

*Cette Offre et le présent Projet de Note d'Information restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers.*

**PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT  
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ**



**INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ**

Le Clézio Industrie SAS

**PRÉSENTÉE PAR**

**INVEST  
SECURITIES**

**PROJET DE NOTE D'INFORMATION ÉTABLI PAR LA SOCIÉTÉ LE CLEZIO  
INDUSTRIE**

**PRIX DE L'OFFRE :**

1,50 euros par action EEM

**DUREE DE L'OFFRE :**

Vingt-cinq (25) jours de négociation

Le calendrier de l'offre publique d'achat (l'« **Offre** ») sera déterminé par l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») conformément aux dispositions de son règlement général.



Le présent projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») a été établi et déposé auprès de l'AMF le 1<sup>er</sup> juillet 2025, conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-16 et 231-18 de son règlement général.

### **AVIS IMPORTANT**

L'Offre n'est pas et ne sera pas proposée dans une juridiction où elle ne serait pas autorisée par la loi applicable. L'acceptation de l'Offre par des personnes résidant dans des pays autres que la France peut être soumise à des obligations ou restrictions spécifiques imposées par des dispositions légales ou réglementaires. Les destinataires de l'Offre sont seuls responsables du respect de ces lois et il leur appartient par conséquent, avant d'accepter l'Offre, de déterminer si ces lois existent et sont applicables, en s'appuyant sur leurs propres conseils.

Pour plus d'informations, voir la Section 2.13 (*Restrictions concernant l'Offre à l'étranger*) ci-dessous.

Le Projet de Note d'Information doit être lu conjointement avec tous les autres documents publiés en relation avec l'Offre. Notamment, conformément à l'article 231-28 du RGAMF, une description des caractéristiques juridiques, financières et comptables de Le Clézio Industrie sera mise à disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Un communiqué sera diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

Le Projet de Note d'Information est disponible sur les sites Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de Le Clézio Industrie ([www.leclezioindustrie.com](http://www.leclezioindustrie.com)), et peut être obtenu sans frais auprès de :

**Le Clézio Industrie**  
Moulin de Saint-Caradec  
22600 Trêve  
France

**Invest Securities**  
73, boulevard Haussmann  
75008 Paris  
France

## TABLE DES MATIÈRES

	<b>Page</b>
<b>1. Présentation de l'Offre .....</b>	<b>6</b>
1.1 Contexte et motifs de l'Offre.....	7
1.1.1 Contexte de l'Offre .....	7
1.1.1.1 <i>Présentation de l'Initiateur</i> .....	7
1.1.1.2 <i>Présentation de la Société</i> .....	7
1.1.2 Motifs de l'Offre.....	8
1.1.3 Répartition du capital social et des droits de vote de la Société .....	8
1.1.3.1 <i>Capital social de la Société</i> .....	8
1.1.3.2 <i>Composition de l'actionariat de la Société</i> .....	8
1.1.3.3 <i>Titres et droits donnant accès au capital autres que les Actions</i> .....	10
1.1.3.4 <i>Acquisition d'Actions par l'Initiateur au cours des douze derniers mois</i> .....	10
1.1.3.5 <i>Engagements d'apport à l'Offre</i> .....	10
1.2 Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir .....	10
1.2.1 Intentions relatives à la politique industrielle, commerciale et financière .....	10
1.2.2 Intentions en matière d'emploi .....	10
1.2.3 Intentions en matière de gouvernance de la Société .....	10
1.2.4 Intérêts de l'opération pour l'Initiateur, la Société et ses actionnaires ....	11
1.2.5 Intentions en matière de réorganisation juridique (en ce compris de fusion).....	11
1.2.6 Synergies et gains économiques .....	11
1.2.7 Intentions concernant la politique de dividendes.....	11
1.2.8 Intentions en matière de Retrait Obligatoire.....	11
1.3 Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre.....	11
<b>2. Caractéristiques de l'Offre.....</b>	<b>11</b>
2.1 Termes de l'Offre .....	11
2.2 Ajustement des termes de l'Offre .....	12
2.3 Nombre et nature des titres visés par l'Offre.....	13
2.4 Intervention de l'Initiateur sur le marché pendant la période d'Offre .....	13
2.5 Autorisations réglementaires .....	13
2.6 Conditions de l'Offre : Seuil de Caducité .....	13
2.7 Procédure d'apport à l'Offre .....	14
2.8 Possibilité de renonciation à l'Offre.....	15
2.9 Réouverture de l'Offre .....	15
2.10 Calendrier indicatif de l'Offre .....	16

2.11	Coûts et financement de l'Offre .....	17
2.9.1	Coût de l'Offre.....	17
2.9.2	Financement de l'Offre.....	18
2.9.3	Frais de courtage et rémunération des intermédiaires.....	18
2.12	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger .....	18
2.13	Régime fiscal de l'Offre .....	19
2.13.1	Actionnaires personnes physiques domiciliés fiscalement en France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé, ne réalisant pas d'opérations boursières à titre habituel dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations et ne détenant pas leurs Actions dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale ou d'actionnariat salarié.....	19
2.13.1.1	<i>Régime de droit commun</i> .....	20
2.13.1.1.1	Impôt sur le revenu .....	20
2.13.1.1.2	Prélèvements sociaux.....	21
2.13.1.1.3	Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus.....	21
2.13.1.2	<i>Régime spécifique applicable aux actionnaires détenant leurs Actions dans le cadre d'un plan d'épargne en actions (« PEA »)</i> .....	21
2.13.2	Actionnaires personnes morales résidentes fiscales de France et assujetties à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun .....	22
2.13.2.1	<i>Régime de droit commun</i> .....	22
2.13.2.2	<i>Régime spécial des plus-values à long terme (plus-values de cession de titres de participation)</i> .....	22
2.13.3	Actionnaires non-résidents fiscaux français .....	23
2.13.4	Actionnaires soumis à un régime d'imposition différent .....	24
2.13.5	Droits d'enregistrement.....	25
2.13.6	Taxe sur les transactions financières.....	25
<b>3.</b>	<b>Éléments d'appréciation du Prix de l'Offre .....</b>	<b>25</b>
3.1	Données Financières de base.....	25
3.1.1.	Agrégats de référence .....	25
3.1.2.	Historique de la Société .....	25
3.1.3.	Présentation des activités .....	28
3.1.4.	Stratégie et développement.....	29
3.1.5.	Evolution des résultats et de la situation bilantielle.....	29
(a)	Evolution 2020-24 des résultats consolidés.....	29
(b)	Bilan économique .....	31
3.1.6.	Nombre d'actions retenu.....	33
3.1.7.	Point sur les litiges.....	33

3.2	Méthode retenue pour l'appréciation du prix de l'Offre .....	36
3.2.1.	Approche par l'Actif Net Réévalué .....	36
3.2.1.1	<i>Valorisation de l'activité Hôtellerie</i> .....	36
3.2.1.1.1	<i>Valorisation de l'activité Hôtellerie par les comparables boursiers</i> .....	37
3.2.1.1.2	<i>Valorisation de l'activité Hôtellerie par l'approche comptable</i> .....	38
3.2.1.1.3	<i>Conclusion : une valorisation nulle de l'activité Hôtellerie</i> .....	39
3.2.1.2	<i>Valorisation de l'activité Immobilière (SAIPP)</i> .....	39
3.2.1.3	<i>Valorisation la Trésorerie Nette Ajustée d'EEM</i> .....	41
3.2.1.4	<i>Valorisation des coûts de holding</i> .....	41
3.2.1.5	<i>Valorisation de Les Vergers</i> .....	43
3.2.1.6	<i>Conclusion : ANR compris entre 0,89 euro et 1,25 euro</i> .....	44
3.3	Méthodes présentées a titre indicatif .....	44
3.3.1.	Approche par les cours boursiers.....	44
3.3.2.	Actif Net Comptable.....	45
3.4	Synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'offre par action.....	45
3.5	Méthodes écartées pour l'appréciation du prix de l'offre.....	46
3.5.1.	Approche par les comparables boursiers .....	46
3.5.2.	Approche par les transactions récentes sur le capital.....	46
3.5.3.	Multiples de transactions comparables .....	46
3.5.4.	Actualisation des flux de trésorerie disponibles .....	47
3.5.5.	Actualisation des dividendes .....	47
3.5.6.	Cours cibles des analystes.....	47
<b>4.</b>	<b>Modalités de mise à disposition des informations relatives à l'Initiateur .....</b>	<b>47</b>
<b>5.</b>	<b>Personnes responsables du contenu du Projet de Note d'Information.....</b>	<b>47</b>
5.1	Pour l'Initiateur.....	47
5.2	Pour l'Établissement Présentateur .....	48

## 1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des dispositions des articles 232-1 et suivants du RGAMF, la société Le Clézio Industrie, société par actions simplifiée au capital de 6.523.400 ayant son siège social situé Moulin de Saint-Caradec 22600 Trêve et immatriculée sous le numéro 440 240 638 R.C.S. Saint-Brieuc (« **Le Clézio Industrie** » ou l'« **Initiateur** »), agissant de concert avec (i) M. Valéry Le Helloco, (ii) la société Degemer Group, société par actions simplifiée au capital de 128.000 euros ayant son siège social situé au 42 rue de Pontivy, 22600 Loudeac et immatriculée sous le numéro 449 736 370 R.C.S. Saint-Brieuc (« **Degemer Group** ») et (iii) la société Financière VLH, société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois au capital de 192.500 euros, ayant son siège social situé au 42 rue de la Vallée L2661 Luxembourg et immatriculée sous le numéro B 90 555 (« **Financière VLH** ») (Le Clézio Industrie, M. Valéry Le Helloco, Degemer Group et Financière VLH étant ci-après dénommés ensemble le « **Concert** »), offre de manière irrévocable aux actionnaires de la société Electricité et Eaux de Madagascar, société anonyme au capital de 14.345.747,50 euros divisé en 5.738.299 actions ordinaires, toutes de même catégorie (les « **Actions** »), ayant son siège social situé au 40 rue du Louvre, 75001 Paris (France), immatriculée sous le numéro 602 036 782 R.C.S Paris et dont les Actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000035719, mnémonique EEM (« **EEM** » ou la « **Société** »), d'acquérir en numéraire, au prix de 1,50 euros par Action (le « **Prix de l'Offre** »), la totalité des Actions qui ne seraient pas déjà détenues, directement ou indirectement, par le Concert à la date du Projet de Note d'Information dans le cadre d'une offre publique d'achat (l'« **Offre** ») dans les conditions décrites ci-après.

A la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur détient, directement et indirectement avec les autres membres du Concert, 1 626 962 Actions représentant 28,35 % du capital et 28,72%<sup>1</sup> des droits de vote théoriques de la Société<sup>2</sup>.

Conformément à l'article 231-6 du RGAMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions existantes et non détenues, directement ou indirectement, par le Concert à la date du projet d'Offre, soit à la connaissance de l'Initiateur, 4.111.337 Actions.

À la connaissance de l'Initiateur, hormis les Actions, il n'existe pas de titre de capital ou autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, l'Offre est présentée, pour le compte de l'Initiateur, par Invest Securities (« **Invest Securities** » ou l'« **Établissement Présentateur** ») qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre est soumise au seuil de caducité visé à l'article 231-9, I du RGAMF, tel que décrit à la section 2.6 ci-après.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale en application des articles 232-1 et suivants du RGAMF et sera ouverte pour une durée d'au moins 25 jours de négociation, sans préjudice de l'éventuelle réouverture de l'Offre conformément à l'article 232-4 du RGAMF (voir la section 2.9 ci-après).

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de

---

<sup>1</sup> Conformément à l'arrêt de la Cour d'appel de Paris en date du 28 mai 2025, qui a prononcé la privation de la totalité des droits de vote attachés aux actions de Monsieur Valéry le Helloco, la société Financière VLH, la société Degemer Group et la société Le Clézio Industrie dans la société Electricité et Eaux de Madagascar pour une durée de cinq ans à compter du 28 mai 2025

<sup>2</sup> Sur la base d'un capital composé de 5.738.299 Actions représentant 6.436.768 droits de vote théoriques au 6 juin 2025, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du RGAMF.

l'Initiateur seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du RGAMF.

## **1.1 Contexte et motifs de l'Offre**

### **1.1.1 Contexte de l'Offre**

#### *1.1.1.1 Présentation de l'Initiateur*

L'Initiateur est une société par actions simplifiée qui exerce une activité de holding. Elle détient des participations dans différentes entreprises, dont une participation dans EEM.

#### *1.1.1.2 Présentation de la Société*

La Société est une société anonyme à conseil d'administration de droit français dont les Actions sont admises aux négociations sur Euronext Paris (compartiment C) sous le code ISIN FR0000035719.

La Société a une activité de holding financière diversifiée. Elle est actuellement présente directement ou indirectement dans divers secteurs : l'hôtellerie (Cambodge) et l'immobilier.

Elle est également le principal actionnaire (à hauteur de 96,66% de son capital) de la Société Anonyme Immobilière Parisienne de la Perle et des Pierres Précieuses<sup>3</sup> (« **SAIPPPP** ») dont les titres sont inscrits aux négociations sur Euronext Access Paris. SAIPPPP exerce également une activité de holding. Elle détient 99% du capital de la société en nom collectif Paris Croix-des-Petits-Champs<sup>4</sup> (« **CPC** »), le solde du capital étant détenu par EEM. Lors de la séance du Conseil d'administration du 23 avril 2025, il a été décidé que EEM pouvait céder courant de l'année 2025 les parts qu'elle détient dans CPC à SAIPPPP. SAIPPPP deviendra alors l'associé unique de CPC. Le patrimoine de CPC sera intégralement transmis à SAIPPPP à l'issue d'une transmission universelle de patrimoine et ce qui provoquera sa dissolution. SAIPPPP est également actionnaire unique de la société de droit portugais Grandidierite. Cette dernière détient 85 % de la société de droit péruvien Soumaya, qui était détentrice d'actifs immobiliers situés au Pérou.

EEM est en outre actionnaire de la société de droit cambodgien Victoria Angkor (« **VAK** »), elle-même détentrice de 49% du capital de la société foncière de droit cambodgien Victoria Angkor Estate (« **VAE** »), le solde du capital de VAE (51%) étant détenu hors Groupe par des nominées locaux.

Par ailleurs, EEM détient la totalité du capital de la société à responsabilité limitée (« **SARL** ») de droit français Les Vergers<sup>5</sup> (« **Les Vergers** »), dont le gérant est Madame Hélène Tronconi. Les Vergers a la qualité de marchand de biens et son activité se limite aujourd'hui à la détention de certains actifs résiduels (créances).

Les principaux actifs que la Société détient, directement ou indirectement au travers de la société anonyme SAIPPPP qu'elle contrôle, sont les suivants :

---

<sup>3</sup> SAIPPPP est une société anonyme de droit français dont le siège est situé 40, rue du Louvre 75001 Paris et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 308 410 547. Elle est administrée par un Conseil d'administration composé d'EEM, de Madame Hélène Tronconi, sa Présidente-Directrice générale, de Monsieur James Wyser-Pratte et d'Alter Finance Capital

<sup>4</sup> CPC est une société en nom collectif de droit français dont le siège est situé 40, rue du Louvre 75001 Paris et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 439 754 730. Elle est administrée par son Associé-Gérant, la société SAIPPPP

<sup>5</sup> es Vergers est une SARL de droit français dont le siège est situé 40, rue du Louvre 75001 Paris et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 399 552 272. Elle est administrée par une Gérante, Madame Hélène Tronconi, nommée en 2022

- au travers de SAIPPPP et de sa filiale CPC, un bien immobilier de 155 m<sup>2</sup> situé rue Croix des Petits Champs à Paris lequel est vide, congé ayant été donné au locataire qui est parti mi-novembre 2024 ;  
- au travers de la société Les Vergers un prêt consenti à la SCCV du Hameau du Val Thaurin qui fait l'objet d'un litige. Le 5 juillet 2023, la SCCV a été placée en liquidation judiciaire. Compte tenu des aléas, de la complexité des procédures et des délais de recouvrement de la créance du prêt, cette somme est entièrement dépréciée depuis le 31 décembre 2021. La SARL Les Vergers détient diverses créances résiduelles sur l'opération immobilière de la SCI Passages 99 qui sont entièrement dépréciées. L'ancien locataire de la SCI a agi en justice pour obtenir le versement de 200 000 d'euros. Un protocole qui ramène le dû à 40 000 euros a été signé en 2024. Il a été homologué par le Tribunal de commerce de Nanterre car la société tierce était en procédure judiciaire. En 2024, la somme a été versée et la provision antérieurement constituée de 56 000 d'euros, qui couvrait en sus les frais de procédure, a été reprise ;  
- au travers des sociétés VAK et VAE un actif hôtelier au Cambodge, l'hôtel Victoria Angkor Resort & Spa, implanté à Siem Reap, proche du site touristique d'Angkor. L'hôtel, fermé pendant la crise sanitaire liée au covid-19, n'est pas encore réouvert.

Par ailleurs, plusieurs litiges restant en cours relatifs aux sous-filiales VAE et Lopan.

Plus d'informations sur la Société sont disponibles sur son site Internet : [www.eem-group.com](http://www.eem-group.com).

### **1.1.2 Motifs de l'Offre**

Par arrêt en date du 20 mars 2025, la Cour d'appel de Paris (Pôle 5 – Chambre 7) a confirmé la décision de l'Autorité des marchés financiers n° 224C1938 du 11 octobre 2024, refusant d'accorder au Concert une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique, sur le fondement de l'article 234-9, 5° du règlement général de l'AMF.

La Cour a jugé que le franchissement du seuil de 30 % des droits de vote, bien qu'intervenu à la suite d'une réduction du nombre total de droits de vote (effet relatif), ne présentait pas un caractère entièrement passif et non imputable au Concert au sens de l'article 234-8 du même règlement.

Elle a notamment relevé que le Concert détenait une participation proche du seuil d'offre publique obligatoire (30%) et n'avait pas procédé à la déclaration dans les délais requis, ce qui traduisait un défaut de vigilance fautif.

L'Offre est ainsi déposée en application de l'injonction faite par l'AMF au Concert de déposer un projet d'offre visant les actions de la Société.

L'Initiateur a ainsi mandaté l'Établissement Présentateur, qui a procédé à une évaluation des Actions et dont une synthèse est reproduite en Section 3.

L'intérêt de l'Offre pour l'Initiateur, la Société, ses actionnaires et ses salariés est plus amplement détaillé en Section 1.2.

### **1.1.3 Répartition du capital social et des droits de vote de la Société**

#### *1.1.3.1 Capital social de la Société*

À la connaissance de l'Initiateur, à la date du Projet de Note d'Information, le capital social de la Société s'élève à 14.345.747,50 euros divisé en 5.738.299 actions ordinaires, d'une valeur nominale de deux euros et cinquante centimes (2,50) chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

#### *1.1.3.2 Composition de l'actionnariat de la Société*

À la connaissance de l'Initiateur au 31 mars 2025, la répartition du capital et des droits de vote de la

Société est la suivante :

<b>Actionnaires</b>	<b>Actions</b>	<b>% capital</b>	<b>Droits de vote</b>	<b>% droits de vote</b>
Monsieur Valéry Le Helloco	246 829	4,30 %	393 658*	5,94 %
Degemer Group SAS	900 087	15,69 %	900 087*	13,58 %
Le Clézio Industries	460 691	8,03 %	570 691*	8,61 %
Financière VLH	19 355	0,34 %	38 710*	0,58 %
<b>Sous-total M. Valéry Le Helloco</b>	<b>1 626 962</b>	<b>28,35 %</b>	<b>1 903 146*</b>	<b>28,72 %</b>
Algest SE	270 975	4,72 %	291 950	4,53 %
Financière Eyschen SA	574 595	10,01 %	574 595	8,92 %
Monsieur Francis Lagarde	606 799	10,58 %	976 799	15,16 %
<b>Sous-total M. Francis Lagarde</b>	<b>1 452 369</b>	<b>25,31 %</b>	<b>1 843 344</b>	<b>28,61 %</b>
Euro Arbitrage Fund	518 792	9,04 %	518 792	8,05 %
Bedford Property	694 702	12,10 %	694 702	10,78 %
<b>Sous-total M. Guy Wyser-Pratte</b>	<b>1 213 494</b>	<b>21,14 %</b>	<b>1 213 494</b>	<b>18,83 %</b>
Monsieur René Brillet	550 863	9,60 %	550 863	8,55 %
<b>Autres</b>	<b>894 611</b>	<b>15,59 %</b>	<b>931 914</b>	<b>15,29 %</b>
<b>Total</b>	<b>5 738 299</b>	<b>100,00 %</b>	<b>6 442 761</b>	<b>100,00 %</b>
<i>*Il est précisé qu'aux termes d'un arrêt de la Cour d'Appel de Paris (chambre 5-9) rendu le 28 mai 2025, les membres du Concert ont été privés de l'intégralité de leurs droits de vote pendant une durée de cinq (5) ans</i>				

À la connaissance de l'Initiateur, aucune Action n'était auto-détenue par la Société au 31 mars 2025.

#### *1.1.3.3 Titres et droits donnant accès au capital autres que les Actions*

À la date du Projet de Note d'Information, à la connaissance de l'Initiateur, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société autre que les Actions.

#### *1.1.3.4 Acquisition d'Actions par l'Initiateur au cours des douze derniers mois*

Aucune Action n'a été acquise par l'Initiateur et les autres membres du Concert au cours des douze derniers mois.

#### *1.1.3.5 Engagements d'apport à l'Offre*

L'Initiateur n'a pas connaissance d'engagement d'apport d'Actions à l'Offre à la date du Projet de Note d'Information.

## **1.2 Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir**

### **1.2.1 Intentions relatives à la politique industrielle, commerciale et financière**

A ce jour, la Société n'a pas de politique industrielle, commerciale et financière précisément définis. Elle n'a pas véritablement d'activités autre que la gestion des contentieux et la détention d'actifs immobiliers. Quand bien même la direction en place depuis 2022 défend l'idée d'une poursuite d'activité de holding d'animation, l'historique récent démontre que la Société est gérée dans une logique d'extinction avec, au cours des 24 derniers mois, (i) la cession de sa participation dans Gascogne, (ii) la cession de 80% de son actif immobilier parisien et (iii) la cession de 100% de son actif au Pérou. Il ne reste aujourd'hui plus que deux actifs dont le principal (l'hôtel au Cambodge) pour lequel la reprise d'exploitation est grandement incertaine et les engagements de passifs nombreux.

L'Initiateur a l'intention de procéder à la liquidation des actifs du Groupe et n'entend pas élargir le champ d'activités de la Société, tout en se réservant la possibilité de gérer la trésorerie de l'entreprise au mieux des intérêts d'EEM.

### **1.2.2 Intentions en matière d'emploi**

Au 31 décembre 2024, la Société employait une salariée (une femme, âgée de 50 ans), un autre salarié présent dans les effectifs ayant demandé son départ à la retraite, lequel est devenu effectif en 2024. Par ailleurs, aucune des filiales françaises d'EEM n'a actuellement d'effectif salarié.

L'objectif de l'Initiateur est d'adapter la structure salariale à ses intentions relatives à la politique industrielle, commerciale et financière décrite ci-avant, dans le respect des réglementations applicables.

### **1.2.3 Intentions en matière de gouvernance de la Société**

A la date du Projet de Note d'Information, le Conseil d'administration de la Société est composé de quatre (4) membres :

- Madame Hélène Tronconi – Présidente-Directrice Générale
- Monsieur James Wyser-Pratte – Administrateur

- Madame Hélène Guillerand – Administratrice
- Société Financière Eyschen – Administrateur (personne morale)

La composition du Conseil d'administration et de l'équipe dirigeante de la Société serait amenée à évoluer, selon les résultats de l'Offre, dans l'hypothèse où l'Initiateur prendrait le contrôle de la Société.

#### **1.2.4 Intérêts de l'opération pour l'Initiateur, la Société et ses actionnaires**

Pour l'Initiateur, comme plus amplement décrit en Section 1.1.2, l'Offre répond à un injonction qui lui a été faite par l'AMF.

Pour les actionnaires minoritaires de la Société, l'Initiateur leur offre l'opportunité d'obtenir une liquidité immédiate et organisée sur l'intégralité de leurs Actions, à des conditions permettant de valoriser de manière équitable et attractive leurs Actions.

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre sont présentés de manière détaillée en Section 3.

#### **1.2.5 Intentions en matière de réorganisation juridique (en ce compris de fusion)**

A la date du présent Projet de Note d'Information, il n'est pas envisagé de procédure à une réorganisation juridique (en ce compris une fusion) entre la Société et l'Initiateur.

#### **1.2.6 Synergies et gains économiques**

L'initiateur n'ayant pas l'intention de modifier la stratégie et le modèle opérationnel de la Société à raison de l'Offre, il n'anticipe aucune synergie significative de coûts ou de revenus dont la matérialisation serait identifiable ou chiffrable à la date du présent Projet de Note d'Information.

#### **1.2.7 Intentions concernant la politique de dividendes**

Il est rappelé que la Société n'a pas distribué de dividendes au titre des 3 derniers exercices. L'Initiateur ne prévoit pas que la Société sera en mesure à court ou à moyen terme de distribuer des dividendes.

#### **1.2.8 Intentions en matière de Retrait Obligatoire**

L'Initiateur n'a pas l'intention de mettre en œuvre à l'issue de l'offre une procédure de retrait obligatoire pour les actions non apportées à l'offre par les actionnaires minoritaires de la société conformément aux dispositions de l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du RGAMF.

### **1.3 Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre**

À la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue. En particulier, il n'existe pas d'engagements d'apport ou de non-apport à l'Offre.

## **2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE**

### **2.1 Termes de l'Offre**

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, l'Établissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 1<sup>er</sup> juillet 2025. L'AMF publiera un avis de dépôt relatif au Projet de Note d'Information sur son site Internet ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)).

Conformément à l'article 231-16 du RGAMF, le Projet de Note d'Information tel que déposé auprès de l'AMF est tenu gratuitement à la disposition du public au siège social de l'Initiateur ainsi qu'auprès de l'Établissement Présentateur et a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de l'Initiateur ([www.leclezioindustrie.com](http://www.leclezioindustrie.com)).

En outre, un communiqué comportant les principaux éléments du Projet de Note d'Information et précisant les modalités de mise à disposition a été diffusé le 1<sup>er</sup> juillet 2025.

L'Offre revêt un caractère obligatoire et sera réalisée selon la procédure normale en application des articles 232-1 et suivants du RGAMF. Elle ne sera pas suivie d'une procédure de retrait obligatoire.

L'Offre et le Projet de Note d'Information restent soumis à l'examen de l'AMF.

Conformément aux dispositions de l'article 231-6 du RGAMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir, au prix de 1,50 euros par Action, payable intégralement en numéraire, l'intégralité des Actions qui seront apportées à l'Offre pendant la durée de l'Offre, à savoir pendant une période de vingt-cinq (25) jours de négociation.

Invest Securities garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF.

Cette Offre et le Projet de Note d'Information restent soumis à l'examen de l'AMF qui publiera, le cas échéant, sur son site Internet ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)), une déclaration de conformité motivée relative au projet d'Offre après s'être assurée de la conformité du projet d'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. En application des dispositions de l'article 231-23 du RGAMF, la déclaration de conformité emportera visa de la note d'information de l'Initiateur.

La note d'information visée par l'AMF ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur seront, conformément à l'article 231-28 du RGAMF, déposées auprès de l'AMF et tenues gratuitement à la disposition du public aux sièges sociaux de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur, au plus tard la veille du jour d'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et de l'Initiateur ([www.leclezioindustrie.com](http://www.leclezioindustrie.com)).

Conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du RGAMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents par l'Initiateur sera publié au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier et Euronext Paris publiera un avis annonçant la teneur ainsi que les modalités et le calendrier de l'Offre.

L'Offre est soumise au droit français. Tout différend ou litige, de quelque nature que ce soit, se rattachant à l'Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

## **2.2 Ajustement des termes de l'Offre**

Si la Société devait procéder à une Distribution (tel que ce terme est défini ci-après), sous quelque forme que ce soit, dont la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit est fixée au plus tard à la date de règlement-livraison de l'Offre (incluse) ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte

(incluse), le prix de l'Offre sera ajusté afin de tenir compte de cette Distribution.

Pour les besoins du présent paragraphe, une « Distribution » signifie le montant par action de toute distribution sous quelque forme que ce soit (en numéraire ou en nature), en ce compris (a) toute distribution d'un dividende, d'un acompte sur dividendes, de réserves ou de primes ou (b) de tout amortissement ou toute réduction par la Société de son capital, ou toute acquisition ou rachat de ses propres actions par la Société, dans tous les cas à une date antérieure au règlement-livraison de l'Offre ou, le cas échéant de l'Offre Réouverte.

De la même manière, en cas d'opération ayant un impact sur le capital de la Société (notamment fusion, scission, division ou regroupement d'actions, distribution d'actions gratuites au titre des actions existantes par incorporation de réserves ou bénéfices) décidée durant la même période et dont la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit est fixée au plus tard à la date de règlement- livraison de l'Offre (incluse) ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte (incluse), le prix offert par action sera ajusté afin de prendre en compte l'impact de ladite opération.

Tout ajustement du prix de l'Offre fera l'objet de la publication d'un communiqué de presse qui sera soumis à l'accord préalable de l'AMF.

### **2.3 Nombre et nature des titres visés par l'Offre**

A la date du Projet de Note d'Information, l'Initiateur détient, directement et indirectement avec les autres membres du Concert, 1 626 962 Actions représentant 28,35 % du capital et 28,72%<sup>6</sup> des droits de vote théoriques de la Société<sup>7</sup>

Conformément à l'article 231-6 du RGAMF, l'Offre porte sur la totalité des Actions existantes et non détenues, directement ou indirectement, par le Concert à la date du projet d'Offre, soit à la connaissance de l'Initiateur, 4.111.337 Actions.

À la connaissance de l'Initiateur, à la date du Projet de Note d'Information, hormis les Actions, il n'existe pas de titre de capital ou autre instrument financier émis par la Société ou droit conféré par la Société pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

### **2.4 Intervention de l'Initiateur sur le marché pendant la période d'Offre**

L'Initiateur n'envisage pas, à compter du dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF et jusqu'à l'ouverture de celle-ci, de se réserver la possibilité d'acquérir des Actions conformément aux dispositions des articles 231-38 et 231-39 du RGAMF, dans les limites visées à l'article 231-38 IV du RGAMF.

### **2.5 Autorisations réglementaires**

L'Offre n'est soumise à l'obtention d'aucune autorisation au titre du contrôle des concentrations ou en matière réglementaire.

### **2.6 Conditions de l'Offre : Seuil de Caducité**

En application de l'article 231-9, I, 1° du RGAMF, l'Offre sera caduque si, à l'issue de la première

---

<sup>6</sup> Conformément à l'arrêt de la Cour d'appel de Paris en date du 28 mai 2025, qui a prononcé la privation de la totalité des droits de vote attachés aux actions de Monsieur Valéry le Helloco, la société Financière VLH, la société Degemer Group et la société Le Clézio Industrie dans la société Electricité et Eaux de Madagascar pour une durée de cinq ans à compter du 28 mai 2025

<sup>7</sup> Sur la base d'un capital composé de 5.738.299 Actions représentant 6.436.768 droits de vote théoriques au 6 juin 2025, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du RGAMF.

période d'Offre, l'Initiateur, agissant seul ou de Concert, directement ou indirectement, ne détient pas un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure à 50% (le « **Seuil de Caducité** »).

La confirmation de l'atteinte du Seuil de Caducité ne sera pas connue de l'Initiateur et des actionnaires de la Société avant la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre.

Si le Seuil de Caducité n'est pas atteint, l'Offre n'aura pas de suite positive et les actions apportées à l'Offre seront restituées à leurs détenteurs, suivant la publication de l'avis de résultat informant de la caducité de l'Offre, sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement de quelque nature que ce soit ne soit dû auxdits détenteurs.

En pareil cas, l'Initiateur subirait la privation de droits de vote prévue par l'article L433-1-2, II du code monétaire et financier.

## **2.7 Procédure d'apport à l'Offre**

Les Actions apportées à l'Offre (y compris, le cas échéant, à l'Offre Réouverte, tel que ce terme est défini ci-après) devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou toute autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété.

L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute Action apportée qui ne répondrait pas à cette condition.

L'Offre sera ouverte pendant une période de vingt-cinq (25) jours de négociation.

Les Actions détenues sous forme nominative devront être converties au porteur ou au « nominatif administré » pour être présentés à l'Offre. Par conséquent, les actionnaires détenant leurs Actions sous forme nominative sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent les apporter à l'Offre devront demander la conversion au porteur ou au « nominatif administré » de ces Actions afin de les apporter à l'Offre ou le cas échéant à l'Offre Réouverte.

Les intermédiaires financiers teneurs de compte devront, préalablement à la vente, effectuer la conversion au porteur ou au « nominatif administré » des Actions apportées à l'Offre.

Il est précisé que la conversion au porteur d'Actions inscrites au nominatif pourrait entraîner la perte pour ces actionnaires d'avantages liés à la détention de leurs titres sous la forme nominative.

Les actionnaires de la Société dont les Actions sont inscrites sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier, au plus tard le dernier jour d'ouverture de l'Offre et en temps utile afin que leur ordre puisse être exécuté, un ordre d'apport à l'Offre de leurs Actions, conforme au modèle qui sera remis à leur disposition par l'intermédiaire financier.

Les actionnaires sont invités à se rapprocher de leurs intermédiaires financiers pour vérifier si un délai plus court leur est applicable.

Conformément aux dispositions de l'article 232-2 du règlement général de l'AMF, les ordres d'apport à l'Offre pourront être révoqués à tout moment et jusque, et y compris, le jour de la clôture de l'Offre.

Après cette date, ces ordres d'apport à l'Offre deviendront irrévocables.

Chaque intermédiaire financier et l'établissement teneur des comptes nominatifs des Actions de la Société devront, à la date indiquée dans l'avis d'Euronext Paris, transférer à Euronext Paris les Actions

pour lesquelles ils ont reçu un ordre d'apport à l'Offre.

Après réception par Euronext Paris de tous les ordres de présentation à l'Offre dans les conditions décrites ci-dessus, Euronext Paris centralisera l'ensemble de ces ordres et déterminera le résultat de l'Offre.

Aucun frais ne sera remboursé ou payé ni aucune commission ne sera versée par l'Initiateur à un quelconque intermédiaire ou à une quelconque personne sollicitant l'apport des Actions de la Société à l'Offre.

En particulier, aucun frais de courtage ni aucune taxe afférente ne seront supportés par l'Initiateur.

Aucun intérêt ne sera payé par l'Initiateur pour la période entre la date à laquelle les Actions de la Société seront apportées à l'Offre et la date à laquelle interviendra le règlement-livraison de l'Offre, ou leur restitution en cas de non atteinte du Seuil de Caducité.

La date de règlement-livraison sera indiquée dans l'avis de résultat qui sera publié par Euronext Paris.

Le règlement et la livraison interviendront après les opérations de centralisation.

## **2.8 Possibilité de renonciation à l'Offre**

Conformément aux dispositions de l'article 232-11 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur se réserve notamment le droit de renoncer à son Offre pendant la période d'Offre initiale si celle-ci devient sans objet ou si la Société, en raison de mesures qu'elle a prises, voit sa consistance modifiée pendant l'Offre ou en cas de suite positive de l'Offre, ou si les mesures prises par la Société ont pour conséquence un renchérissement de l'Offre pour l'Initiateur.

Il est indiqué à ce titre que l'Initiateur a formulé le prix de l'Offre sur la base des hypothèses suivantes : (i) maintien de la trésorerie disponible du Groupe à l'actif de la société EEM et pour un montant consolidé d'au moins de 10M€ à la date de la conformité de l'AMF ; (ii) absence d'évènement(s) significatif(s) défavorable(s) non révélé(s) au public ou non provisionnés dans les comptes consolidés 2024 ; et (iii) absence de décision de gestion jusqu'à la date de la conformité de l'AMF ayant pour objet ou pour effet de modifier la substance de l'actif de la Société par rapport à celui qui figure dans les comptes consolidés 2024.

Il est précisé que l'Initiateur ne pourra se prévaloir de cette faculté de renonciation qu'avec l'autorisation préalable de l'AMF.

En cas de renonciation dans les cas mentionnés ci-dessus, les Actions présentées à l'Offre seront restituées à leurs propriétaires sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement ne soit dû.

## **2.9 Réouverture de l'Offre**

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, le Seuil de Caducité serait atteint, l'Offre sera automatiquement réouverte (l'« **Offre Réouverte** ») au plus tard dans les dix (10) jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre. Dans une telle hypothèse, l'AMF publiera le calendrier de l'Offre Réouverte, qui durera, en principe, au moins dix (10) jours de négociation.

Les termes et conditions de l'Offre Réouverte seront identiques à ceux de l'Offre initiale.

En cas de réouverture de l'Offre, la procédure d'apport des Actions à l'Offre Réouverte et la procédure

de l'Offre Réouverte seront identiques à celles de l'Offre initiale, étant toutefois précisé que les ordres d'apport à l'Offre Réouverte seront irrévocables.

## 2.10 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et l'ouverture de l'Offre.

Le calendrier de l'Offre envisagé par l'Initiateur figure ci-après, à titre purement indicatif.

Date	Principales étapes de l'Offre
1 <sup>er</sup> juillet 2025	<ul style="list-style-type: none"> <li data-bbox="523 629 1394 696">– Dépôt du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information auprès de l'AMF.</li> <li data-bbox="523 734 1394 869">– Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne du Projet de Note d'Information sur les sites Internet de l'AMF (<a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a>), de l'Initiateur (<a href="http://www.leclezioindustrie.com">www.leclezioindustrie.com</a>).</li> <li data-bbox="523 907 1394 974">– Diffusion du communiqué normé de l'Initiateur relatif au dépôt du Projet de Note d'Information ainsi que de sa mise à disposition.</li> </ul>
17 juillet 2025	<ul style="list-style-type: none"> <li data-bbox="523 1001 1394 1113">– Dépôt du Projet de Note en Réponse de la Société auprès de l'AMF (comprenant l'avis motivé du Conseil d'administration et le rapport de l'expert indépendant).</li> <li data-bbox="523 1151 1394 1240">– Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne du Projet de Note en Réponse sur les sites Internet de l'AMF (<a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a>) et de la Société (<a href="http://www.EEMinvest.com">www.EEMinvest.com</a>).</li> <li data-bbox="523 1279 1394 1346">– Diffusion du communiqué normé de la Société relatif au dépôt et à la mise à disposition du Projet de Note en Réponse.</li> </ul>
11 septembre 2025	<ul style="list-style-type: none"> <li data-bbox="523 1373 1394 1440">– Décision de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société.</li> <li data-bbox="523 1478 1394 1545">– Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de la note d'information visée.</li> <li data-bbox="523 1583 1394 1695">– Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne de la note en réponse de la Société visée sur les sites Internet de l'AMF (<a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a>) et de la Société (<a href="http://www.EEMinvest.com">www.EEMinvest.com</a>).</li> <li data-bbox="523 1733 1394 1800">– Diffusion par la Société d'un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de la note en réponse visée.</li> <li data-bbox="523 1839 1394 1951">– Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne de la note d'information visée de l'Initiateur sur les sites Internet de l'AMF (<a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a>) et de l'Initiateur (<a href="http://www.leclezioindustrie.com">www.leclezioindustrie.com</a>).</li> </ul>

Date	Principales étapes de l'Offre
Au plus tard le 12 septembre 2025	<ul style="list-style-type: none"> <li data-bbox="523 226 1396 427">– Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de l'Établissement Présentateur et mise en ligne du document « <i>Autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables</i> » de l'Initiateur sur les sites Internet de l'AMF (<a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a>) et de l'Initiateur (<a href="http://www.leclezioindustrie.com">www.leclezioindustrie.com</a>).</li> <li data-bbox="523 465 1396 600">– Diffusion par l'Initiateur d'un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition du document « <i>Autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables</i> » de l'Initiateur.</li> <li data-bbox="523 638 1396 772">– Mise à disposition du public et mise en ligne du document « <i>Autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables</i> » de la Société sur les sites Internet de l'AMF (<a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a>) et de la Société (<a href="http://www.EEMinvest.com">www.EEMinvest.com</a>).</li> <li data-bbox="523 810 1396 945">– Diffusion par la Société d'un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société.</li> <li data-bbox="523 983 1396 1016">– Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre.</li> <li data-bbox="523 1055 1396 1111">– Publication par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités.</li> </ul>
15 septembre 2025	– Ouverture de l'Offre.
17 octobre 2025	– Clôture de l'Offre.
20 octobre 2025	– Publication de l'avis de résultat de l'Offre par l'AMF
22 octobre 2025	– Règlement-livraison de l'Offre
23 octobre 2025	– En cas d'issue positive de l'Offre, ouverture de l'Offre Réouverte
7 novembre 2025	– Clôture de l'Offre Réouverte
10 novembre 2025	– Publication de l'avis de résultat de l'Offre Réouverte par l'AMF
13 novembre 2025	– Règlement-livraison de l'Offre Réouverte

## 2.11 Coûts et financement de l'Offre

### 2.9.1 Coût de l'Offre

Le montant global de tous les frais, coûts et dépenses externes exposés par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, en ce compris les honoraires et frais de ses conseils externes, financiers, juridiques et comptables ainsi que de tous experts et consultants, les frais de publicité et de communication, est estimé à 450.000 euros (hors taxes).

## **2.9.2 Financement de l'Offre**

L'Offre sera financée au moyen des fonds disponibles en trésorerie de l'Initiateur.

## **2.9.3 Frais de courtage et rémunération des intermédiaires**

Aucun frais ne sera remboursé ni aucune commission ne sera versée par l'Initiateur à un actionnaire qui apporterait ses Actions à l'Offre ou à un quelconque intermédiaire ou à une quelconque personne sollicitant l'apport d'Actions à l'Offre.

## **2.12 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger**

L'Offre n'a fait l'objet d'aucune demande d'enregistrement ou demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

L'Offre est donc faite aux actionnaires de la Société situés en France et hors de France, à condition que le droit local auquel ils sont soumis leur permette de participer à l'Offre sans nécessiter de la part de l'Initiateur l'accomplissement de formalités supplémentaires.

La diffusion du Projet de Note d'Information, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des Actions peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. En conséquence, 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.

Ni le Projet de Note d'Information, ni aucun autre document relatif à l'Offre ne constituent une offre en vue de vendre ou d'acquérir des instruments financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale, ne pourrait être valablement faite, ou requerrait la publication d'un prospectus ou l'accomplissement de toute autre formalité en application du droit financier local. Les détenteurs d'Actions situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

En conséquence, les personnes en possession du Projet de Note d'Information sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière.

L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

### Etats-Unis d'Amérique

Aucun document relatif à l'Offre, y compris le Projet de Note d'Information, ne constitue une extension de l'Offre aux Etats-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis, à des personnes résidant aux Etats-Unis ou « *US persons* » (au sens du Règlement S (*Regulation S*) pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933 tel que modifié), par les moyens de services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des Etats-Unis par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du Projet de Note d'Information, et aucun autre document relatif à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun détenteur d'Actions ne pourra apporter ses Actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure

de déclarer (i) qu'il n'est pas une « *US person* », (ii) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie du Projet de Note d'Information ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (v) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des Etats-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-avant à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

Le Projet de Note d'Information ne constitue ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux Etats-Unis et n'a pas été soumis à la *Securities and Exchange Commission* des Etats-Unis.

Pour les besoins des deux paragraphes précédents, on entend par les Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats et le District de Columbia.

## **2.13 Régime fiscal de l'Offre**

Les informations contenues ci-après ne constituent qu'un simple résumé, donné à titre d'information générale, du régime fiscal français en vigueur susceptible de s'appliquer aux actionnaires de la Société qui participeront à l'Offre, et ce en l'état actuel de la législation fiscale française. Les actionnaires reconnaissent que ces informations n'ont pas vocation à constituer une analyse exhaustive de l'ensemble des situations et des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer à eux. Les actionnaires sont par conséquent invités à consulter leur conseil fiscal habituel afin d'étudier avec ce dernier le régime fiscal applicable à leur situation particulière.

Les règles dont il est fait mention ci-après sont susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications législatives ou réglementaires qui pourraient être assorties d'un effet rétroactif ou s'appliquer à l'année ou à l'exercice en cours, ou par un changement de leur interprétation par les tribunaux et/ou l'administration fiscale française.

En tout état de cause, ces informations n'ont pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux ou dispositifs fiscaux de faveur (réductions ou crédits d'impôt, abattements, etc.) susceptibles de s'appliquer aux actionnaires de la Société qui participeront à l'Offre. Le descriptif ci-dessous est donné à titre d'information générale et les actionnaires de la Société sont invités, compte tenu des particularités éventuellement liées à leur statut fiscal, à consulter leur conseil fiscal habituel afin d'étudier avec lui leur situation particulière et vérifier que les dispositions résumées ci-après leurs sont effectivement applicables.

Les actionnaires personnes physiques ou morales non-résidentes fiscales de France doivent en outre se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur État de résidence, en tenant compte, le cas échéant, de l'application de la convention fiscale internationale conclue entre la France et cet État.

### **2.13.1 Actionnaires personnes physiques domiciliés fiscalement en France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé, ne réalisant pas d'opérations boursières à titre habituel dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations et ne détenant pas leurs Actions dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale ou d'actionnariat salarié**

Les personnes physiques qui réaliseraient des opérations boursières dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations et celles détenant des actions acquises dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale ou au titre d'un dispositif d'actionnariat salarié (par exemple actions attribuées gratuitement ou options de souscription ou d'achat d'actions) sont invitées à s'assurer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

#### 2.13.1.1 Régime de droit commun

##### 2.13.1.1.1 Impôt sur le revenu

Conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants, 158-6 *bis* et 200 A-2 du Code général des impôts (le « CGI »), les plus-values de cession d'Actions réalisées par les personnes physiques susvisées dans le cadre de l'Offre sont assujetties de plein droit à l'impôt sur le revenu au prélèvement forfaitaire unique (le « PFU ») au taux de 12,8 %, sans abattement.

Le montant de ces plus-values de cession est égal à la différence entre, d'une part, le prix de cession offert dans le cadre de l'Offre, net des frais et taxes acquittés par le cédant à l'occasion de la cession, et, d'autre part, le prix de revient fiscal des Actions.

Toutefois, en application de l'article 200 A, 2 du CGI, les contribuables ont la possibilité d'exercer une option expresse et irrévocable dans le délai de dépôt de leur déclaration de revenus de l'année concernée, afin que ces gains nets soient pris en compte pour la détermination de leur revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu. Cette option est annuelle, globale et entraîne la soumission au barème progressif de l'impôt sur le revenu de l'ensemble des revenus de l'année entrant normalement dans le champ d'application du PFU.

Lorsque cette option est exercée, les gains nets afférents aux cessions des Actions acquises ou souscrites avant le 1<sup>er</sup> janvier 2018 seront pris en compte pour la détermination du revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu après application d'un abattement proportionnel pour durée de détention tel que prévu à l'article 150-0 D du CGI, égal à :

- 50 % lorsque les Actions sont détenues depuis au moins deux (2) ans et moins de huit (8) ans à la date de la cession dans le cadre de l'Offre ;
- 65 % lorsque les Actions sont détenues depuis au moins huit (8) ans à la date de la cession dans le cadre de l'Offre ; et
- sauf exceptions, pour l'application de cet abattement, la durée de détention est décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des Actions et prend fin à la date du transfert de propriété. En tout état de cause, ces abattements pour durée de détention ne sont pas applicables aux Actions acquises ou souscrites à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2018.

L'apport d'Actions à l'Offre aura pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures à raison de ces Actions.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D-11 du CGI, les moins-values éventuellement subies lors de la cession des Actions dans le cadre de l'Offre peuvent être imputées exclusivement sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année de cession ou des dix (10) années suivantes. Les personnes disposant de moins-values nettes reportables ou réalisant une moins-value lors de la cession des Actions dans le cadre de l'Offre sont invitées à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel pour étudier les conditions d'utilisation de ces moins-values.

#### 2.13.1.1.2 Prélèvements sociaux

Les plus-values de cession des Actions sont également soumises, avant application de l'abattement pour durée de détention tel que décrit ci-dessus en cas d'option pour l'application du barème progressif, aux prélèvements sociaux à un taux global de 17,2% qui se décompose comme suit :

- 9,2 % au titre de la contribution sociale généralisée (la « **CSG** ») ;
- 0,5 % au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale (la « **CRDS** ») ; et
- 7,5 % au titre du prélèvement de solidarité.

Si les gains nets sont soumis à l'impôt sur le revenu au PFU susvisé au taux de 12,8 %, ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles du revenu imposable.

En cas d'option des contribuables pour l'assujettissement au barème progressif de l'impôt sur le revenu, y compris en cas d'application de l'abattement pour durée de détention, la CSG sera partiellement déductible, à hauteur de 6,8 % du revenu global imposable de l'année de son paiement, ajusté dans certains cas spécifiques en proportion de l'abattement pour durée de détention applicable, le solde de ces prélèvements sociaux n'étant pas déductible du revenu imposable.

#### 2.13.1.1.3 Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus

L'article 223 *sexies* du CGI institue à la charge des contribuables passibles de l'impôt sur le revenu une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus applicable lorsque le revenu fiscal de référence du contribuable, tel qu'il est défini par l'article 1417, IV du CGI, en ce inclus les plus-values, excède certaines limites.

Cette contribution s'élève à :

- 3 % pour la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 250.000 euros et inférieure ou égale à 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction supérieure à 500.000 euros et inférieure ou égale à 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune ; et
- 4 % pour la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et pour la fraction supérieure à 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

Pour l'application de ces règles, le revenu fiscal de référence du foyer fiscal est défini conformément aux dispositions du 1° du IV de l'article 1417 du CGI, sans qu'il soit fait application des règles de quotient définies à l'article 163-0 A du CGI. Le revenu fiscal de référence visé comprend notamment les gains nets de cession de valeurs mobilières réalisés par les contribuables concernés (avant application de l'abattement pour une durée de détention lorsque celui-ci est applicable dans les conditions précisées ci-dessus, en cas d'option par le contribuable pour l'assujettissement au barème progressif de l'impôt sur le revenu).

#### 2.13.1.2 Régime spécifique applicable aux actionnaires détenant leurs Actions dans le cadre d'un plan d'épargne en actions (« **PEA** »)

Les personnes qui détiennent des Actions de la Société dans le cadre d'un PEA pourront participer à l'Offre.

Depuis le 21 octobre 2011, les titres de sociétés soumises au régime fiscal des SIIC visé à l'article

208 C du CGI ne sont plus éligibles au PEA. Toutefois, de tels titres figurant dans un PEA à cette date pouvaient y demeurer. Les produits et plus-values que procurent ces placements continuent ainsi de bénéficier du régime fiscal qu'offre le PEA.

Le PEA ouvre droit, sous certaines conditions, (i) pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits et des plus-values générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, sous réserve notamment que ces produits et plus-values demeurent investis dans le PEA et (ii) au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA, y compris du fait d'un retrait partiel intervenant après cinq ans et avant huit ans) ou lors d'un retrait partiel des fonds du PEA (si un tel retrait intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan.

Ce gain net n'est pas pris en compte pour le calcul de la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus décrite ci-dessus mais reste soumis aux prélèvements sociaux décrits au paragraphe 2.13.1.1.2 (Prélèvements sociaux) ci-dessus à un taux de 17,2 % pour les gains réalisés à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2018. Toutefois, le taux applicable est susceptible de varier selon la date à laquelle ce gain a été réalisé pour (i) les gains acquis ou constatés avant le 1<sup>er</sup> janvier 2018 et (ii) les gains réalisés dans les cinq premières années suivant l'ouverture du PEA lorsque ce PEA a été ouvert avant le 1<sup>er</sup> janvier 2018.

Des dispositions particulières, non décrites dans le cadre du Projet de Note d'Information, sont applicables en cas de réalisation de moins-values, de clôture du plan avant l'expiration de la cinquième année qui suit l'ouverture du PEA, ou en cas de sortie du PEA sous forme de rente viagère. Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

## **2.13.2 Actionnaires personnes morales résidentes fiscales de France et assujetties à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun**

### *2.13.2.1 Régime de droit commun*

Les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession des Actions dans le cadre de l'Offre sont en principe (et sauf régime particulier tel que décrit ci-après) comprises dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 25 %, majoré, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3 % assise sur le montant de l'impôt sur les sociétés, après application d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de douze mois (article 235 *ter* ZC du CGI).

Certaines personnes morales sont susceptibles de bénéficier (i) d'un taux réduit d'impôt sur les sociétés de 15 % dans la limite de 42.500 euros de bénéfice imposable par période de douze mois et (ii) d'une exonération de la contribution sociale de 3,3 % susmentionnée, pour autant qu'ils remplissent certaines conditions énoncées à l'article 235 *ter* ZC du CGI.

Les moins-values réalisées lors de la cession des Actions dans le cadre de l'Offre viendront, en principe (et sauf régime particulier tel que décrit ci-après), en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés de la personne morale.

Il est en outre précisé que (i) certains des seuils mentionnés ci-dessus suivent des règles spécifiques si le contribuable est membre d'un groupe d'intégration fiscale et (ii) le cas échéant, l'apport des Actions à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires personnes morales dans le cadre d'opérations antérieures.

Les contribuables sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin d'étudier le régime fiscal applicable à leur situation particulière.

### *2.13.2.2 Régime spécial des plus-values à long terme (plus-values de cession de titres)*

### *de participation)*

Conformément aux dispositions de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI, les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession de titres qualifiés de « *titres de participation* » au sens dudit article et détenus depuis au moins deux ans sont exonérées d'impôt sur les sociétés, sous réserve de la réintégration dans les résultats imposables d'une quote-part de frais et charges égale à 12 % du montant brut des plus-values réalisées. Les titres de participation détenus au sein de sociétés à prépondérance immobilière sont exclus du régime de taxation limitée à la quote-part de frais et charges. Les titres de participation de sociétés à prépondérance immobilière cotées qui répondent à la définition des titres de participation relèvent du taux réduit d'imposition des plus-values à long terme (article 219, I-a) du CGI. Ce taux est fixé à 19 % pour les exercices clos depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2019 (majoré de la contribution sociale de 3,3 %).

Pour l'application des dispositions de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI, constituent des titres de participations (i) les actions revêtant ce caractère sur le plan comptable, (ii) les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que (iii) les actions ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères (tel que défini aux articles 145 et 216 du CGI) à condition de représenter au moins 5 % des droits de vote de la société émettrice, si ces actions sont inscrites en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, à l'exception des titres de sociétés à prépondérance immobilière (tels que définis à l'article 219 I-a *sexies-0 bis* du CGI).

Les personnes susceptibles d'être concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin d'étudier si les Actions qu'elles détiennent constituent ou non des « titres de participation » au sens de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI.

Les conditions d'utilisation des moins-values à long terme obéissent à des règles spécifiques et les contribuables sont également invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel sur ce point.

### **2.13.3 Actionnaires non-résidents fiscaux français**

Sans préjudice des restrictions indiquées en Section 2.13.2 ci-avant, sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales et des règles particulières éventuellement applicables, le cas échéant, aux actionnaires personnes physiques ayant acquis leurs actions dans le cadre d'un dispositif d'épargne salariale ou d'un dispositif d'actionnariat salarié :

- les plus-values réalisées à l'occasion de la cession d'actions par des personnes physiques qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4 B du CGI ou par des personnes morales qui ne sont pas résidentes fiscales de France (sans que la détention de ces actions soit rattachable à une base fixe ou à un établissement stable soumis à l'impôt en France à l'actif duquel seraient inscrites ces actions), sont en principe exonérées d'impôt en France, sous réserve (i) que les droits détenus, directement ou indirectement, par le cédant (personne physique ou personne morale ou organisme), avec son conjoint, leurs ascendants et leurs descendants dans les bénéfices sociaux de la société, n'aient, à aucun moment au cours des cinq dernières années qui précèdent la cession, représenté plus de 25 % des droits dans les bénéfices sociaux de la Société (articles 244 *bis* B et C du CGI), (ii) que la Société ne soit pas à prépondérance immobilière au sens de l'article 244 *bis* A du CGI et (iii) que le cédant ne soit pas domicilié, établi ou constitué dans un État ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI (autre que ceux mentionnés au 2<sup>o</sup> du 2 *bis* de l'article 238-0 A du CGI) (un « ETNC »). Dans ce dernier cas, quel que soit le pourcentage des droits détenus dans les bénéfices de la société dont les actions sont cédées, les plus-values réalisées à l'occasion de la cession de ces actions sont imposées au taux forfaitaire de 75 %, sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables et sauf si les cédants apportent la preuve que les opérations auxquelles correspondent ces plus-values ont

principalement un objet et un effet autres que de permettre leur localisation dans un ETNC. La liste des ETNC est publiée par arrêté ministériel ; elle peut être mise à jour à tout moment, et l'est en principe au moins une fois par an. À ce jour, cette liste contient les États et territoires suivants : Anguilla, Antigua-et-Barbuda, Fidji, Guam, Palaos, Panama, Russie, Samoa, Samoa américaines, Trinité-et-Tobago, Îles Vierges américaines, et Vanuatu ;

- en vertu de l'article 164-B-I-e *ter* 1° du CGI, les plus-values de cession des actions de sociétés SIIC (telles que les Actions) dont les actifs sont constitués principalement au jour de la cession, directement ou indirectement, de biens immobiliers situés en France ou de droits assimilés, constituent un revenu de source française, indépendamment du pourcentage de détention des actions dans la société SIIC par l'actionnaire ; et
- lorsqu'un actionnaire détient, directement ou indirectement, au moins 10 % du capital d'une société SIIC (telle que la Société), en application des dispositions de l'article 244 *bis* A du CGI, un prélèvement spécifique s'applique sur la plus-value réalisée lors de la cession de ces Actions. Le taux de ce prélèvement est fixé à 25 % pour les personnes morales. Un taux réduit de 19 % peut s'appliquer en cas de plus-values réalisées par une personne morale résidente d'un État membre de l'Union européenne ou d'un autre État ou territoire partie à l'accord sur l'Espace Économique Européen ayant conclu avec la France une convention d'assistance administrative en vue de lutter contre la fraude et l'évasion fiscales et qui bénéficieraient de ce taux réduit si elles étaient réalisées par une personne morale résidente de France. Pour les actionnaires personnes physiques, le taux de ce prélèvement est de 19 %. Le paiement de ce prélèvement est libératoire d'impôt sur le revenu et les prélèvements sociaux sont également applicables sur la plus-value réalisée au taux de 17,2 % ou de 7,5 %. Pour les actionnaires personnes morales qui sont assujettis à l'impôt sur les sociétés, ce prélèvement est imputable sur l'impôt sur les sociétés, et sous réserve de certaines conditions, l'excédent est restitué (sur réclamation) aux personnes morales résidentes d'un État de l'Union européenne ou d'un État ou territoire partie à l'accord sur l'Espace Économique Européen ayant conclu avec la France une convention fiscale contenant une clause d'assistance administrative en matière d'échange de renseignements et de lutte contre la fraude et l'évasion fiscales (sauf s'il s'agit d'ETNC).

Compte tenu de la rédaction plus large des dispositions de l'article 164-B-I-e *ter* 1° du CGI, qui, contrairement à l'article 244 *bis* A du CGI, ne prévoient pas de condition de seuil de détention minimum du capital, une incertitude demeure quant à la fiscalité applicable aux plus-values réalisées par des actionnaires détenant, directement ou indirectement, moins de 10 % du capital d'une société SIIC et l'absence d'imposition de ces plus-values en France ne peut être assurée.

Par ailleurs, la cession des Actions dans le cadre de l'Offre pourrait avoir pour effet de mettre fin au sursis de paiement dont auraient pu bénéficier les personnes physiques soumises au dispositif d'*exit tax* prévu par les dispositions de l'article 167 *bis* du CGI lors du transfert de leur domicile fiscal hors de France. Les personnes concernées sont également invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

De manière générale, les actionnaires de la Société non-résidents fiscaux en France sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseiller fiscal habituel afin, notamment, de prendre en considération le régime d'imposition applicable tant en France que dans leur pays de résidence fiscale et/ou de nationalité.

#### **2.13.4 Actionnaires soumis à un régime d'imposition différent**

Les actionnaires de la Société participant à l'Offre et soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan commercial, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel.

### **2.13.5 Droits d'enregistrement**

En principe, aucun droit d'enregistrement n'est exigible en France au titre de la cession des actions d'une société cotée dont le siège social est situé en France, à moins que la cession ne soit constatée par un acte. Dans ce dernier cas, la cession des actions doit faire l'objet d'un enregistrement dans le mois qui suit sa réalisation cet enregistrement donne lieu, en application de l'article 726 du CGI, au paiement d'un droit au taux proportionnel de 0,1 % assis sur le prix de cession (société non à prépondérance immobilière), sous réserve de certaines exceptions.

### **2.13.6 Taxe sur les transactions financières**

Conformément à l'article 235 *ter* ZD du CGI, la taxe sur les transactions financières s'applique aux acquisitions à titre onéreux de titres de capital admis aux négociations sur un marché réglementé et émis par une société dont le siège social est situé en France et dont la capitalisation boursière dépasse un milliard d'euros au 1<sup>er</sup> décembre de l'année précédant l'année d'imposition. Une liste des sociétés entrant dans le champ d'application de la taxe sur les transactions financières est publiée chaque année. La Société n'étant pas inscrite sur la liste des sociétés françaises dont la capitalisation boursière dépasse un milliard d'euros au 1<sup>er</sup> décembre 2023 (BOI-ANX-000467-20/12/2023), l'acquisition par l'Initiateur des Actions ne sera pas soumise à la taxe sur les transactions financières prévue à l'article 235 *ter* ZD du CGI (actuellement au taux de 0,3 %).

## **3. ÉLÉMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE**

Le présent projet d'Offre, initié Le Clezio Industrie SAS, porte sur les 4 111 337 actions de la Société non détenues par le Concert à ce stade, soit 71,65% du capital. Le prix de l'Offre est de 1,50 euros.

### **3.1 Données Financières de base**

#### **3.1.1. Agrégats de référence**

Les éléments financiers utilisés pour apprécier les termes de l'Offre sont basés sur les états financiers consolidés et sociaux de la société Electricité et Eaux de Madagascar (EEM) pour les exercices 2019, 2020, 2021, 2022, 2023 et 2024, ainsi que les rapports semestriels 2023 et 2024. Les comptes consolidés sont établis en conformité avec le référentiel IFRS, tandis que les comptes sociaux sont établis avec le référentiel des normes comptables françaises.

#### **3.1.2. Historique de la Société**

Créée en 1928 sous le nom d'Electricité et Eaux de Madagascar, la société a assuré jusqu'en 1974 la distribution d'eau et d'électricité dans l'archipel malgache. Après la nationalisation de ses activités par les autorités malgaches, la société s'est transformée en société de portefeuille gérant notamment les indemnités de nationalisation. Reprise par la Société Lyonnaise des Eaux en 1984, la société est entrée en 1990 dans le giron du Crédit Lyonnais par l'intermédiaire de sa filiale Crédit Lyonnais Assurance et Courtage.

Le 31 décembre 1993, plusieurs investisseurs institutionnels et privés, agissant individuellement et pour leur propre compte, regroupés autour de Jean-François Henin, ont acheté les 83,3% du capital détenus par le Crédit Lyonnais. La société s'est alors intéressée à des actifs ou des activités recélant des anomalies de marché, grâce à l'appui d'investisseurs institutionnels et privés ayant souscrit un emprunt remboursable en actions de 700 millions de francs. La société a ainsi investi dans l'immobilier, l'hôtellerie, le bois, l'énergie et différentes situations spéciales. L'objectif poursuivi était de faire profiter largement les actionnaires des résultats des investissements réalisés via une politique de distribution généreuse, des rachats

d'actions ou de distribution d'actions du portefeuille. Dans le cadre de cette stratégie, EEM a pris le contrôle en janvier 1996 de Maurel & Prom, l'a transformé en société d'exploration pétrolière, lui a apporté des capitaux à deux reprises et a rendu en avril 2000 à ses actionnaires la quasi-totalité de sa participation via une offre de rachat par voie d'échange contre des actions Maurel et Prom. Cette opération suivie par les actionnaires a réduit de moitié environ le portefeuille du groupe.

A l'issue de cette opération, le groupe Verneuil est devenu actionnaire de référence d'EEM et a investi les liquidités issues du remboursement d'un fonds immobilier (Apollo Real Estate) dans : (i) la construction d'un groupe hôtelier en Asie du Sud-Est (Vietnam et Cambodge) déjà engagée par Jean-François Hénin, (ii) la constitution d'un bloc de 30% de Groupe Gascogne et (iii) 2 opérations immobilières, dont une a été dénouée et l'autre, optimisée via une vente à la découpe et une opération de crédit-bail adossé, figure dans le Groupe CPC (Croix des Petits Champs). A l'automne 2003, la société a lancé une OPE sur Gascogne (contre des actions remboursables en actions nouvelles ou existantes) qui n'a pas abouti. Toutefois, les modifications de gouvernance survenues à l'issue de l'offre ont permis à EEM dès 2004 d'exercer une influence sur la gestion de Gascogne. La participation dans Gascogne, non productive de dividende depuis l'exercice 2009 et qui était devenue le principal actif du groupe a été impactée par les difficultés rencontrées par le groupe depuis. Par ailleurs, la constitution du groupe hôtelier Victoria a rencontré des difficultés (décalage dans la construction, arrivée à profitabilité retardée...). L'exploitation des hôtels, débutée en 2002, n'est parvenue à extérioriser un résultat positif qu'à compter de 2007. En 2007, la société a souscrit des obligations de la Société Française de Casinos, transformées en actions l'année suivante. Cette participation, bloquée dans le cadre des accords d'actionnaires n'a pu être cédée qu'en 2021.

En février 2011, à l'issue d'un processus de négociation complexe engagé au cours de l'été 2010, le groupe a cédé au groupe vietnamien Thien Minh son activité hôtelière au Vietnam, en conservant la propriété de l'hôtel d'Angkor dont la gestion était déléguée à l'acheteur Vietnamien. Cette transaction, d'un montant de 44 millions de dollars (32,7 millions d'euros), majorée d'une soulte de 0,6 million de dollars reçue à l'été 2014, a été finalisée en février 2011, permettant à la société : (i) de réaliser des investissements immobiliers significatifs pour un montant d'environ 9 millions d'euros, (ii) de distribuer à ses actionnaires un dividende exceptionnel de 9,75 millions d'euros en février 2012, et (iii) de disposer du dernier tiers du montant reçu pour effectuer des investissements complémentaires et poursuivre le désendettement du groupe.

En 2011, les difficultés de Gascogne se sont traduites par des pertes significatives et au manquement à des obligations financières, conduisant le groupe en juillet 2012 à une procédure de conciliation. Dans le cadre de ce processus, EEM a dû apporter 3,63 millions d'euros en compte courant pour financer l'acquisition d'une machine susceptible de doter Gascogne de possibilités de développement importantes. Cette période de conciliation s'est conclue en avril 2014 par un accord conduisant à une profonde restructuration financière et capitalistique, comportant des abandons de créances bancaires, des apports de capitaux frais et des financements complémentaires. A l'issue de ces opérations, le capital de Gascogne est remodelé, contrôlé à plus de 2 tiers (70,1%) par un consortium d'investisseurs autour d'ATTIS 2. Cette opération a conduit EEM à (i) apporter 3,6 millions d'euros de compte courant à sa filiale en juillet 2012, (ii) réduire de 42,4 millions d'euros la part de Gascogne dans ses capitaux investis et (iii) injecter 4,2 à 5,0 millions d'euros, dont 3,5 millions d'euros versés au cours du S1 2014. Ces opérations qui ont eu un impact sensible sur la trésorerie d'EEM ont conduit à une réduction de la participation dans Gascogne (17,45% vs 28,86% précédemment) et cette participation a fait l'objet d'un engagement de blocage jusqu'au 31 décembre 2017 et d'un droit de préemption à ATTIS 2 jusqu'à fin 2018.

Dès 2013, EEM a entrepris de rechercher le dénouement de ses opérations immobilières en cours et de se concentrer sur la gestion opérationnelle de son hôtel cambodgien, dont elle a repris la gestion en direct le 1er juillet 2015.

Président Directeur Général jusque fin 2016, François Gontier a été remplacé par Pierre Nollet début 2017 à la tête d'EEM renommé fin 2016 Viktoria Invest. Sous cette nouvelle direction et

en espérant le dénouement des opérations immobilières, EEM a engagé une nouvelle stratégie d'investissement basée sur 3 axes : (i) le financement d'ETI, (ii) l'accompagnement de PME cotées et (iii) l'intervention dans des situations spéciales. Suite à un protocole conclu entre François Gontier/Verneuil Participations et Viktoria Invest (approuvé par le conseil de Viktoria le 6 avril 2017), Mr François Gontier renonçait à l'ensemble de ses mandats en contrepartie d'un échange d'actions. Mr. Gontier n'a pas respecté son engagement, l'évolution du cours de Viktoria Invest étant devenue moins avantageuse pour Verneuil Participations. Finalement, Mr. Gontier et Verneuil Participations ont préféré céder leurs titres à Mr Valéry Le Helloco. En septembre 2017, la société procède à une augmentation de capital de 5,85 millions d'euros destinée à financer la nouvelle stratégie d'investissement.

Devenu 1er actionnaire d'EEM (avec plus de 25% du capital) avec les sociétés qu'il contrôle, Mr Valéry Le Helloco est nommé président du conseil d'administration et directeur général en septembre 2017 en remplacement de Mr Nollet. La société décide alors de concentrer sa stratégie sur (i) la mise en œuvre de mesures d'économies de coûts de fonctionnement, (ii) la mise en place de mesures garantissant une « gouvernance légitime » d'actionnaire majoritaire de l'actif Victoria Angkor, (iii) la cession d'actifs non stratégiques ou portant un endettement et (iv) mettre en œuvre une stratégie d'investissement d'accompagnement de PME/ETI.

En janvier 2018, la société annonce que (i) la Cour Suprême du Cambodge a rendu le 14 décembre une décision de justice conduisant l'ancien dirigeant François Gontier à déclarer qu'il était désormais, à titre personnel, le seul et unique actionnaire de la filiale cambodgienne et (ii) Monsieur François Gontier a pris physiquement le contrôle de l'hôtel le 12 janvier 2018 en licenciant notamment sur le champ le directeur local désigné par la société. Cette perte de contrôle de l'actif cambodgien conduit la société à déconsolider Victoria Angkor (VAK) de ces comptes 2017 qui sont tardivement publiés le 8 novembre 2018. Pénalisée par la perte de son principal actif générateur de revenus, la société procède fin 2018 à une augmentation de capital de 3,15 millions d'euros.

Renommé Electricité et Eaux de Madagascar fin 2018, la société a dû faire face à un contexte belliqueux entre les différents actionnaires. Cela s'est conclu par une AG convoquée le 4 février 2020 par un mandataire ad hoc à l'issue de laquelle Mr. Le Helloco s'est vu privé de ses droits de vote. Cette AG a alors décidé de recomposer le conseil d'administration avec les nominations de madame Hélène Tronconi, madame Céline Brilllet et monsieur James Wyser-Pratte en tant qu'administrateurs et la désignation de Mme Tronconi en tant que nouveau Président Directeur Général. A la suite d'une décision du 7 février 2020 du Président du Tribunal de Commerce, un administrateur judiciaire est désigné pour administrer provisoirement la société. Ce dernier demande à placer la société en procédure de Sauvegarde en mars 2020. Cette requête est approuvée par le Tribunal de Commerce de Paris en avril 2020, ouvrant ainsi une procédure de sauvegarde avec une période d'observation de six mois. Par la suite, le président du Tribunal de Commerce a prorogé en août 2020 la mission de l'administrateur provisoire pour une durée de six mois, puis de nouveau de six mois en novembre 2020, de 6 mois supplémentaires en janvier 2021, et enfin proroger jusqu'en décembre 2021.

A l'issue d'une bataille juridique, le changement de gouvernance voté début 2020 est approuvé par l'Assemblée Générale de juillet 2021, mettant fin à la mission de l'administrateur provisoire. Par ailleurs, le Tribunal de Commerce de Paris décide en février 2022 de la fin de la procédure de sauvegarde, permettant notamment la reprise de cotation en décembre 2022 à l'issue de la publication de son rapport financier semestriel 2022.

En 2021, EEM cède sa participation dans Société Français de Casino (SFC) dans le cadre de l'offre obligatoire lancée par la société Casirangi au prix de 1,70 euro par action, permettant à EEM d'encaisser 0,89 million d'euros.

En janvier 2022, la cession d'une partie de sa participation dans Gascogne permet d'encaisser 1,73 million d'euros, réduisant sa participation à 10%. Le même mois, EEM annonce qu'une décision de justice a permis au groupe de reprendre partiellement la main sur son actif cambodgien. En novembre 2022, la société annonce la signature d'une promesse de vente concernant l'essentiel de l'actif immobilier situé au 38 rue Croix des Petits Champs pour 10,14 millions d'euros.

Depuis début 2023, la reprise en main partielle de l'actif cambodgien, les produits de cession et la fin de la procédure de sauvegarde permettent à la société de retrouver une situation plus normative, quand bien même les litiges demeurent nombreux et la pérennité de la société reste en question. Dans cette logique, la société continue ses cessions d'actifs, avec notamment la cession en novembre 2023 de sa participation résiduelle dans Gascogne à Attis 2. L'opération, réalisée au prix de 4 euros par action a permis à EEM d'encaisser 9,79 millions d'euros. Ce processus de cession se poursuit en 2024 avec la cession annoncée le 28 novembre de l'actif immobilier du groupe situé à Lima au Pérou pour 3,8 millions de dollars.

### **3.1.3. Présentation des activités**

A la suite des différentes cessions réalisées depuis 2021, les actifs d'EEM se résument aujourd'hui en :

#### ➤ Un hôtel au Cambodge

Depuis sa reprise de contrôle en 2023, EEM est détenteur d'une participation de 100% dans Victoria Angkor (VAK). Cette dernière détient une participation dans un actif hôtelier au Cambodge, le Victoria Angkor Resort & Spa, implanté à Siem Reap, proche du site touristique d'Angkor. Cet actif comprend les installations hôtelières, ainsi qu'un droit à bail de 70 ans (échéance 22 août 2066, soit actuellement une durée résiduelle du bail de 41 ans) sur le foncier. Fermé depuis la crise sanitaire liée au COVID, l'hôtel n'a pas réouvert à date et d'importants travaux sont nécessaires aux dires de la direction d'EEM afin de reprendre l'exploitation.

Victoria Angkor est elle-même détentrice d'une participation de 49% dans Victoria Angkor Estate (VAE) qui détient l'actif foncier sur lequel est implanté l'hôtel. Les 51% restants de VAE sont détenus par des nominés locaux.

Il est à noter que VAK et VAE font l'objet de nombreuses procédures juridiques et fiscales.

#### ➤ Un pôle immobilier

EEM détient 96,66% du capital de la Société Immobilière Parisienne de la Perle et des Pierres Précieuses (SAIPP), elle-même cotée sur Euronext Access. La SAIPP détient : (i) 100% de Grandidierite, société portugaise détentrice de 85% de la société péruvienne Soumaya qui ne détient plus d'actifs après la cession en décembre 2024 de son bien immobilier à Lima au Pérou pour 3,495 millions d'euros et (ii) 99% de SNC Croix des Petits Champs qui ne détient plus qu'un actif résiduel de 155 mètres carrés situé au 38 rue Croix des Petits Champs.

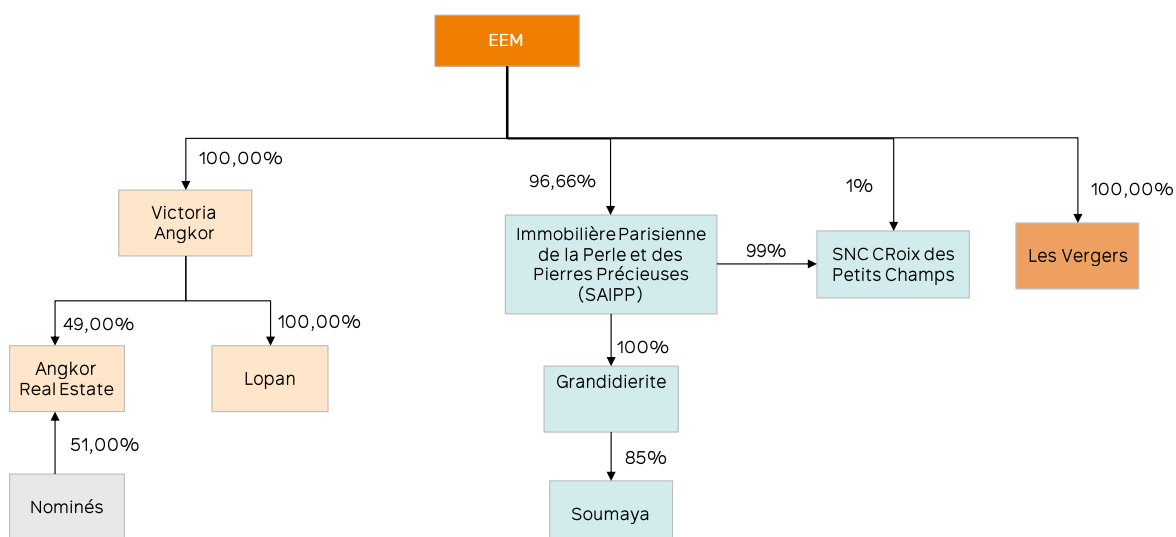
#### ➤ Les Vergers

A l'origine marchand de biens, l'activité se résume aujourd'hui à la détention de certains actifs résiduels, en l'occurrence des créances intégralement provisionnées relatives à (i) un prêt consenti à la SCCV du Hameau du Val Thaurin, placé en liquidation judiciaire en juillet 2023, et (ii) diverses créances résiduelles sur l'opération immobilière SCI Passages 99.

#### ➤ Une structure de contrôle

Si la société de contrôle (EEM) ne compte qu'un salarié, elle supporte d'importantes charges de structure, liées à la fois à la cotation boursière, aux coûts afférents aux obligations comptables et aux honoraires juridiques liés aux nombreux litiges en cours. A son actif, elle compte en revanche, une importante trésorerie, fruit des cessions réalisées ces dernières années.

## **Organigramme juridique d'Electricité et Eaux de Madagascar au 31/12/2024**



Source : EEM

### 3.1.4. Stratégie et développement

Quand bien même la direction en place depuis 2022 défend l'idée d'une poursuite d'activité de holding d'animation, l'historique récente démontre qu'EEM est gérée dans une logique d'extinction, avec la cession au cours des 24 derniers mois de (i) sa participation dans Gascogne, (ii) la cession de 80% de son actif immobilier parisien et (iii) la cession de 100% de son actif au Pérou. Il ne reste aujourd'hui plus que deux actifs, dont le principal (l'hôtel au Cambodge) pour lequel la reprise d'exploitation est grandement incertaine et les engagements de passifs nombreux.

### 3.1.5. Evolution des résultats et de la situation bilantielle

#### (a) Evolution 2020-24 des résultats consolidés

Depuis 2020, EEM tire la totalité de ses revenus de son pôle Immobilier, à l'exception de l'exercice 2023 où la structure de tête avait généré 0,34 millions d'euros de revenus liés à des refacturations de charges salariales aux filiales. Les revenus du pôle Immobilier, très modestes (0,1 à 0,2 million d'euros par an) sont voués à disparaître avec la cession de la quasi-totalité des actifs immobiliers en 2023 (80% de l'actif situé au 38 rue Croix des Petits Champs) et 2024 (immeuble au Pérou). Il est à noter que l'activité Hôtellerie n'a pas généré de revenus depuis sa reconsolidation en 2023, l'hôtel à Angkor n'ayant pas réouvert depuis la crise sanitaire.

#### Chiffre d'affaires d'EEM (2020-2024)

Répartition du CA par pôle	2020	2021	2022	2023	2024
Immobilier	0,09	0,07	0,15	0,21	0,24
var	-42%	-20%	+117%	+41%	+10%
Hôtellerie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05
var	ns	ns	ns	ns	ns
Structure	0,00	0,00	0,00	0,34	0,00
var	ns	ns	ns	ns	ns
<b>CA Total</b>	<b>0,09</b>	<b>0,07</b>	<b>0,15</b>	<b>0,55</b>	<b>0,28</b>
<b>var</b>	<b>-43%</b>	<b>-20%</b>	<b>+117%</b>	<b>+264%</b>	<b>-49%</b>

Source : EEM

Si l'on analyse les résultats opérationnels au niveau de l'EBITDA (résultat opérationnel courant moins les amortissements et les dépréciations), le groupe a constamment généré des pertes entre 2020 et 2024, sur des niveaux compris entre -1,54 million d'euros et -3,40 millions d'euros. Les 3 pôles sont déficitaires, avec des pertes contenues au niveau du pôle Immobilier (-0,09 à -0,56 million d'euros), plus significatives et en progression pour le pôle Hôtellerie (-0,25 million d'euros en 2023 et -0,54 million d'euros en 2024) et très significatives au niveau de la Structure depuis 2022 et la reprise des activités hôtelières (-2,32 à -2,56 millions d'euros).

### EBITDA d'EEM (2020-2024)

EBITDA par pôle	2020	2021	2022	2023	2024
Immobilier	-0,19	-0,33	-0,56	-0,09	-0,36
Marge					
Hôtellerie	0,00	0,00	0,00	-0,25	-0,54
Marge					
Structure	-1,36	-1,77	-2,32	-2,56	-2,50
Marge					
<b>EBITDA Total</b>	<b>-1,54</b>	<b>-2,11</b>	<b>-2,88</b>	<b>-2,90</b>	<b>-3,40</b>
<b>Marge</b>					

Source : EEM

En deçà de l'EBITDA, les résultats sont marqués depuis 2020 par des fluctuations très importantes, au rythme des ajustements de valeur sur les différents actifs. A l'exception de 2023 où le groupe a bénéficié de la conjonction de 2 événements (cession de 80% de l'actif Croix des Petits Champs et Reconsolidation de l'activité Hôtellerie) à la contribution très positive, le RN part du groupe s'est avéré négatif tous les ans, compris entre -1,78 million d'euros et -7,18 millions d'euros. Si l'on analyse les résultats poste par poste, les principaux enseignements à retenir sont les suivants :

- Des dépréciations, nettes des reprises, qui s'établissent +3,80 millions d'euros en 2023 grâce à la reconsolidation des activités Hôtellerie à Angkor (Siem Reap) puis à -5,05 millions d'euros en 2024 après prise en compte d'une dépréciation de -5,20 millions d'euros suite à « une réestimation raisonnable et prudente de la valeur du droit au bail compte tenu des nouveaux éléments reçus dans le cadre des expertises immobilières ». Lesquelles expertises divisent par 5 la valeur locative de marché estimée pour le terrain objet du bail, entre le 31/12/2023 (1 325 milliers de dollars) et le 31/12/2024 (265 milliers de dollars).
- Des éléments exceptionnels qui intégraient jusqu'en 2022 un étalement de plus-value de cession sur le crédit-bail adossé à l'immeuble situé rue Croix des Petits Champs. En 2024, les éléments exceptionnels intègrent principalement -0,15 million d'euro de provisions pour litige fiscal.
- Un poste Impôts sur le résultat qui intègre +0,60 million d'euros d'activation des reports déficitaires en 2022 consécutivement à la cession de 80% de l'actif immobilier CPC et +1,05 million d'euro en 2024 d'impôt différé lié à la diminution de la plus-value latente sur l'activité Hôtellerie après la dépréciation de -5,20 millions d'euros.
- Une contribution des Sociétés Mises en Equivalence qui correspond à la quote-part de pertes de VAE.
- Une contribution des activités en cours de cession de +7,66 millions d'euros en 2023, liée à la cession de 80% de l'actif immobilier CPC qui intègre principalement +9,5 millions d'euros de plus-values et -1,72 millions d'euros d'impôts.

### Compte de résultats consolidé d'EEM (2020-24)

en m€, au 31/12	2020	2021	2022	2023	2024
<b>CA</b>	<b>0,09</b>	<b>0,07</b>	<b>0,15</b>	<b>0,55</b>	<b>0,28</b>
<b>var</b>	<b>-43%</b>	<b>-20%</b>	<b>+117%</b>	<b>+263%</b>	<b>-49%</b>
Charges externes	-1,22	-1,67	-2,27	-2,63	-2,80
Charges personnel	-0,17	-0,29	-0,42	-0,82	-0,48
Impôts et taxes	-0,01	-0,02	-0,08	-0,05	-0,09
Autres charges	0,00	-0,11	-0,27	-0,10	-0,22
Provisions pour risques	-0,23	-0,09	0,00	0,15	-0,10
<b>EBITDA publié</b>	<b>-1,54</b>	<b>-2,11</b>	<b>-2,88</b>	<b>-2,90</b>	<b>-3,40</b>
<b>var</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>
Amortissements	-0,41	-0,41	-0,31	-0,26	-0,55
Dépréciations	-0,40	0,23	-0,31	3,80	-5,05
<b>EBITA</b>	<b>-2,35</b>	<b>-2,28</b>	<b>-3,50</b>	<b>0,64</b>	<b>-9,00</b>
<b>var</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>
Eléments exceptionnels	0,23	0,26	0,22	0,26	-0,13
<b>EBIT</b>	<b>-2,12</b>	<b>-2,02</b>	<b>-3,28</b>	<b>0,91</b>	<b>-9,13</b>
<b>var</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>
Coût Dette	-0,08	0,01	0,02	0,06	0,34
Autres éléments financiers	-0,23	0,23	0,19	-0,13	0,26
<b>Résultat financier</b>	<b>-0,31</b>	<b>0,24</b>	<b>0,20</b>	<b>-0,07</b>	<b>0,59</b>
<b>Résultat avant impôt</b>	<b>-2,43</b>	<b>-1,78</b>	<b>-3,08</b>	<b>0,84</b>	<b>-8,54</b>
<b>var</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>
Impôts et taxes	0,00	0,00	0,60	0,21	1,33
Mise en équivalence	0,00	0,00	0,00	-0,36	-0,02
Minoritaires	0,05	0,01	0,05	-0,21	0,04
Activités en cours de cession	0,00	0,00	0,11	7,66	0,00
<b>RN pdg publié</b>	<b>-2,38</b>	<b>-1,78</b>	<b>-2,32</b>	<b>8,13</b>	<b>-7,18</b>
<b>var</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>	<b>ns</b>

Source : EEM

## (b) Bilan économique

Selon les comptes consolidés établis par la société, l'actif économique d'EEM au 31/12/2024 comprend les principaux points suivants :

- Des immobilisations corporelles pour 3,17 millions d'euros, en baisse de -0,17 million d'euros sur 1 an. Ces immobilisations corporelles correspondent quasi-intégralement à la valeur des constructions de l'hôtel au Cambodge.
- Des immeubles de placement de 0,12 million d'euros, en baisse de -3,57 millions d'euros sur 1 an. Ce recul s'explique par la cession de l'actif immobilier au Pérou.
- Des droits d'utilisation de 5,65 millions. Ces droits d'utilisation, apparus en 2023 avec la reconsolidation de l'activité Hôtellerie, correspondent à la valeur du droit au bail du terrain sur lequel est construit l'hôtel au Cambodge de VAK. Ils ont diminué en 2024 de -4,78 millions d'euros du fait « d'une réestimation raisonnable et prudente de la valeur du droit au bail compte tenu des nouveaux éléments reçus dans le cadre des expertises immobilières ».
- Des autres actifs courants de 0,25 millions d'euros.
- Un compte-Courant de 0,79 million d'euros relatifs aux avances consentis à VAE (structure détenant le foncier de l'activité Hôtellerie), société consolidée par mise en équivalence.
- Un besoin en fonds de roulement, hors compte courant, de -0,37 million d'euros, en augmentation de +0,9 millions d'euros sur 1 an. A l'exception d'une créance de 745k€ conservée par le mandataire judiciaire afin de garantir le paiement des créances restant litigieuses et les honoraires de procédures, ce BFR correspondait quasi-exclusivement au BFR de l'activité Hôtellerie en 2024. Son augmentation par rapport à 2023 correspond au paiement en 2024 de la dette fiscale générée en 2023 au niveau de la Structure.

- Une Trésorerie et équivalents de trésorerie de 11,70 millions d'euros, se décomposant en 10,14 millions d'euros de comptes à terme et 1,55 millions de disponibilités. La trésorerie a fortement augmenté en 2023 (+12,15 millions d'euros), consécutivement à la cession de 80% de l'actif immobilier de CCP (10,14 millions d'euros) et de l'intégralité de la participation résiduelle dans Gascogne (9,80 millions d'euros). En 2024, la trésorerie a diminué de -0,89 millions d'euros, la cession de l'actif immobilier au Pérou (3,50 millions d'euros) ne permettant pas d'absorber les coûts de structure.

**Par ailleurs, le passif économique d'EEM au 31/12/24 comprend les principaux points suivants :**

- Des capitaux propres part du groupe de 10,87 millions d'euros, en baisse de -7,24 millions d'euros sur 1 an en lien avec le Résultat Net dégagé (-7,18 millions d'euros).
- Des intérêts minoritaires de 0,20 million d'euros, reflétant la part (3,34%) des minoritaires dans SAIPP. Les minoritaires ont baissé de -0,46 million d'euros sur 1 an.
- Des provisions pour 4,21 millions d'euros, en hausse de +0,36 millions sur 1 an. Ces dernières sont composées : (i) d'engagements envers le personnel (0,01 millions d'euros), (ii) d'une provision pour litige actionnaire de 0,26 million d'euros, (iii) d'une provision pour litige commercial pour 0,10 millions d'euros, (iv) des provisions diverses pour 0,39 million d'euros et (v) d'une provision pour litige fiscal de 3,45 millions d'euros relative à VAK suite à un contrôle fiscal portant sur les exercices 2013 à 2019. Concernant la provision pour litige fiscal relative à VAK, EEM a indiqué, dans son rapport de gestion 2024, qu'il a été annoncé à la société que cette dette avait été annulée. Le 2 juin 2025, la société a annoncé avoir reçu officiellement la remise de dette fiscale.
- Des impôts différés passifs de 1,45 million d'euros, correspond à l'imposition sur la plus-value latente sur VAK. Ce dernier a été réduit de -0,97 million d'euros en 2024 suite à la dépréciation passée sur VAK.
- Des dettes financières diverses de 4,05 millions d'euros, en augmentation de +0,21 million d'euros sur l'année écoulée. Ces dettes financières diverses, pour lesquelles la société n'a communiqué ni l'identité des créanciers ni les termes et conditions, sont apparues au moment de la reconsolidation de VAK et de Lopan. Elles intègrent semble-t-il 2,37 millions de dollars de dette de compte courant qui fait l'objet d'une action en remboursement intentée par Pierre Ader et Bernard Gonthier.
- Des avances en compte courant de 0,28 millions d'euros.

**Bilan d'EEM (2020-24)**

en m€, au 31/12	2020	2021	2022	2023	2024
Immobilisations corporelles	0,01	0,07	0,04	3,34	3,17
Immeubles de placement	5,31	4,88	3,89	3,69	0,12
IFRS 16 - Droits d'utilisation	0,00	0,00	0,00	10,44	5,65
Autres actifs financiers	16,98	11,49	10,98	0,04	0,06
Autres actifs non courants	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
Impôt différé actif	0,00	0,00	0,60	0,00	0,00
<b>Total actif immobilisé</b>	<b>22,30</b>	<b>16,43</b>	<b>15,50</b>	<b>17,51</b>	<b>9,25</b>
Stocks	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Créances clients	0,08	0,15	0,06	0,08	0,04
Autres créances	0,46	2,55	0,88	1,00	0,92
Actifs d'impôts exigibles	0,00	0,00	0,28	0,37	0,23
Comptes Courant VAE	0,00	0,00	0,00	0,73	0,79
Actifs financiers courant	0,09	0,09	0,06	0,00	0,00
Actifs détenues en vue de cession	0,00	0,00	1,37	0,00	0,00
Disponibilités	0,14	0,86	0,43	12,58	11,70
<b>Total actif</b>	<b>23,07</b>	<b>20,08</b>	<b>18,58</b>	<b>32,26</b>	<b>22,93</b>
Capitaux propres part du groupe	14,42	11,71	11,21	18,11	10,87
Intérêts minoritaires	0,45	0,43	0,45	0,66	0,20
<b>Capitaux propres</b>	<b>14,87</b>	<b>12,14</b>	<b>11,66</b>	<b>18,76</b>	<b>11,06</b>
Dettes financières	3,36	2,97	0,60	0,00	0,00
Dettes financières diverses	0,10	0,10	0,17	3,84	4,05
Dettes de location	0,00	0,00	0,00	0,36	0,31
Provisions	0,70	0,79	0,55	3,86	4,21
Impôts différés passifs	0,00	0,00	0,00	2,43	1,45
Autres dettes non courantes	1,33	0,95	0,02	0,00	0,00
Passifs détenus en vue de cession	0,00	0,00	2,50	0,00	0,00
Avance Compte Courant	1,11	1,41	1,97	0,28	0,28
Dettes fournisseurs	1,16	1,24	0,75	0,92	0,98
Dettes fiscales et sociales	0,19	0,23	0,17	1,49	0,28
Autres dettes	0,25	0,26	0,20	0,33	0,30
<b>Total passif</b>	<b>23,07</b>	<b>20,08</b>	<b>18,58</b>	<b>32,26</b>	<b>22,93</b>

Source : EEM

### 3.1.6. Nombre d'actions retenu

Le nombre d'actions EEM retenu est de 5 738 299, correspondant au nombre total d'actions actuellement en circulation au 31/12/2024, la Société précisant ne pas détenir d'actions auto-contrôle.

### 3.1.7. Point sur les litiges

EEM fait face à de nombreux litiges depuis de nombreuses années, en particulier sur sa filiale hôtellerie qui constitue aujourd'hui son dernier actif significatif (en dehors de l'actif résiduel du pôle immobilier).

#### ➤ Litige avec Monsieur Nollet contre EEM

Ce contentieux concerne la demande de réajustement du nombre d'actions gratuites attribuées à Mr Nollet.

Ce contentieux a fait l'objet d'un jugement du Tribunal de Commerce de Paris qui condamne EEM à mettre en œuvre, sous astreinte, l'attribution à Pierre Nollet de 44 300 actions gratuites déjà octroyées par jugement du 9 décembre 2019 de ce même tribunal qui avait autorisé de chose jugée et à verser 68 000 euros de dommage et intérêts. Ce jugement déboute Mr. Nollet de sa demande de réajustement du nombre d'actions gratuites. Monsieur Nollet a interjeté appel de cette décision. Ce jugement étant exécutoire de plein droit, EEM a procédé en 2024 à l'émission des 44 300 actions gratuites. Le montant provisionné depuis 2017 de 185 milliers euros a par conséquent été repris en 2024, mais le groupe n'a pas constitué de provisions relatives à la demande de réajustement du nombre d'actions gratuites.

➤ **Litige entre EEM contre Valéry Le Helloco**

Deux procédures distinctes sont en cours devant la Cour d'Appel de Paris concernant le franchissement de seuil, à deux reprises, du seuil de 30% des droits de vote par Mr. Le Helloco et les sociétés qu'il contrôle.

Concernant le premier franchissement, monsieur Le Helloco et ses sociétés ont franchi le seuil des 30% des droits de vote entre le 15 juin 2019 et le 13 juin 2023 sans respecter leurs obligations légales, notamment l'absence de déclaration de franchissement de seuil et le non-dépôt d'un projet d'offre publique obligatoire. La Cour d'Appel de Paris a rendu son arrêt sur cette affaire le 28 mai 2025, se déclarant incompétent pour enjoindre les défendeurs à lancer une offre publique d'achat en lien et place de l'Autorité des Marchés Financiers, condamnant solidairement les défendeurs à verser à EEM la somme de 30 000 euros au titre des dommages et intérêts et 20 000 euros au titre des dispositions de l'article 700 du code de procédure civile et privant monsieur Le Helloco et ses sociétés de leurs droits de vote pour une durée de cinq ans.

Concernant le deuxième franchissement, Mr Le Helloco et ses sociétés ont de nouveau franchi le seuil des 30% des droits de vote, sans présenter d'offre publique obligatoire. Mr Le Helloco a saisi l'AMF d'une demande de dérogation à l'offre publique obligatoire. Le 13 octobre 2024, le collège de l'AMF a rejeté une demande de dérogation de Mr Le Helloco et l'a enjoint à déposer un projet d'offre publique sous 3 mois (avant le 15 janvier 2025). Mr Le Helloco et ses sociétés ont interjeté appel pour obtenir un sursis à exécution de la décision de l'AMF et faire réformer la décision de refus de dérogation. Cependant, la Cour d'Appel de Paris a rejeté le 11 décembre 2024 leur demande de sursis à exécution. Le 20 mars 2025, la Cour d'Appel de Paris a confirmé le rejet de son recours et les a condamnés, solidairement à verser 40 000 euros à la société au titre des frais irrépétibles.

➤ **Litige relatif à VAE**

Ce litige concerne la détention du capital de VAE. EEM doit poursuivre auprès des juridictions cambodgiennes la reprise de contrôle de VAE. Par un arrêt du 12 avril 2022, la Cour Suprême du Cambodge a reconnu sur la base du libellé des statuts de VAE la qualité d'actionnaires aux deux porteuses de parts locales (nominées), tout en déboutant Monsieur Pierre Ader de ses prétentions. La société explore la voie de la médiation pour résoudre ce litige.

➤ **Litige relatif à la mise en examen de Pierre Ader**

Monsieur Pierre Ader a été mis en examen le 11 novembre 2024 par ordonnance de renvoi du procureur du tribunal de Seim Reap. L'instruction a été ouverte le 13 novembre 2024 par le juge d'instruction.

➤ **Litige relatif à VAK**

VAK, du chef de sa filiale Lopan, fait l'objet d'une contestation judiciaire devant le tribunal de Siem Reap, introduite sans droits, en 2021, par Monsieur Pierre Ader. Cette contestation vise à faire résilier le bail pour l'usage du terrain de l'hôtel Victoria Angkor Resort & Spa entre la société VAE, propriétaire du sol et la société VAK. Dans cette affaire toujours en cours, EEM est intervenue pour la défense de ses intérêts. Mr Ader a perdu en 1<sup>ère</sup> instance et a interjeté appel. EEM a déposé des conclusions relatives à l'exception de procédure à la Cour d'Appel de Battambang le 29 août 2024 visant au rejet du pourvoi de Pierre Ader en raison de l'acquiescement hors délai du montant de la taxe d'appel. L'audience a été suspendue dans l'attente d'une décision sur l'exception de procédure (à savoir si le pourvoi de Pierre Ader sera rejeté par ordonnance du tribunal). Une nouvelle audience devant la Cour d'Appel se tiendra sur l'exception de procédure (rejet ou non du pourvoi de Pierre Ader en raison du paiement tardif de la taxe d'appel sans justification). Le dossier est toujours en cours.

➤ **Litige fiscal relatif à VAK**

Dans le cadre du contrôle fiscal portant sur les années 2013 à 2019, l'administration cambodgienne réclame à VAK un montant de 3,4 millions de dollars. Le montant a ensuite été porté à 3,58 millions de dollars. A la suite d'une amnésie fiscale, il a été annoncé par l'administration des taxes que la dette réclamée à VAK avait été annulée. Le 2 juin 2025, EEM a annoncé avoir obtenu la remise de la dette fiscale de sa filiale Victoria Angkor dont cette dernière était redevable auprès de l'administration cambodgienne.

Provisionné à hauteur de 3,45 millions d'euros dans les comptes d'EEM à fin 2024, ce litige devrait par conséquent être repris dans les résultats semestriels 2025.

➤ **Litige sur les dividendes de Pierre Ader et Bernard Gauthier contre VAK**

Messieurs Pierre Ader et Bernard Gauthier réclament le paiement de 9 millions de dollars de dividendes non versés pour la période allant de 2004 à 2017.

Les conseils de VAK ont été convoqués le 26 juin 2024 et ont déposé leurs écritures en défense. Il y a eu un report d'audience. Le 30 juillet 2024, les conseils de VAK ont soumis des conclusions en défense au cours de la procédure de mise en état devant le tribunal de première instance de Siem Reap. Le 20 novembre 2024 s'est tenue la troisième audience de mise en état au cours de laquelle les conseils de VAK ont également déposé une demande reconventionnelle contre messieurs Pierre Ader et Bernard Gauthier aux fins de rejet de leur demande principale et payer 100 000 dollars de dommages et intérêts et d'honoraires. Les conseils de VAK ont également soumis des conclusions additionnelles en défense au tribunal de première instance de Siem Reap au cours de cette audience. Le dossier est toujours en cours selon les dires de la société. Après plusieurs audiences de mise en état au cours desquelles les demandeurs n'ont toujours pas apporté d'éléments de preuve, le tribunal leur a accordé le 5 mars 2025 un nouveau report de trois mois aux fins de réunir ce que non encore produit.

Eu égard à l'absence de fondement de la prétention, aucune provision n'a été constituée au 31 décembre 2024.

➤ **Litige pour salaire impayé réclamé par Mr Borom contre VAK**

Le 6 août 2024, monsieur San Kong Borom a réclamé à VAK 118 mille dollars de salaires impayés. Les réunions de médiation ont échoué, ce qui donne la possibilité au demandeur d'une action judiciaire.

Eu égard au fait que le demandeur ne faisait pas partie des salariés de VAK, aucune provision n'a été constituée au 31 décembre 2024.

➤ **Litige sur le remboursement en compte courant intenté par Pierre Ader et Bernard Gauthier contre VAK**

VAK fait l'objet d'une action en remboursement de compte courant pour 2 370 milliers de dollars intentée par Messieurs Pierre Ader et Bernard Gauthier devant le Tribunal de Siem Reap. Le 8 novembre 2023, un jugement par défaut a été rendu rejetant les demandes des précités. Ils ont formé opposition au jugement par défaut. Le jugement sur l'opposition du 2 mai 2024 maintient le jugement du 8 novembre. Messieurs Ader et Gauthier ont fait appel. La Cour a rejeté l'appel le 23 octobre 2024 et maintenu le jugement du 2 mai 2024. VAK reste en attente d'un éventuel pourvoi devant la Cour Suprême.

➤ **Litige relatif à Soumaya**

Une plainte pour blanchiment dans le cadre de l'acquisition de l'immeuble de Lima a été classée sans suite par les autorités péruviennes, avant d'être réouverte par ces dernières le 21 février 2024

pour permettre le prolongement des investigations pour une période additionnelle de 8 mois. A la date de publication du rapport financier 2024 d'EEM, la période d'investigation est arrivée à son terme et aucune information nouvelle n'a été portée à la connaissance de la société sur l'issue de l'enquête.

Aucune provision n'a été constituée au 31 décembre 2024.

### ➤ **Litige avec François Gontier relatif à VAK**

Dans le cadre de la perte de contrôle de l'hôtel au Cambodge, EEM a introduit une action en justice à l'encontre de François Gontier. Celui-ci, bien que démissionnaire depuis 2015 de ses fonctions de président du conseil d'administration de VAK, s'est toujours abstenu de rendre effective cette démission par l'accomplissement des formalités d'usage dans ce pays étranger nécessitant son intervention directe et personnelle. Par arrêt de la Cour d'Appel de Paris du 4 avril 2019, le Tribunal « enjoint Monsieur François Gontier d'accomplir toutes formalités aux fins de publication de sa démission de ses fonctions de président du conseil d'administration de la société cambodgienne Victoria Angkor et notamment de confirmer personnellement et directement au Ministère du Commerce cambodgien (MDC) et au CDC (investissements étrangers au Cambodge) et à toutes autorités publiques cambodgiennes en charge des formalités relatives au droit des sociétés qu'il n'est plus le représentant légal de la société de droit cambodgien Victoria Angkor Company Ltd, y compris en se rendant sur place si cette démarche s'avère nécessaire ou utile au regard des vérifications d'usage pour l'accomplissement de cette formalité administrative dans ce pays et de justifier de ces démarches à la société Viktoria Invest en sa qualité d'actionnaire majoritaire de la société cambodgienne Victoria Angkor ».

Cette injonction devait être exécutée dans un délai de deux mois à compter de la signification de l'arrêt, sous peine d'une astreinte d'un montant de 10 000 euros par jour de retard. Face à l'inexécution de l'arrêt par Monsieur Gontier, la Cour d'Appel a liquidé une première fois l'astreinte qu'elle avait prononcée le 4 avril 2019 pour la période du 10 juillet au 5 décembre 2019 et l'a condamné, par arrêt en date du 6 février 2020, au paiement de la somme de 1 400 000 euros. Par arrêt du 9 juin 2022, le Tribunal de Commerce de Paris a condamné Monsieur François Gontier à une nouvelle astreinte, arrêtée au 20 février 2022, de 7 100 milliers d'euros.

Par prudence, aucun profit n'a été constaté dans les comptes au 31/12/2024.

## **3.2 Méthode retenue pour l'appréciation du prix de l'Offre**

### **3.2.1. Approche par l'Actif Net Réévalué**

La méthode de l'actif net réévalué (ANR) consiste à valoriser séparément les différents actifs et engagements de l'entreprise à leur valeur de marché et à en faire la somme algébrique afin d'estimer la valeur des capitaux propres. Cette méthode se révèle particulièrement adaptée dans le cas de sociétés d'investissement avec un portefeuille d'actifs diversifiés pour lesquelles les comptes ou les projections financières agrégées ne peuvent être analysés en tant que tels. Cette méthode permet ainsi de prendre en compte le profil différent de chaque participation composant le portefeuille de la Société.

EEM se définissant comme un holding d'investissement, cette approche se révèle particulièrement pertinente. L'ANR d'EEM correspond à la somme des participations détenues par le groupe à savoir :

- L'activité hôtellerie, comprenant un actif situé à Angkor au Cambodge
- Les actifs immobiliers résiduels logés dans SAIPP
- La trésorerie nette ajustée au 31/12/2024
- La valorisation des coûts de structures

#### *3.2.1.1 Valorisation de l'activité Hôtellerie*

La valorisation de l'activité Hôtellerie d'EEM se révèle particulièrement complexe, compte tenu du fait que (i) l'actif est aujourd'hui non exploitée et qu'EEM ne communique pas de date de réouverture de l'hôtel, (ii) EEM a été exproprié en 2017 et s'il a en a repris possession fin 2023, l'actif fait toujours l'objet de nombreux litiges, tant au niveau de sa propriété que d'engagements de passifs (iii) la structure de détention est particulière avec VAK exploitant l'hôtel et VAE détenant le foncier (iv) la valorisation de l'activité dans les comptes d'EEM a fait l'objet d'une très forte dépréciation en 2024.

### 3.2.1.1.1 Valorisation de l'activité Hôtellerie par les comparables boursiers

#### ➤ Rappel des performances opérationnelles de l'activité Hôtellerie sur la période

Après avoir déjà été déconsolidé en 2011 sur fond de litiges à l'époque sur la propriété de l'actif, l'activité Hôtellerie au Cambodge a été consolidée par EEM sur la période 2012-2016, permettant de se faire une idée des performances opérationnelles en cas de réouverture de l'hôtel. L'activité a réalisé un chiffre d'affaires compris entre 3,8 et 4,8 millions d'euros pour un EBITDA compris entre 0,8 et 1,1 millions d'euros, une marge d'EBITDA entre 20% et 24%, un EBITA entre 0,2 et 0,4 million d'euros et une marge d'EBITA entre 5% et 14%.

Ces résultats, cohérents avec les métriques de l'hôtellerie, permettent de se faire une idée des résultats que l'hôtel serait en mesure de réaliser s'il parvenait à rouvrir ses portes. Pour essayer d'approcher la valorisation des activités Hôtellerie, les agrégats moyens sur la période 2012-16 ont été retenus, soit 4,2 millions de chiffre d'affaires, 0,9 million d'euros d'EBITDA et 0,4 million d'EBITA.

#### Performances opérationnelles de l'activité Hôtellerie sur la période 2012-16

en millions d'euros, au 31/12	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>3,76</b>	<b>4,06</b>	<b>3,87</b>	<b>4,81</b>	<b>4,43</b>
<b>variation 1 an</b>	<b>+29%</b>	<b>+8%</b>	<b>-5%</b>	<b>+24%</b>	<b>-8%</b>
Coûts opérationnels	-2,86	-3,24	-3,05	-3,68	-3,56
<b>EBITDA</b>	<b>0,89</b>	<b>0,82</b>	<b>0,82</b>	<b>1,13</b>	<b>0,87</b>
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>23,8%</b>	<b>20,1%</b>	<b>21,2%</b>	<b>23,5%</b>	<b>19,5%</b>
Amortissements et provisions	-0,60	-0,60	-0,41	-0,47	-0,48
<b>EBITA</b>	<b>0,29</b>	<b>0,22</b>	<b>0,41</b>	<b>0,66</b>	<b>0,39</b>
<b>marge d'EBITA</b>	<b>7,7%</b>	<b>5,3%</b>	<b>10,7%</b>	<b>13,7%</b>	<b>8,8%</b>

Source : EEM

#### ➤ Valorisation boursière des groupes hôteliers

Du fait que VAK ne possède qu'un hôtel situé dans un pays au contexte politique complexe (régime autoritaire générateur d'incertitudes juridiques et pays considéré comme l'un des plus corrompus d'Asie du Sud-Est par Transparency International) et confronté, de plus, à de nombreux litiges quant à sa propriété, il n'existe pas d'acteurs comparables dont les multiples de valorisation seraient en mesure de refléter le risque pays et la dépendance à un seul actif. Dans cet exercice de valorisation théorique, un échantillon d'acteurs hôteliers a été constitué, intégrant principalement des géants du secteur (Accor, Hyatt, Marriott...) mais aussi de plus petits acteurs présents dans les pays émergents (GPO Hotel au Mexique, H World en Asie). Cet échantillon de 12 acteurs fait ressortir des multiples de valorisation particulièrement hétérogènes, reflétant principalement les différences de modèle économique (franchise, location-gérance, exploitation en propre) et de propriété de l'actif immobilier. L'application de la médiane sur les agrégats 2024-26e permet néanmoins de minorer quelque peu l'écart-type.

#### Echantillon de comparables boursier Hôtellerie au 16/05/25

	Capitalisation	EV/CA			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	boursière	2024	2025e	2026e	2024	2025e	2026e	2024	2025e	2026e
ACCOR SA	10 796	2,79x	2,66x	2,50x	14,0x	12,9x	11,8x	20,0x	18,1x	16,2x
CHOICE HOTELS INTL INC	5 056	5,47x	5,01x	4,85x	14,4x	13,2x	12,7x	18,6x	16,6x	15,3x
DALATA HOTEL GROUP	1 330	3,15x	3,25x	3,14x	8,8x	9,1x	8,7x	12,8x	13,2x	12,6x
GPO HOTEL SANTA FE	123	2,37x	1,91x	1,76x	8,7x	6,1x	5,6x	13,3x	8,9x	8,2x
H WORLD GROUP LTD	8 992	4,34x	4,45x	4,14x	15,5x	14,9x	13,4x	20,2x	18,7x	16,2x
HYATT HOTELS CORP	4 868	2,86x	2,38x	2,26x	17,4x	14,7x	13,6x	50,0x	35,0x	25,6x
INTERCONTL HOTELS	15 272	10,06x	9,15x	8,62x	19,6x	17,0x	15,8x	20,9x	18,1x	16,7x
MARRIOTT INTL INC NEW	61 260	3,77x	3,47x	3,28x	19,0x	17,1x	16,0x	22,4x	20,5x	18,9x
MELIA HOTELS INTL	1 516	2,01x	1,90x	1,85x	7,2x	7,2x	7,0x	13,5x	13,2x	12,8x
PLAYA HOTELS & RESORTS NV	1 430	2,72x	2,76x	2,62x	9,9x	10,4x	9,1x	17,0x	18,7x	14,5x
WHITBREAD	5 825	3,27x	3,38x	3,23x	9,3x	9,3x	8,7x	15,2x	15,1x	13,9x
WYNDHAM HOTELS & RESORTS INC	5 316	7,42x	6,45x	6,07x	15,0x	12,8x	12,0x	21,1x	15,6x	14,3x
<b>MEDIANE</b>		<b>3,21x</b>	<b>3,31x</b>	<b>3,19x</b>	<b>14,2x</b>	<b>12,9x</b>	<b>11,9x</b>	<b>19,3x</b>	<b>17,3x</b>	<b>14,9x</b>

Source Factset Estimates

➤ **Une VE de VAK comprise entre 5,9 et 13,9 millions d'euros**

En appliquant les multiples 2024-26e sur les agrégats moyens retenus pour VAK, il en ressort une VE moyenne de 10,7 millions d'euros, avec un minimum de 5,9 millions d'euros et un maximum de 13,9 millions d'euros.

➤ **Des engagements de passifs et des investissements supérieurs à la VE obtenue**

Aux VE de VAK obtenues précédemment, nous déduisons les éléments suivants :

- Les dettes financières diverses à fin 2024 pour 4,0 millions d'euros,
- Les provisions à fin 2024, hors provision pour litige fiscal qui devrait être reprise au S1 2025, pour 0,3 million d'euros
- Les impôts différés relatifs à la plus-value latente pour 1,5 millions d'euros
- Les capex de rénovation mentionnés par la société pour remettre l'hôtel en exploitation, soit 8 millions de dollars ou 7,1 millions d'euros
- Le BFR d'exploitation négatif à fin 2024 pour 0,3 million d'euros
- L'avance en compte courant figurant au passif à fin 2024 pour 0,2 million d'euros
- 1 année de charges d'exploitation pour tenir compte du fait que l'hôtel ne redémarrera pas son exploitation au plus tôt avant fin 2025 pour 0,6 millions d'euros.

	Valorisation Hôtellerie		
	Bas	Central	Haut
VE Cible VAK	5,87	10,68	13,86
- Dettes financières diverses à fin 2024	-4,03	-4,03	-4,03
- Provisions fin 2024 hors litige fiscal	-0,33	-0,33	-0,33
- Impôts différé passif	-1,45	-1,45	-1,45
- Capex rénovation	-7,08	-7,08	-7,08
- BFR exploitation à fin 2024	-0,26	-0,26	-0,26
- Avance Compte Courant	-0,20	-0,20	-0,20
- 1 an charge exploitation	-0,59	-0,59	-0,59
<b>VT VAK</b>	<b>-8,08</b>	<b>-3,26</b>	<b>-0,08</b>

Source : EEM

Il en ressort une valeur des titres de VAK comprise entre -8,1 millions d'euros et -0,1 millions d'euros, avec un scénario central à -3,3 millions d'euros. Dans ces conditions, il est difficile, si ce n'est impossible, d'extérioriser une Valeur des Titres de VAK positive.

### 3.2.1.1.2 Valorisation de l'activité Hôtellerie par l'approche comptable

Dans les comptes consolidés d'EEM, la reconsolidation de VAK a engendré un profit de reconsolidation de 2,9 millions d'euros dans les comptes à fin 2023 qui a été intégralement effacé par la dépréciation de 5,2 millions d'euros passée en 2024 après « ajustement » des critères de valorisation du droit au bail.

La valeur de VAK est aujourd'hui nulle dans les comptes consolidés d'EEM, tout comme elle l'est dans les comptes sociaux à fin 2024 (après la dépréciation de 0,5 millions passés en 2024).

Il est à noter que la participation de 49% dans VAE a également été valorisée à zéro, la société indiquant que « compte tenu des litiges en cours rendant la cession du terrain ou des titres difficiles, le terrain ne pouvait être valorisé chez VAE ».

### *3.2.1.1.3 Conclusion : une valorisation nulle de l'activité Hôtellerie*

Au regard du contexte litigieux particulièrement complexe, du contexte politique dans le pays et de l'absence de perspective de reprise de l'exploitation hôtelière à court terme, la valorisation retenue de l'activité Hôtellerie est égale à zéro, aucune des 2 méthodes détaillées ci-dessus ne parvenant à justifier une valeur des titres positive pour VAK et VAE.

### *3.2.1.2 Valorisation de l'activité Immobilière (SAIPP)*

Avec la cession début décembre 2024 de l'immeuble au Pérou, SAIPP, filiale à 96,66% d'EEM, ne détient plus qu'un actif immobilier résiduel logé dans la société SNC Croix des Petits Champs, elle-même détenue à 99% par SAIPP.

#### ➤ **Valorisation de l'actif immobilier résiduel situé au 38 rue Croix des Petits Champs**

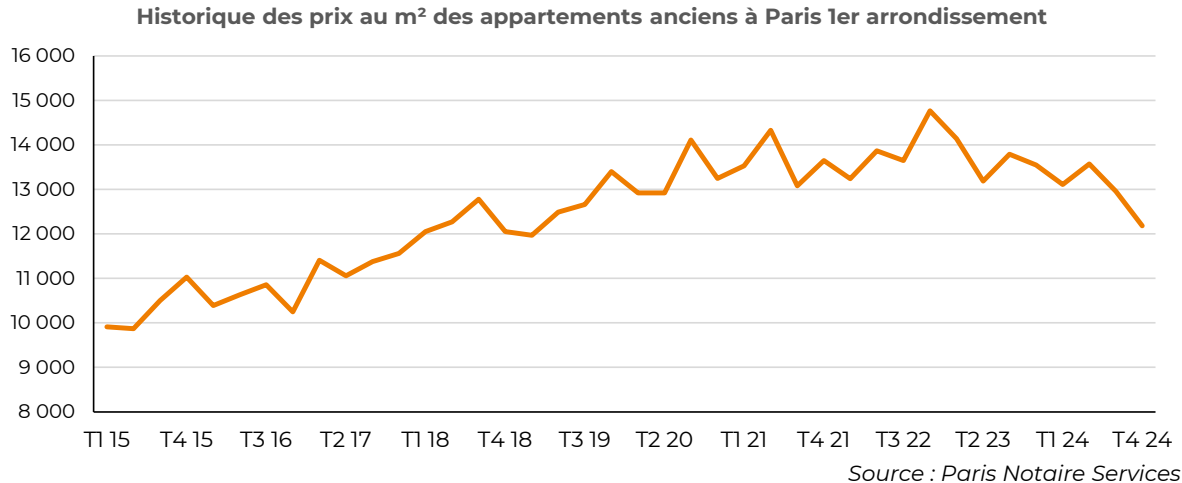
Cet actif correspond à un actif immobilier de 155m<sup>2</sup> situé au 38 rue Croix des Petits Champs à Paris, vide depuis le départ de son locataire mi-novembre 2024. Le conseil d'administration indique qu'un mandat a été donné à un agent immobilier en vue de trouver preneur de cet actif sous forme de bail précaire.

Cet actif a fait l'objet d'une valorisation de 2,3 millions d'euros en septembre 2021, soit 14 839 euros du mètre carré. Il s'agit d'un prix cohérent avec la cession en mars 2023, sur la base d'une promesse de vente signée en novembre 2022, pour 10,14 millions d'euros de l'essentiel des actifs immobiliers situés à la même adresse (691 mètres carrés, soit 14 674 euros du mètre carré). La société ne dispose pas d'expertise plus récente.

En l'absence d'expertise actualisée, il est difficile d'estimer précisément la valeur du bien, d'autant que ses caractéristiques (usage, niveau de dégradation, étage...) ne sont pas précisées. Il convient de souligner que les prix de l'immobilier à Paris ont connu une dynamique baissière depuis les points hauts atteints fin 2020-début 2021. Sur la base des informations de la chambre des notaires de Paris, les prix des appartements anciens à Paris 1<sup>er</sup> arrondissement s'établissent au quatrième trimestre 2024 à 12 180 euros du mètre carré, soit une diminution de -11% par rapport au prix du troisième trimestre 2022 et de -14% par rapport à ceux du premier trimestre 2023. Il est à noter qu'à l'époque de la transaction sur 80% de l'actif immobilier, le prix de transaction de 14 674 euros du mètre carré était cohérent avec la moyenne des transactions.

Afin de valoriser l'actif résiduel, 3 scénarios sont intégrés :

- Un scénario bas intégrant une baisse de -11% du prix par rapport à la valeur d'expertise, conformément à la tendance du marché, soit un prix de 2,05 millions d'euros
- Un Scénario haut correspondant à la valeur d'expertise, soit 2,3 millions d'euros
- Un scénario central correspondant à la moyenne des 2 approches précédentes, soit 2,17 millions d'euros.



L'immeuble est aujourd'hui valorisé à 0,1 million d'euros dans les comptes d'EEM. La plus-value générée sera par conséquent comprise entre 1,9 et 2,2 millions d'euros, avec à la clé un impact fiscal d'environ -0,5 millions d'euros.

Après prise en compte de l'impact fiscal et déduction des frais de transactions (3% retenus), la revalorisation de l'actif résiduel situé au 38 rue Croix des Petits Champs est comprise entre 1,5 et 1,7 millions d'euros, avec un scénario central de 1,6 million d'euros.

Sur la base des comptes de la SAIPP, la valorisation de CPC, après prise en compte de la créance de compte courant (0,5 million d'euros), est comprise entre 2,1 et 2,3 millions d'euros, avec un scénario central à 2,2 millions d'euros.

➤ Valeur résiduelle de Grandidierite

Avec la cession fin 2024 de l'actif immobilier au Pérou sur la base d'une valorisation conforme à sa valeur comptable, la valeur résiduelle de Grandidierite est conforme à sa valeur comptable, soit la valeur des titres (2,7 millions d'euros), à laquelle il convient de déduire la dette de compte courant (2,4 millions d'euros), soit 0,3 millions d'euros.

Le conseil d'administration a indiqué son intention, suite à la cession de l'immeuble au Pérou, de liquider Soumaya, filiale à 85% de Grandidierite devenue une coquille, ainsi que de liquider Grandidierite, elle-même filiale à 100% de SAIPP.

➤ Valorisation des autres actifs de SAIPP

Au-delà de ses participations dans Grandidierite et CPC, la valorisation de SAIPP comprend principalement une créance de compte-courant vis-à-vis d'EEM (4,0 millions d'euros), sachant que les provisions, les dettes financières et la trésorerie sont voisines de zéro.

➤ ANR de SAIPP

L'ANR de SAIPP est donc compris entre 6,3 et 6,5 millions d'euros, avec un scénario central de 6,4 millions d'euros. La participation de 96,66% d'EEM dans SAIPP est ainsi valorisée entre 6,1 et 6,3 millions d'euros, avec un scénario central à 6,2 millions d'euros.

**ANR de SAIPP**

	% détention	Valeur titres	Scénario central			Scénario Bas	Scénario Haut
			Compte Courant	Autres	Total		
Grandidierite	100%	2,708	-2,441		0,267	0,267	
CPC	99%	0,040	0,526	1,608	2,173	2,269	
Autres		0,011	-0,026		-0,015	-0,015	
Trésorerie					0,002	0,002	
Compte courant EEM					3,998	3,998	
<b>Total ANR SAIPP</b>					<b>6,425</b>	<b>6,520</b>	
% Détention EEM					96,66%	96,66%	
<b>Valeur quote-part SAIPP</b>					<b>6,210</b>	<b>6,302</b>	

Source : SAIPP, EEM, estimations Invest Securities

### 3.2.1.3 Valorisation la Trésorerie Nette Ajustée d'EEM

En s'appuyant sur les comptes sociaux 2024 d'EEM, la Trésorerie Nette ajustée de 6,8 millions d'euros se décompose en :

- 12,1 millions d'euros de disponibilités à l'actif du bilan, déduction faite de 0,7 million d'euros conservés par le mandataire judiciaire dans le cadre du plan de sauvegarde adopté en février 2022 afin de garantir le paiement des dettes restantes litigieuses et les honoraires de procédures, soit 11,4 millions d'euros.
- 4,4 millions d'euros de dettes financières diverses, comprenant essentiellement des dettes de compte courant (0,1 million d'euros envers SNC CPC, 4,0 millions d'euros envers SAIPP, 0,1 million d'euros envers d'anciens dirigeants d'EEM et 0,2 million d'euros envers des tiers dans le cadre d'apports depuis 2020). A l'actif, le groupe bénéficie d'une créance de compte courant de 37 milliers euros entre Victoria Angkor/Lopan.
- 0,3 million d'euros de provisions, excluant les provisions pour pertes de change et les provisions pour risque sur filiale (VAK) et réintégrant les 11 mille euros de provisions pour engagements de retraites non comptabilisés dans les comptes sociaux. Les provisions de 0,3 millions d'euros retenues sont essentiellement relatives au litige sur les actions gratuites.

### Détail de la Dette Nette Ajustée d'EEM

	m€	Commentaires
Trésorerie	11,40	12,14m€ de disponibilités, excluant 745k€ de trésorerie bloquée réservée au paiement du passif de sauvegarde
Dettes financières	0,00	Néant
<b>Dettes Nette</b>	<b>-11,40</b>	
Dettes financières diverses	4,39	137k€ de CC envers SNC CPC, 3 998k€ de CC envers SAIPP, 53k€ de dettes envers anciens dirigeants et 200k€ de dettes envers des tiers dans le cadre d'apports depuis 2020
Compte courant Actif	-0,04	37k€ de créances envers Victoria Angkor/Lopan
Provisions	0,27	Provisions à fin 2024 hors provisions sur filiale (VAK) et provisions pour risque de change et réintégration des provisions pour retraite non comptabilisées
<b>Dettes Nette Ajustée</b>	<b>-6,77</b>	

Source : EEM, Invest Securities

Il est à noter que les éléments de passage de la DN ajustée n'intègrent pas la condamnation de monsieur François Gontier à verser 7,1 millions d'euros, notifiée par arrêt du 9 juin 2022 par la Cour d'Appel de Paris. EEM n'a jamais constaté de produit dans ses comptes suite à cette décision de justice « par prudence » et la probabilité que le condamné soit en mesure de verser une telle indemnité est particulièrement faible, voire nulle.

### 3.2.1.4 Valorisation des coûts de holding

#### ➤ Des coûts de structure élevés, en augmentation sensible depuis 2021

En dépit de son activité nulle en matière d'investissement, EEM supporte depuis de nombreuses années des coûts de structure importants, comprenant essentiellement des charges d'honoraires, liés notamment

aux nombreux litiges en cours, ainsi que des charges de personnel significatives malgré la présence d'un seul employé. Dans les comptes sociaux, les charges opérationnelles, hors provisions et amortissements, sont comprises entre -1,1 million d'euros en 2020 et -2,5 millions d'euros en 2024, avec une tendance à une augmentation sensible depuis 2021, tant au niveau des charges externes que des charges de personnel. Au regard de la poursuite des nombreux litiges, notamment pour faire valoir les droits d'EEM, il est vraisemblable que les coûts de structure demeurent sur des niveaux élevés, d'autant que le groupe devra supporter en 2025 les coûts afférents à l'OPA (rémunération de l'expert indépendant et honoraires d'avocats). Sans détails plus précis des coûts de structure pour évaluer leur caractère récurrent et normatif, des coûts de structure de 2,5 millions d'euros par an sont intégrés sur la durée d'évaluation.

Il est à noter que le CA reconnu au niveau d'EEM correspond à des refacturations de prestations aux filiales (éliminées dans les comptes consolidées). Ces coûts de structure au niveau de chacune des filiales n'ayant pas été évalués, le CA intra-groupe n'est pas intégré dans la valorisation des coûts de holding. Par ailleurs, au regard de l'absence d'informations sur le sujet, il n'a pas été intégré de coûts exceptionnels afférents à la rupture du contrat de la présidente d'EEM et du salarié de l'entreprise. Cette approche favorise les actionnaires de la société.

### Evolution des coûts de structure d'EEM

	Comptes sociaux				
	2020	2021	2022	2023	2024
<b>CA</b>	<b>0,05</b>	<b>0,10</b>	<b>0,45</b>	<b>0,56</b>	<b>0,28</b>
Charges externes	-0,95	-1,43	-1,81	-1,98	-1,77
Charges de personnel	-0,17	-0,29	-0,42	-0,81	-0,45
Impôts et taxes	-0,01	-0,02	-0,02	-0,01	-0,03
Autres charges	0,00	-0,08	-0,10	-0,10	-0,24
<b>Total Charges opérationnelles</b>	<b>-1,13</b>	<b>-1,81</b>	<b>-2,35</b>	<b>-2,91</b>	<b>-2,50</b>
<b>EBITDA</b>	<b>-1,08</b>	<b>-1,71</b>	<b>-1,90</b>	<b>-2,35</b>	<b>-2,22</b>

Source : EEM

#### ➤ Des frais de structure intégrés sur 2,5 à 3,5 ans selon les scénarios retenus

Si EEM se définit comme un holding d'investissement, le groupe n'a procédé à aucun réinvestissement depuis 10 ans, en dehors de la reprise de contrôle de l'hôtel au Cambodge qui ne s'est pas accompagné des investissements significatifs nécessaires pour assurer la reprise de l'exploitation de l'hôtel. Avec la liquidation en cours de l'activité immobilière et les incertitudes entourant l'activité Hôtellerie, il serait légitime de considérer les coûts de structure dans une approche liquidative. La principale interrogation réside dans la durée nécessaire pour cette liquidation, sachant que :

- L'activité immobilière a donné mandat à un agent immobilier pour un bail précaire (< 3 ans par définition) pour l'actif résiduel situé rue Croix des Petits Champs, ce qui laisse à penser que SAIPP/CPC devrait poursuivre son activité pendant encore quelques années.
- La liquidation de la société ne pourrait intervenir qu'à l'issue de la purge de l'ensemble des recours sur les nombreux litiges.
- L'OPA de la part de l'initiateur ne comporte pas de Retrait Obligatoire. Si ce dernier devait intervenir pour permettre le contrôle total de la société par l'initiateur, il ne pourrait être réalisé qu'à l'issue d'une nouvelle Offre Publique qui interviendrait dans un délai de 12 mois après l'issue de l'actuelle OPA, soit au plus tôt au deuxième semestre 2026. Par ailleurs, il convient de noter que cette prise de contrôle de la société par l'initiateur pourrait être contrariée par la décision de la Cour d'Appel de Paris du 28 mai 2025 qui condamne Valéry Le Helloco et les sociétés qu'il contrôle à une privation de ses droits de vote concernant EEM pour une durée de cinq ans à compter de la date de décision. Cette décision risque de différer durablement (mai 2030) la prise de contrôle d'EEM et par conséquent la gestion en extinction de la société.

Au regard de ces éléments, il est retenu des coûts de structure sur une période comprise entre 2 ans et demi et 3 ans et demi, avec un scénario central à 3 ans. L'ensemble de ces scénarios peut être considéré comme favorable pour les actionnaires de la société.

### ➤ Actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF) des coûts de structure

Pour évaluer les coûts de structure dans le cadre d'une actualisation des flux de trésorerie, les principales hypothèses suivantes sont retenues :

- Des charges opérationnelles -2,5 millions d'euros par an
- Des amortissements et des investissements négligeables
- L'absence d'impact fiscal compte tenu des pertes attendues
- Un apurement du BFR, négatif à hauteur de -0,4 millions d'euros fin 2024, avec à la clé un impact trésorerie de -0,4 million d'euros en 2025.

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
CA	0,05	0,10	0,45	0,56	0,28	0,00	0,00	0,00	0,00
var	-65,7%	+98,0%	+363,1%	+25,1%	-50,9%	-100,0%	ns	ns	ns
Opex	-1,13	-1,81	-2,35	-2,91	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50
EBITDA ajusté	-1,08	-1,71	-1,90	-2,35	-2,22	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50
marque EBITDA		-1761,9%	-424,0%	-417,5%	-804,6%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
Capex	0,00	-0,01	0,00	0,00	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
en % du CA	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Amortissements ajustés	0,01	-0,02	0,00	0,33	0,09	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
en % du CA	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
BFR	-0,94	-1,13	-0,43	-1,51	-0,41	0,00	0,00	0,00	0,00
BFR / CA (%)	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns	ns
Taux IS	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
<b>Synthèse</b>									
EBITDA ajusté	-1,08	-1,71	-1,90	-2,35	-2,22	-2,50	-2,50	-2,50	-2,50
Impôts	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Capex	0,00	-0,01	0,00	0,00	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01	-0,01
Variation BFR	0,56	0,17	-0,23	0,07	-0,75	-0,41	0,00	0,00	0,00
FCF opérationnel après BFR	-0,53	-1,54	-2,14	-2,28	-2,97	-2,91	-2,50	-2,50	-2,50
var			+38,7%	+6,7%	+30,3%	-2,1%	-14,1%	+0,0%	+0,0%
Coef d'actualisation						0,5	1,5	2,5	3,5
FCF opérationnel actualisé						-2,77	-2,16	-1,96	-1,77

Source : EEM, estimations Invest Securities

L'actualisation des flux de trésorerie est effectuée au coût moyen pondéré du capital, qui tient compte de la rémunération attendue par les investisseurs. Il intègre :

- Le taux sans risque retenu de 3,23%, qui correspond au taux moyen sur 6 mois de l'OAT 10 ans au 16/05/2025 (source Factset Estimates).
- La prime de risque de marché retenue de 3,45%, correspondant à la moyenne 6 mois de la prime de risque pour la France obtenue par Factset Estimates.
- Un bêta de 1x, soit un impact neutre par rapport au marché, en l'absence de comparables identifiables et de bêtas statistiques pour EEM non pertinents au regard de la très faible liquidité du titre.
- Une prime de taille de 3,67% correspondant à la prime de taille de Duff & Phelps applicable à une société de taille inférieure à 263 millions d'euros.
- Un levier financier de 0%, cohérent avec la Trésorerie Nette ajustée de 7,5 millions d'euros à fin 2024.

Il en ressort un taux d'actualisation de 10,35%, soit une valorisation des coûts de structure comprise entre -7,8 millions d'euros selon le scénario bas (3 ans et demi) et -5,9 millions d'euros (2 ans et demi) selon le scénario haut, avec un scénario central à -6,9 millions d'euros (3 ans).

#### 3.2.1.5 Valorisation de Les Vergers

Cette entité de marchands de biens n'a plus d'activité opérationnelle et se contente aujourd'hui de gérer les litiges (Val Thaurin et SCI Passages 99). A la suite du protocole signé en 2024, le litige concernant

SCI Passages 99 a été purgé et il ne reste plus que Val Thaurin pour lequel EEM peut théoriquement percevoir 595 milliers d’euros en capital et 1 340 milliers d’euros pour les intérêts. L’ensemble des créances est intégralement provisionné par la société et la liquidation judiciaire de la contrepartie (SCCV) en juillet 2023 complexifie encore le recouvrement. Interrogé sur le sujet, le conseil d’administration d’EEM confirme l’existence de procédures en cours relatives à SSCV Val Thaurin et estime qu’une partie des sommes pourraient être recouvrées, sans donner plus détails.

Au regard de la longueur de la procédure et du fait que la société ait intégralement provisionné ces créances, la valorisation retenue pour Les Vergers est nulle.

### 3.2.1.6 Conclusion : ANR compris entre 0,89 euro et 1,25 euro

Dans l’ANR présenté ci-dessous, nous reprenons les valorisations des actifs détaillées précédemment. Sur la base d’un nombre d’actions de 5,74 millions, il en ressort une fourchette comprise entre 0,89 euros et 1,25 euros, avec un scénario central à 1,06 euros.

#### ANR d’EEM

	Scénario		
	Bas	Central	Haut
Immobilier - SAIPP/CPC	6,12	6,21	6,30
Hôtel - Victoria Angkor	0,00	0,00	0,00
Les Vergers	0,00	0,00	0,00
Coûts de Structure	-7,79	-6,91	-5,93
Dette Nette Ajusté	6,77	6,77	6,77
<b>ANR en m€</b>	<b>5,10</b>	<b>6,08</b>	<b>7,15</b>
<b>ANR en €/action</b>	<b>0,89</b>	<b>1,06</b>	<b>1,25</b>

Source : Invest Securities

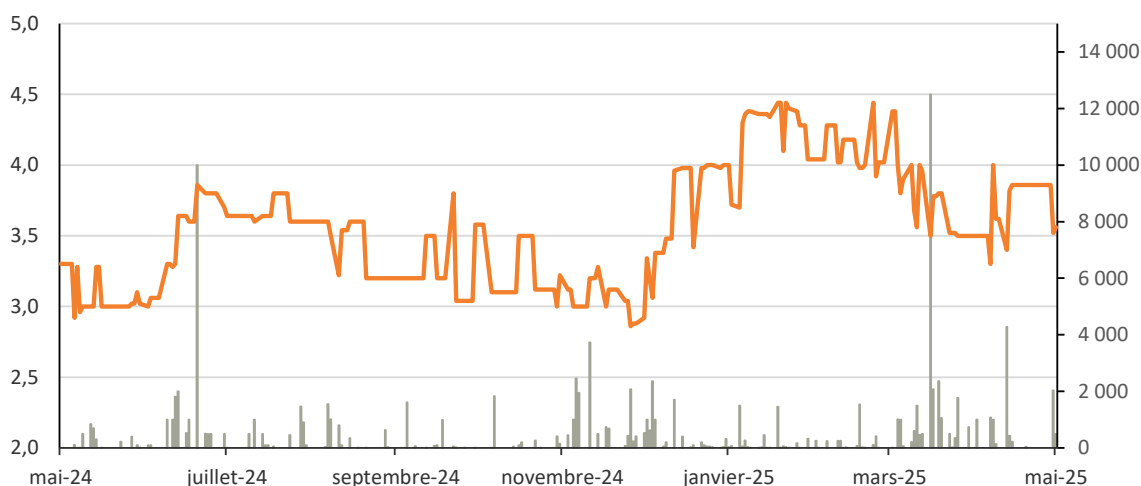
### 3.3 Méthodes présentées a titre indicatif

#### 3.3.1. Approche par les cours boursiers

Les actions EEM sont admises aux négociations sur le compartiment C d’Euronext Paris. L’analyse du cours de bourse a été réalisée sur une période d’un an du 16/05/2024 au 16/05/2025, date de l’annonce d’un projet d’offre publique d’achat de Monsieur Valery Le Helloco et des sociétés qu’il contrôle.

Au cours des 12 derniers mois étudiés, les volumes se sont élevés à seulement 107 176 titres, soit des volumes quotidiens moyens pondérés de 1 440 euros. Compte tenu d’un flottant limité (15,59% du capital), la liquidité est quasi-inexistante, comme en témoigne également l’absence de cotation durant 39% des séances de bourse au cours de l’année étudiée (du 16/05/24 au 16/05/25). Il n’empêche que ce dernier constitue toutefois un repère que nous faisons figurer à titre indicatif dans le cadre de l’évaluation d’EEM.

#### Historique de cours d’EEM sur 1 an



Source : Factset Estimates

Nos critères d'évaluation prennent en compte la moyenne des cours de bourse sur les référentiels suivants (cours du 16/05/25, moyenne pondérée 3, 6, 12 mois, plus haut et plus bas des 12 mois).

Au 16/05/2025, l'action EEM a clôturé à 3,56 euros. Le cours moyen pondéré s'établit à 3,58 euros sur 1 mois, 3,62 euros sur 3 mois, 3,50 euros sur 6 mois et 3,51 euros sur 12 mois. Le cours a atteint son plus haut sur les douze derniers mois à 4,44 euros le 20 janvier 2025 et son plus bas à 2,80 euros le 4 décembre 2024.

#### Cours de bourse EEM

	Cours	Volume moyen journalier	Prime/décote vs prix offre
Cours clôture au 16 mai 2025	3,56	4	-58%
Moyenne pondérée 1 mois (16/04/25 au 16/05/25)	3,58	487	-58%
Moyenne pondérée 3 mois (14/02/25 au 16/05/25)	3,62	626	-59%
Moyenne pondérée 6 mois (15/11/24 au 16/05/25)	3,50	525	-57%
Moyenne pondérée 12 mois (16/05/24 au 16/05/25)	3,51	412	-57%
Plus bas 12 mois	2,80		-46%
Plus haut 12 mois	4,44		-66%

Source : Factset Estimates

### 3.3.2. Actif Net Comptable

L'évaluation par la valeur comptable des capitaux propres n'est généralement pas considérée comme représentative de la valeur intrinsèque de l'entreprise. En effet, elle n'intègre pas les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actif dont dispose l'entreprise. A l'inverse, cette approche n'intègre pas les coûts de structure des prochains exercices.

Par conséquent, cette méthode n'a pas été retenue dans le cadre de notre évaluation, mais nous en faisons figurer le résultat à titre indicatif. Sur la base des comptes annuels 2024 consolidés, l'actif net comptable part d'EEM ressort à 10,87 millions d'euros à fin décembre 2024. Après prise en compte d'un nombre d'actions de 5,738 millions d'actions, l'ANC ressort à 1,89 euro au 31 décembre 2024, en sensible diminution (-41%) sur 1 an. Même si la reprise de la provision pour litige fiscal au Cambodge (3,4 millions d'euros) devrait faire remonter l'Actif Net Comptable au 30 juin 2025, les pertes opérationnelles générées tant par les coûts de structure que par l'activité hôtellerie en l'absence de reprise d'exploitation à court terme, sont amenées à dégrader l'ANC semestre après semestre.

Il est à noter que sur la base des compte sociaux, l'Actif Net Comptable est légèrement inférieur, les capitaux propres s'établissant à 10,38 millions d'euros, soit 1,81 euro par action.

### 3.4 Synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'offre par action

Le Prix de l'Offre de 1,50 euro par action. Sur la base des éléments de valorisation, le prix de l'offre fait ressortir les primes suivantes :

## Synthèse de l'appréciation du prix de l'offre

Méthodes d'évaluations retenues	Valorisation de l'action (€)	Prime / Décote
<b>A titre principal</b>		
<b>Actif Net Réévalué (ANR)</b>		
- Scénario bas	0,89	+69%
- Scénario central	1,06	+42%
- Scénario haut	1,25	+20%
<b>A titre indicatif</b>		
<b>Approche par les cours boursiers</b>		
Cours clôture au 16 mai 2025	3,56	-58%
Moyenne pondérée 1 mois (16/04/25 au 16/05/25)	3,58	-58%
Moyenne pondérée 3 mois (14/02/25 au 16/05/25)	3,62	-59%
Moyenne pondérée 6 mois (15/11/24 au 16/05/25)	3,50	-57%
Moyenne pondérée 12 mois (16/05/24 au 16/05/25)	3,51	-57%
Plus bas 12 mois	2,80	-46%
Plus haut 12 mois	4,44	-66%
<b>Actif Net Comptable</b>		
Valeur dans les comptes sociaux au 31/12/24	1,81	-17%
Valeur dans les comptes consolidés au 31/12/24	1,89	-21%

Source : Invest Securities

### 3.5 Méthodes écartées pour l'appréciation du prix de l'offre

#### 3.5.1. Approche par les comparables boursiers

Cette méthode consiste à évaluer la Société par analogie, en appliquant aux agrégats d'EEM les multiples de valorisation de sociétés appartenant à son secteur d'activité.

Au regard de la nature de holding d'EEM dont l'essentiel de l'actif provient de la trésorerie nette et dans une moindre mesure de l'activité Hôtellerie au Cambodge, nous n'avons pas identifié de comparable pertinent.

#### 3.5.2. Approche par les transactions récentes sur le capital

Cette méthode consiste à observer les transactions récentes sur le capital de la Société.

A notre connaissance, il n'y a pas eu de transaction de taille significative au cours des 24 derniers mois, les participations des 4 principaux groupes d'actionnaires étant demeurées inchangées entre fin 2022 et fin 2024. Cette méthode n'a par conséquent pas pu être retenue.

#### 3.5.3. Multiples de transactions comparables

Cette méthode des multiples de transactions comparables consiste à appliquer aux agrégats financiers d'EEM les multiples de valorisation observés sur un échantillon de transactions intervenues dans le même secteur d'activité.

La difficulté de cette méthode réside dans le choix des transactions retenues comme références de valorisation alors que :

- La qualité et la fiabilité de l'information varient fortement d'une transaction à l'autre en fonction du statut des sociétés achetées (cotées, privées, filiales d'un groupe) et du niveau de confidentialité de la transaction.
- Les sociétés acquises ne sont jamais parfaitement comparables à la société évaluée du fait de leurs perspectives de croissance.

- L'intérêt stratégique d'une acquisition varie et le prix payé en conséquence peut inclure une prime de contrôle plus ou moins élevée.

Dans le cas présent, cette méthode n'a pas été retenue dans l'évaluation d'EEM compte tenu de l'absence de transactions comparables répertoriées sur une holding aussi spécifique.

### **3.5.4. Actualisation des flux de trésorerie disponibles**

La méthode DCF (discounted cash flows) consiste à déterminer la valeur d'entreprise d'une société par actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs qui ressortent de son plan d'affaires.

Cette méthode n'est pas pertinente dans le cas d'une société holding compte tenu de l'irrégularité des résultats générés par la détention et la cession de participations. De plus, dans le cas d'EEM, les deux principaux actifs consistent en (i) une trésorerie nette dont on ne connaît pas les futurs réemplois et (ii) une activité hôtellerie qui n'est plus en exploitation depuis 2019 et dont les perspectives de redémarrage sont très incertaines au regard du caractère conflictuel du sujet.

### **3.5.5. Actualisation des dividendes**

Cette méthode consiste à valoriser les fonds propres d'une société par l'actualisation, au coût des fonds propres de la société, de flux prévisionnels de dividendes versés à ses actionnaires. Cette méthodologie n'a pas été retenue, étant donné qu'elle dépend essentiellement des décisions des dirigeants des sociétés en matière de taux de distribution.

Dans le cas d'EEM, le groupe n'a pas versé de dividende au cours des 10 dernières années et le management n'a jamais évoqué publiquement avoir envisagé de verser un dividende dans un futur proche.

### **3.5.6. Cours cibles des analystes**

EEM n'a fait l'objet d'aucun suivi selon les informations collectées auprès de Bloomberg et de Factset Estimates au cours des 12 derniers mois. Dès lors, cette méthode ne peut être appliquée.

## **4. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A L'INITIATEUR**

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du RGAMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur feront l'objet d'une note spécifique déposée auprès de l'AMF et mise à la disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

## **5. PERSONNES RESPONSABLES DU CONTENU DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION**

### **5.1 Pour l'Initiateur**

*« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les données du présent Projet de Note d'Information sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée ».*

#### **Le Clézio Industrie**

Par : Monsieur Bruno Le Goallec,

Titre : agissant en qualité de gérant de la société Cézembre Développement, elle-même Présidente de la société Le Clézio Industrie

## **5.2 Pour l'Établissement Présentateur**

*« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, Invest Securities, 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 l'Initiateur, 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 ».*

**Invest Securities**