19,9
Valeur des capitaux propres d'EEM		67,3	81,4
Valeur par action d'EEM		20,8	25,1

6. Analyse des travaux d'évaluation réalisés par la banque présentatrice

ODDO, banque présentatrice de l'opération, a préparé les éléments d'appréciation figurant au paragraphe 2 de la note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des représentants de la banque pour en discuter. La banque nous a également communiqué son rapport d'évaluation.

La banque présentatrice a retenu une approche d'évaluation comparable à la nôtre en déterminant un actif net réévalué. Elle a écarté l'actif net comptable qui prend en compte une valeur historique des titres détenus dans la société Gascogne, et non pas une valeur de marché. Nous avons retenu cette référence, la valeur de la société Gascogne qu'elle intègre étant, selon le management d'EEM, représentative d'une détention à long terme.

Les principales différences entre l'approche de la banque et la nôtre concernent l'évaluation de la participation dans Gascogne.

La banque présentatrice a évalué la participation dans Gascogne sur la base d'une approche multicritère reposant sur :

- Le cours de bourse de la société Gascogne
- Les comparables boursiers
- L'actualisation des flux de trésorerie

Pour le cours de bourse, la banque retient une fourchette de valeur comprise entre 38,0 euros et 45,8 euros (moyenne pondérée 60 jours). Nous ne retenons cette méthode qu'à titre secondaire dans le cadre de nos travaux compte tenu de la faible liquidité du titre.

En ce qui concerne les comparables boursiers, la banque a utilisé un échantillon plus large en appliquant les multiples à des agrégats par activité (Papier, Bois, Sacs et Complexes). Compte tenu de l'absence de prévision par activité, nous n'avons pas retenu cette approche. La banque retient une valeur de l'action Gascogne comprise entre 34,9 euros et 49,9 euros, légèrement inférieure à notre fourchette comprise entre 36,3 euros et 52,0 euros.

Dans le cadre de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, la banque utilise un coût moyen pondéré du capital de 8,5% contre 8,2% dans nos travaux. La différence essentielle porte sur le coût du financement de Gascogne retenu par la banque à 8,8% contre 5,4% dans le cadre de nos travaux. L'analyse de la banque repose sur le coût de refinancement de la dette à aujourd'hui. Notre approche retient le coût de la dette évoqué par le management lors de la présentation aux investisseurs des résultats annuels 2010.

La banque intègre par ailleurs au titre de l'endettement net un montant de 15 millions d'euros de provisions pour retraite que nous considérons comme un élément de BFR.

La fourchette de valeurs obtenue par la banque présentatrice concernant Gascogne ressort entre 44,6 euros et 54,1 euros alors que notre fourchette de valeur est comprise entre 51,4 euros et 77,4 euros, notre sensibilité étant réalisée avec un pas de 0,5% pour le taux d'actualisation contre 0,25% dans les travaux de la banque.

Au total, la banque valorise la société EEM dans une fourchette de 17,7 à 20,9 euros par action, quand nous retenons un actif net réévalué entre 20,8 et 25,1 euros par action (en intégrant Gascogne sur base DCF).

7. Synthèse de nos travaux

7.1 Valeurs retenues

A l'issue de nos travaux, le prix offert dans le cadre de l'Offre, soit 21 euros par action EEM, fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

Synthèse comparative des travaux de Ricol Lasteyrie et Oddo Corporate Finance - Valeur action EEM

Ricol, Lasteyrie			Prime/(décote) à 21 €		Oddo Corporate Finance		
	bas	haut	bas	haut		bas	haut
Méthodes retenues à titre principal					Méthodes retenues à titre principal		
ANC 31/03/2011	25,8	25,8	-18,6%	-18,6%			
ANR avec DCF Gascogne	20,8	25,1	1,1%	-16,5%	ANR avec DCF Gascogne	19,2	20,9
Méthodes retenues à titre secondaire							
ANR avec Multiples Gascogne	18,3	20,9	15,0%	0,3%	ANR avec Multiples Gascogne	17,7	20,4
ANR avec cours de bourse Gascogne	18,9	19,7	11,2%	6,8%	ANR avec cours de bourse Gascogne	18,1	19,6
Cours de bourse EEM	15,3	15,8	37,2%	32,9%			

7.2 Attestation sur le caractère équitable du prix offert

Notre rapport est établi dans le cadre d'une offre publique de rachat d'actions, pour laquelle la Société qui rachète ses titres nous a désignés en qualité d'expert indépendant selon l'article 261-3 du règlement général de l'AMF.

A l'issue de nos travaux, nous observons que le prix de 21 euros par action EEM offert dans le cadre de la présente Offre fait ressortir :

- une décote de 18,6% par rapport à l'actif net comptable consolidé au 31 mars 2011 de la société, qui intègre par transparence la quote-part détenue dans l'actif net consolidé de Gascogne, filiale à 26,92% d'EEM ;

- un intervalle de décotes et primes compris entre -16,5% et +1,1% par rapport à l'actif net réévalué déterminé en retenant une valeur intrinsèque de Gascogne calculée sur la base d'un DCF ;
- un intervalle de primes compris entre 0,3% et 15% par rapport aux valeurs ressortant d'un ANR déterminé sur base de valeurs de marché de Gascogne (comparables boursiers et cours de bourse).

S'agissant d'une offre de rachat par la Société de ses propres titres, le caractère équitable du prix offert doit s'apprécier au regard de la situation des actionnaires minoritaires, qu'ils apportent ou non leurs titres à l'Offre. Il doit ainsi représenter un point d'équilibre entre, d'une part, une valeur intrinsèque représentant une vision de long terme et reflétant un potentiel de valorisation de l'action et, d'autre part, une valeur de marché à court terme. Au cas particulier, le prix de 21 euros offert dans le cadre de la présente Offre :

- se situe dans la fourchette basse des valeurs intrinsèques qui se fondent essentiellement sur la capacité de la société Gascogne à développer son chiffre d'affaires et à restaurer sa rentabilité, étant rappelé que nous n'avons pas eu accès au plan d'affaires de la société Gascogne ;
- fait par ailleurs ressortir des primes significatives par rapport au cours de bourse d'EEM, 32,9% sur le spot au 19 mai 2011 et 37,2% sur le cours moyen pondéré 3 mois.

Cette Offre facultative au prix de 21 euros ouvre une fenêtre de liquidité non négligeable aux actionnaires d'EEM.

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix de 21 euros est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la société EEM, dans le cadre d'une Offre facultative pour ces derniers.

Fait à Paris,
le 20 mai 2011

Ricol Lasteyrie

Sonia Bonnet-Bernard

ANNEXES

ANNEXE 1 : PRESENTATION DE LA SOCIETE RICOL LASTEYRIE

Avec une équipe resserrée de professionnels reconnus dans leurs spécialités, Ricol Lasteyrie intervient, depuis sa création, dans tous les domaines liés à l'analyse financière et à l'évaluation d'entreprises, que ce soit dans le cadre de :

- missions légales : commissariat aux apports et à la fusion ;
- missions contractuelles : expertise indépendante, évaluation d'entreprises et arbitrage.

Ricol Lasteyrie a acquis au cours des années une expérience reconnue dans les opérations qui requièrent une appréciation particulière de l'équité entre actionnaires et plus généralement en matière d'expertise indépendante et d'attestation d'équité.

Ricol Lasteyrie est doté d'une charte qualité, téléchargeable sur son site Internet : www.ricol-lasteyrie.fr

ANNEXE 2 : LISTE DES MISSIONS D'EXPERTISE INDEPENDANTE RECEMMENT REALISEES PAR RICOL LASTEYRIE

Au cours des deux dernières années, Ricol Lasteyrie est intervenu en qualité d'expert indépendant dans le cadre des opérations suivantes portant sur des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé :

mars-11	SFERT	Manitou	Lazard	Fusion absorption
février-11	Siparex Croissance	Siparex Croissance	Neufilze OBC (groupe ABN)	OPRA
février-11 août-10	Emailvision	EMV Holdco SAS	Oddo Corporate Finance	Garantie de cours suivie d'une OPR-RO
juillet-10	APRR	Eiffarie	Société Générale	OPR
juillet-10	Ginger	Grontmij	RBS	OPA
mai-10	IMS	Jacquet Metals	Crédit Agricole CIB / Messier Partners	Fusion absorption
mars-10	Elf Aquitaine	TOTAL S.A.	BNP Paribas	OPR-RO
février-10	Siparex Croissance	Siparex Croissance	Neufilze OBC (groupe ABN)	OPRA
mars-09	Gecimed	Gecina	Oddo Corporate Finance	OPM (Mixte)
janvier-09	Distriborg	Wessanen France Holding SAS	ING	OPR-RO
janvier-09	Wavecom	Sierra Wireless France SAS	Lazard Frères	OPA

ANNEXE 3 : ADHESION A UNE ASSOCIATION PROFESSIONNELLE RECONNUE PAR L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

Ricol Lasteyrie adhère depuis le 1^{er} juillet 2008 à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle reconnue par l'Autorité des marchés financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

Par ailleurs, Ricol Lasteyrie est doté d'une charte qualité prévoyant notamment des procédures destinées à protéger l'indépendance de la société et éviter les situations de conflits d'intérêts ainsi qu'à contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

ANNEXE 4 : MONTANT DE LA REMUNERATION PERÇUE

Pour cette mission, notre rémunération s'est élevée à 100 000 euros, hors taxes et hors frais.

ANNEXE 5 : DESCRIPTION DES DILIGENCES EFFECTUEES

Programme de travail détaillé

Nous avons mis en œuvre le programme de travail suivant :

Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission
Identification des risques et orientation de la mission
Collecte des informations et des données nécessaires à la mission
Appréciation du contexte de l'Opération : • Echanges avec les dirigeants de la société EEM et ses conseils • Discussions avec les dirigeants de la société Gascogne
Prise de connaissance de la documentation comptable et financière des sociétés Gascogne et EEM
Construction d'une approche fondée sur les flux futurs : • Construction d'un plan d'affaires sur la base des anticipations communiquées oralement par les dirigeants de la société Gascogne et des analyses de sociétés de secteur • Travaux d'évaluation • Analyses de sensibilité
Mise en œuvre de méthodes analogiques pour la société Gascogne : • Comparables boursiers
Recherche de transactions comparables
Mise en œuvre de l'analyse du cours de bourse des sociétés EEM, Gascogne et SFC : • Analyse de la liquidité • Analyse de l'évolution du cours
Analyse du rapport de la banque présentatrice
Obtention d'une lettre d'affirmation des représentants de la Société
Note de synthèse
Revue indépendante
Rédaction du rapport
Présentation des conclusions à la Société

ANNEXE 6 : CALENDRIER DE L'ETUDE

- Envoi d'une proposition d'intervention : 7 mars 2011
- Présentation de l'opération par les dirigeants d'EEM : 16 et 22 mars 2011
- Réunions avec le management de la société Gascogne : 5 avril 2011
- Désignation de Ricol Lasteyrie par le Conseil d'administration de la société EEM : 13 avril 2011
- Conférences téléphoniques et réunions avec le management de la société EEM : 15 avril et 13 mai 2011
- Entretien avec les commissaires aux comptes de la société EEM : 13 mai 2011
- Remise du rapport définitif : 20 mai 2011

ANNEXE 7 : LISTE DES PERSONNES RENCONTREES ET/OU CONTACTEES

EEM

- François Gontier (Président-Directeur général)
- Frédéric Doulcet (Directeur général Délégué)

Banque présentatrice, ODDO

- Franck Ceddaha (Associé gérant)
- Laurent Durieux (Directeur)
- Arnaud Saint-Clair (Manager)
- Romain Attard (Chargé d'affaires)

Gascogne

- François Vittoz (Président-Directeur général)
- Jérôme Montoya (Directeur Financier)

ANNEXE 8 : SOURCE DES INFORMATIONS UTILISEES

- Informations significatives communiquées par la Société :
 - Etats financiers 2010 et au 31 mars 2011
 - Offre non engageante de rachat de la participation Viktoria Angkor
 - Acte de crédit bail immobilier contracté par la société SNC Paris Croix des Petits Champs
 - Promesses de vente de 4 appartements et actes de ventes de deux terrains de la société Les Vergers
- Informations significatives communiquées par la banque présentatrice :
 - Rapport de valorisation
- Informations de marché :

- Notes d'analyse financière et transactions comparables : Thomson One Banker ;
- Données de marché : Datastream et Associés en Finance.

ANNEXE 9 : PERSONNEL ASSOCIE A LA REALISATION DE LA MISSION

La mission a été conduite par :

- Sonia Bonnet-Bernard, expert-comptable, commissaire aux comptes et titulaire d'une Maîtrise de Sciences et Techniques Comptables et Financières de Paris Dauphine. Dotée de 25 ans d'expérience dans les domaines comptables et financiers, associée gérante de Ricol Lasteyrie depuis 1998, responsable du pôle Attestation-Evaluation, elle est membre de l'Autorité des normes comptables et vice-présidente de la Société Française des Evalueurs (SFEV) ;
- Gilles Vantelon, expert comptable et titulaire d'une Maîtrise d'économie de Paris Dauphine. Il a débuté sa carrière dans un cabinet spécialisé en restructuration d'entreprises. Après 4 ans de conseil en restructuration, il a rejoint Ricol Lasteyrie en 1998, en charge notamment des missions d'évaluation et d'expertise indépendante. Il a rejoint en 2004 le pôle Corporate Finance dont il est associé depuis 2008. Il est également responsable du contrôle qualité depuis 2010.
- Marie-Noëlle Dumas, titulaire d'un DESS de Techniques financières et bancaires (Université Paris II- Panthéon-Assas) et du DESCF. Elle a débuté sa carrière au Crédit Lyonnais, sur les marchés dérivés actions. Elle a travaillé en tant que collaboratrice dans un cabinet d'expertise comptable, avant de rejoindre le cabinet Ricol Lasteyrie en décembre 2004 et intervient plus spécifiquement sur des missions d'évaluation indépendantes.
- Romain Le Théo, diplômé de l'Université Paris IX Dauphine (MSG Finance et 3ème cycle en Management International en partenariat avec l'American University of Washington D.C) et de Sciences Po Paris (DEA d'Economie), Romain Le Théo a débuté sa carrière chez Associés en Finance en qualité d'analyste évaluateur, responsable du secteur des télécoms et nouvelles technologies. Il a participé à une dizaine d'opérations d'attestation d'équité avant de rejoindre Ricol Lasteyrie en janvier 2010 en qualité d'analyste au sein du pôle d'expertise indépendante.

La revue indépendante a été effectuée par Joëlle Lasry (associée) et Jean-François Sablier (associé gérant).

4. PERSONNES RESPONSABLES DE LA NOTE D'INFORMATION

Pour la Société

« À notre connaissance, les données de la présente note d'information sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

François Gontier
Président-Directeur général

Pour la présentation de l'Offre

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, Oddo Corporate Finance, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'il a examinée sur la base des informations communiquées par Electricité et Eaux de Madagascar et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Oddo Corporate Finance