

Projet de note d'information établie par la société

**ÉLECTRICITÉ ET EAUX
DE MADAGASCAR**

**en réponse au projet d'offre publique d'achat initiée par la société Le Clézio Industrie SAS
visant les actions Électricité et Eaux de Madagascar**



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 17 juin 2026, conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF (le « **RGAMF** »). Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF.

Le projet d'offre publique d'achat et le présent projet de note d'information en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-3 du RGAMF, le rapport du cabinet Ledouble, représenté par M^{me} Agnès Piniot et M. Olivier Cretté, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note d'information en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Électricité et Eaux de Madagascar (www.eem-group.com) et peut être obtenu sans frais auprès au siège social d'Électricité et Eaux de Madagascar (38 rue Croix des Petits Champs, 75001 Paris).

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du RGAMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment, juridiques, financières et comptables d'Électricité et Eaux de Madagascar seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat, selon les mêmes modalités.

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

SOMMAIRE

1.	PRÉSENTATION ET CONTEXTE DE L'OFFRE	3
1.1	Présentation de l'Offre	3
1.2	Contexte et motifs de l'Offre	4
1.3	Rappel des principaux termes de l'Offre	7
1.4	Nombre et nature des titres visés par l'Offre	8
2.	CONCLUSION DE L'EXPERT INDÉPENDANT	8
3.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ	8
3.1	Avis motivé du Conseil d'administration sur le projet d'Offre du 15 décembre 2025	8
3.2	Avis motivé du Conseil d'administration sur le projet d'Offre du 16 juin 2026	13
3.3	Recommandation sur l'Offre	16
3.4	Intention des membres du Conseil d'administration vis-à-vis de l'Offre	16
4.	INFORMATION DES SALARIÉS DE EEM	16
5.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION DU PROJET D'OFFRE OU DE SON ISSUE	16
6.	INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ	17
6.1	Structure et répartition du capital de la Société	17
6.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions	18
7.	MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ	21
8.	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN REPONSE	21
	Annexe 1 - Rapport de l'Expert Indépendant	22
	Annexe 2 - Addendum	126

1. PRÉSENTATION ET CONTEXTE DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

Le présent Projet de Note en Réponse a été établi par Électricité et Eaux de Madagascar, une société anonyme au capital de 14 345 747,50 euros, dont le siège social est situé au 38 rue Croix des Petits Champs, 75001 Paris (France)¹ et immatriculée au registre du commerce et des sociétés (« **RCS** ») de Paris sous le numéro 602 036 782 (« **EEM** » ou la « **Société** ») consécutivement au dépôt, en application du titre III du livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et 234-2 du RGAMF, d'un projet d'offre publique d'achat modifié par lequel la société Le Clézio Industrie SAS, société par actions simplifiée au capital de 6 523 400 euros, dont le siège social est situé au Moulin de Saint-Caradec 22600 Trêve et immatriculée au RCS de Saint-Brieuc sous le numéro 440 240 638 (« **Le Clézio Industrie** » ou l'« **Initiateur** »)² propose de manière irrévocable à l'ensemble des actionnaires de la Société, d'acquérir en numéraire, la totalité de leurs actions EEM (les « **Actions** ») au prix unitaire d'un euro et cinquante centimes (1,50 euro) (le « **Prix de l'Offre** ») assorti désormais de plusieurs compléments de prix éventuels (les « **Compléments de Prix** ») selon les termes et conditions du projet de note d'information établi par l'Initiateur (l'« **Offre** »).

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

Le projet d'Offre a été initialement déposé le 1^{er} juillet 2025 auprès de l'AMF (le « **Projet d'Offre** »)³. Un second dépôt a été réalisé⁴, le 27 avril 2026, à la suite de la modification des termes et conditions du projet d'Offre qui prévoit désormais plusieurs Compléments de Prix. Les termes et conditions de ce projet d'Offre modifié (le **Projet d'Offre Modifié**) et notamment des Compléments de Prix qu'il prévoit désormais, figurent à la Section 2 du projet de note d'information établi par l'Initiateur (le « **Projet de Note d'Information** »).

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre établis par l'Établissement Présentateur figurent dans la Section 3 du Projet de Note d'Information de l'Initiateur.

Il est rappelé que les Actions de la Société sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») géré par Euronext Paris sous le code ISIN FR0000035719, mnémorique EEM.

L'Offre revêt un caractère obligatoire suite à la décision de l'AMF du 11 octobre 2024⁵ 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 RGAMF suite au franchissement du seuil de 30% des droits de vote d'EEM. Cette décision a été confirmée par l'arrêt en date du 20 mars 2025 de la Cour d'appel de Paris (chambre 5-7). L'Offre sera réalisée selon la procédure normale en application des articles 232-1 et suivants du RGAMF.

L'Offre vise la totalité des Actions EEM autres que celles détenues, directement ou indirectement, par les membres du Concert. Il est précisé qu'à la connaissance de la Société et à la date du présent Projet de Note en Réponse, le Concert détient 1 626 962 Actions représentant 1 820 000 droits de vote théoriques⁶, soit 28,35% du capital et 28,20% des droits de vote de la Société⁷.

¹ Son siège social a été transféré du Spaces les Halles situé 40 rue du Louvre 75001 Paris au 38 rue Croix des Petits Champs 75001 Paris, par décision du Conseil d'administration prise le 24 septembre 2025 avec effet au 1^{er} janvier 2026.

² L'Initiateur a déclaré agir de concert avec M. Valéry Le Helloco, la société Degemer Group, société par actions simplifiée au capital de 128 000 euros ayant son siège social au 42 rue de Pontivy, 22600 Loudeac et immatriculée au RCS de Saint-Brieuc sous le numéro 449 736 370 (« **Degemer Group** ») et la société Financière VLH, société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois au capital de 192 500 euros, ayant son siège social au 42 rue de la Vallée L2661 Luxembourg et immatriculée sous le numéro B 90 555 (« **Financière VLH** »). M. Valéry Le Helloco, Degemer Group et Financière VLH sont ci-après dénommés ensemble le « **Concert** ».

³ Avis de dépôt de l'AMF du 2 juillet 2025 publié sous la référence 225C1139.

⁴ Avis de dépôt de l'AMF du 27 avril 2026 publié sous la référence 226C0591.

⁵ Avis de l'AMF du 14 octobre 2024 publié sous la référence 224C1938.

⁶ En application de l'arrêt de la Cour d'Appel de Paris 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.

⁷ Sur la base d'un capital composé de 5 738 299 Actions représentant 6 454 062 droits de vote théoriques au 31 mai 2026 au sens de l'article 223-11 du RGAMF.

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 du Projet de Note d'Information de l'Initiateur.

Selon le Projet de Note d'Information, l'Initiateur n'a pas l'intention de mettre en œuvre, à l'issue de l'Offre, une procédure de retrait obligatoire prévue par les dispositions de l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du RGAMF, pour les Actions non apportées à l'Offre même si les conditions légales et réglementaires pour la mise en œuvre d'un tel retrait obligatoire étaient réunies (le « **Retrait Obligatoire** »).

Le Projet de Note d'Information est disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur le site Internet de l'Initiateur (www.leclezioindustrie.com) et peut être obtenu sans frais au siège social de l'Initiateur (Le Clézio Industrie, Moulin de Saint-Caradec, 22600 Trêve) et de l'Établissement Présentateur (Invest Securities, 73, boulevard Haussmann, 75008 Paris).

1.2 Contexte et motifs de l'Offre

1.2.1 Présentation sommaire des activités de la Société :

La Société exerce historiquement une activité de holding financière diversifiée. Elle est actuellement présente, directement ou indirectement, dans l'immobilier en France et dans l'hôtellerie de luxe au Cambodge :

- EEM est le principal actionnaire de la Société Anonyme Immobilière Parisienne de la Perle et des Pierres Précieuses (« **SAIPPPP** ») dont elle détient 96,66% du capital⁸. SAIPPPP détient elle-même 99% du capital de la société en nom collectif Paris Croix-des-Petits-Champs (« **CPC** »), le solde du capital de CPC étant détenu directement par EEM⁹. CPC est propriétaire d'un bien immobilier de 155,2 m² situé 38 rue Croix des Petits Champs à Paris où EEM a décidé de transférer son siège social à compter du 1^{er} janvier 2026 par décision de son Conseil d'administration prise le 24 septembre 2025 ;
- EEM est propriétaire d'un actif hôtelier de luxe au Cambodge (Victoria Angkor Resort & Spa) situé face au jardin central à Siem Reap au travers de la société de droit cambodgien Victoria Angkor Company Limited (« **VAK** ») dont elle détient la totalité du capital en vertu d'un arrêt de la Cour Suprême du Cambodge du 14 décembre 2017, confirmant un arrêt précédent du 14 décembre 2013. VAK est par ailleurs détentrice de 49% du capital de la société foncière de droit cambodgien Victoria Angkor Estate Co., Ltd (« **VAE** »), dont le solde du capital (51%) est, sous réserve d'un recours en révision, détenu hors groupe par deux personnes physiques de nationalité cambodgienne, Mesdames Rany Chung et Ly Nayee en vertu d'un arrêt de la Cour Suprême du Cambodge en date du 12 avril 2022. A l'origine, la société de droit hongkongais Lopan Investment Company Limited (« **Lopan** ») s'est fait concéder, le 23 août 1996, par le ministère de la Défense du royaume du Cambodge, un bail à construction sur un terrain de 12 665 m² sur la commune de Siem Reap à proximité immédiate du site des temples d'Angkor (le « **Bail** »)¹⁰. Le Bail¹¹, transféré par Lopan à VAK, est d'une durée de 70 années¹². Par ailleurs, le terrain a par la suite été cédé par

⁸ Les actions de la société SAIPPPP sont inscrites aux négociations sur Euronext Access Paris. Une description de ses activités figure dans son rapport annuel 2025 qui est disponible sur son site Internet (www.saipppp-group.com/espace-investisseurs/rapport-financier/).

⁹ Lors de la séance du Conseil d'administration d'EEM 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 (TUP) et ce qui provoquera la dissolution de CPC. 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 et cédés en décembre 2024. Lors de la séance du Conseil d'administration de SAIPPPP du 24 septembre 2025, il a été décidé la liquidation des sociétés Grandidierite et Soumaya.

¹⁰ Le 12 janvier 2026, le tribunal de première instance de la province de Siem Reap (Cambodge) a confirmé, en l'absence de tout recours, le caractère définitif du jugement prononcé le 2 octobre 2025 et rejeté une demande, introduite en mai 2024 par MM. Pierre Ader et Bernard Gauthier, contre VAK à hauteur de 9 236 000 dollars américains. Cette réclamation, non sérieuse, était fondée sur des allégations de dividendes impayés.

¹¹ Le Bail ne stipule aucune clause de révision du loyer. Une augmentation du loyer est cependant prévue tous les dix ans.

¹² En mars 2026, la Cour d'appel de Battambang (Cambodge) a confirmé le jugement du tribunal de première instance de la province de Siem Reap (Cambodge) sur le rejet de la demande de M. Pierre Ader aux fins de paiement de prétendus loyers et de résiliation du Bail de l'hôtel Victoria Angkor Resort & Spa contre la société Lopan. Par ailleurs, la Cour suprême du Cambodge a rendu, le 9 décembre 2025, deux arrêts en faveur d'EEM et de ses filiales, VAE et VAK. Ces arrêts de la Cour suprême ont

le ministère de la Défense à VAE. VAK a la charge de l'exploitation de l'hôtel sur la base des droits convenus par le Bail. VAK dispose d'un droit au bail jusqu'en 2066 et d'un droit préférentiel à son renouvellement au terme de celui-ci.

Cet actif hôtelier, fermé depuis la pandémie de Covid 19, n'est pas exploité actuellement et les travaux de remise en l'état en vue de sa réouverture, envisagée en 2027 (79 chambres puis 130 chambres à l'horizon de 2033), seraient lancés à l'issue de l'Offre en l'absence de changement majeur de l'environnement juridique, économique et politique impactant le groupe et avec le soutien, si nécessaire, de partenaires.

Par ailleurs, EEM détient la totalité du capital de la société à responsabilité limitée de droit français Les Vergers (« **Les Vergers** »), dont le gérant est M^{me} Hélène Tronconi, également Présidente-Directrice générale d'EEM. Les Vergers a la qualité de marchand de biens et son activité se limite aujourd'hui à la détention de certains actifs résiduels (créances).

Une description détaillée des activités de la Société figure dans son rapport financier annuel 2025, disponible sur son site internet (www.eem-group.com/espace-investisseurs/rapports-financiers/).

1.2.2 Contexte et motifs du dépôt du projet d'Offre :

Le dépôt de l'Offre s'inscrit dans le cadre du franchissement, en hausse, par le Concert constitué autour de M. Valéry Le Helloco, du seuil de 30% des droits de vote d'EEM, le 31 août 2023 et déclaré à l'AMF le 13 août 2024¹³, entraînant pour ces personnes l'obligation de déposer un projet d'offre publique visant les titres de la Société conformément aux articles L. 433-3, I du Code monétaire et financier et 234-2 du RGAMF.

Dans ce contexte, M. Valéry Le Helloco et les sociétés qu'il contrôle, constituant ensemble le Concert, ont demandé à l'AMF de leur accorder une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique sur le fondement de l'article 234-9, 5° du RGAMF (visant le cas d'une « *réduction du nombre total de titres de capital ou du nombre total de droits de vote existant dans la société visée* »). Dans une décision du 11 octobre 2024 publiée le 14 octobre 2024¹⁴, l'AMF a refusé d'accorder au Concert la dérogation demandée. Consécutivement, l'AMF a fixé à trois mois le délai pour que M. Valéry Le Helloco et les sociétés qu'il contrôle, déposent un projet d'offre publique visant les titres EEM, ce délai expirant initialement le 15 janvier 2025. Par déclaration déposée au greffe de la Cour d'Appel de Paris enregistrée le 24 octobre 2024, M. Valéry Le Helloco et les sociétés qu'il contrôle, ont déposé un recours tendant à l'annulation et subsidiairement à la réformation de la décision prise par l'AMF. En outre, le Concert a sollicité par voie de requête auprès du Premier Président de la Cour d'Appel de Paris, un sursis à exécution à l'encontre de la décision de l'AMF lui ayant refusé la dérogation demandée et lui fait injonction de déposer un projet d'offre publique visant les titres de la Société.

EEM a déposé des écritures concluant au rejet du recours et de la requête formés par M. Valéry Le Helloco et les sociétés qu'il contrôle.

Par ordonnance en date du 11 décembre 2024, M^{me} la Présidente de la chambre 5-15 de la Cour d'Appel de Paris a rejeté la requête de M. Valéry Le Helloco et des sociétés qu'il contrôle, tendant à sursoir à l'exécution de la décision de l'AMF.

rejeté des pourvois formés par MM. Pierre Ader et Bernard Gauthier à l'encontre de deux arrêts de la Cour d'appel de Battambang du 23 octobre 2024 qui les avaient déboutés de leur demandes visant le paiement d'un prétendu compte courant d'actionnaire de 2 370 374 dollars et à contester la désignation de M^{me} Hélène Tronconi en qualité de représentante légale de la société VAK au sein des organes sociaux de VAE.

¹³ Avis de l'AMF du 13 août 2024 publié sous la référence 224C1442.

¹⁴ Avis de l'AMF du 14 octobre 2024 publié sous la référence 224C1938.

Dans un arrêt du 20 mars 2025, la Cour d'Appel de Paris (chambre 5-7), statuant au fond, a rejeté le recours du Concert formé autour de M. Valéry Le Helloco à l'encontre de la décision de l'AMF et a condamné solidairement les membres dudit Concert à verser à EEM la somme de 40 000 euros au titre des frais irrépétibles (article 700 du code de procédure civile). La Cour d'Appel de Paris a jugé que le franchissement en hausse du seuil de 30% des droits de vote par le Concert, bien qu'intervenu à la suite d'une réduction du nombre total de droits de vote, ne présentait pas un caractère entièrement passif et non imputable au Concert au sens de l'article 234-8 du RGAMF. Elle a notamment relevé que le Concert formé autour de M. Valéry Le Helloco détenait une participation proche du seuil d'offre publique obligatoire et n'avait pas procédé à la déclaration dans les délais requis.

Par ailleurs, EEM rappelle avoir demandé en justice, dès 2023, la condamnation du Concert au dépôt d'un projet d'offre publique, à la privation intégrale de leurs droits de vote et au versement de dommages-intérêts concernant un autre dépassement, par ces mêmes personnes, du seuil de 30% des droits de vote de la Société entre le 15 juin 2019 et le 13 juin 2023. Dans cette autre affaire opposant EEM à son principal actionnaire, constitué par le Concert formé autour de M. Valéry Le Helloco, la Cour d'Appel de Paris (chambre 5-9) a rendu, le 28 mai 2025, un arrêt par lequel elle a prononcé, sur le fondement de l'article L. 233-14, aliéna 3 du code de commerce, la privation de la totalité des droits de vote attachés aux actions des membres du Concert pour une durée de cinq ans¹⁵. Dans son arrêt, la Cour d'Appel de Paris a également condamné solidairement le Concert à verser à EEM la somme de 30 000 euros au titre des frais irrépétibles (article 700 du Code de procédure civile), sans donner suite à la demande d'EEM d'indemnisation de son préjudice moral et matériel.

Le 16 juin 2025, le Concert a annoncé son intention de déposer d'ici le 26 juin 2025, sous réserve de la mise en place par le Concert d'une garantie bancaire adéquate, un projet d'offre publique d'achat obligatoire visant les Actions de la Société à un prix de 1,50 euros par action (dividende 2024 attaché) articulé sur la base des informations publiques disponibles (actif net comptable (« **ANC** ») part du groupe tel que publié dans les comptes consolidés 2024) et une première approche de l'actif net réévalué (« **ANR** »).

En raison de l'annonce des caractéristiques du projet d'Offre, un avis de pré-offre a été publié par l'AMF, le 27 juin 2025¹⁶.

Le projet d'Offre a finalement été déposé le 1^{er} juillet 2025 auprès de l'AMF.

L'Offre doit permettre aux actionnaires de la Société n'appartenant pas au Concert, de céder leurs Actions dans des conditions financières équitables et attractives, selon les termes mêmes du Projet de Note d'Information (Section 1.2.4 du Projet de Note d'Information (« *Intérêts de l'opération pour l'Initiateur, la Société et ses actionnaires* »)).

Les intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir sont décrites dans la Section 1.2 du Projet de Note d'Information. En cas de réussite de son Offre, l'Initiateur a notamment l'intention de procéder à la liquidation des actifs du groupe comme indiqué à la Section 1.2.1 de son Projet de Note d'Information (« *Intentions relatives à la politique industrielle, commerciale et financière* »). EEM relève pourtant que l'Initiateur affirme ne pas avoir l'intention « *de modifier la stratégie et le modèle opérationnel de la Société à raison de l'Offre* » ainsi qu'il est mentionné à la Section 1.2.6 de son Projet de Note d'Information (« *Synergies et gains économiques* »), qui ne consiste pas à liquider l'ensemble de ses actifs dans les douze mois à venir.

En outre, l'Initiateur affirme n'anticiper aucune synergie significative de coûts ou de revenus dont la matérialisation serait identifiable ou chiffrable à la date de son Projet de Note d'Information. Il 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* ». L'Initiateur n'anticipe « *aucune synergie significative de coûts ou de revenus dont la matérialisation serait identifiable ou chiffrable à la date* » du Projet de Note d'Information (Section 1.2.6 du Projet de Note d'Information « *Synergies et gains économiques* »).

¹⁵ Dans son arrêt rendu le 28 mai 2025, la Cour d'Appel de Paris, confirmant sur ce point le jugement rendu par le tribunal de commerce de Paris, le 20 octobre 2023, a décidé qu'elle ne disposait pas du pouvoir juridictionnel pour enjoindre, sous astreinte, au Concert le dépôt d'un projet d'offre publique visant EEM pour le dépassement du seuil de 30% des droits de vote intervenu entre le 15 juin 2019 et le 13 juin 2023.

¹⁶ Avis de l'AMF du 27 juin 2025 publié sous la référence 224C1116.

Enfin, selon la Section 1.2.3 du Projet de Note d'Information (« *Intentions en matière de gouvernance de la Société* »), la composition du Conseil d'administration d'EEM et l'équipe dirigeante de la Société serait amenée à évoluer, dans l'hypothèse où l'Initiateur prendrait le contrôle de la Société à l'issue de son Offre. A cet égard, il convient de préciser toutefois que le Concert a été frappé d'une sanction judiciaire de privation de l'intégralité des droits de vote pour une durée de cinq ans, à compter du 28 mai 2025.

Après avoir pris connaissance des termes et conditions du projet d'Offre et des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre établis par l'Etablissement Présentateur (Section 3 du Projet de Note d'Information de l'Initiateur), le Conseil d'administration d'EEM, lors de sa séance du 17 juillet 2025, a d'emblée constaté que le Prix de l'Offre de 1,50 euro est nettement inférieur à l'ANC au 31 décembre 2024 (de 1,80 euro). Il a également pu observer que le Prix de l'Offre se singularisait par une décote importante (58%) par rapport au cours de bourse de clôture de l'action EEM, le jour de l'annonce du projet d'Offre, le 16 mai 2025 (de 3,56 euros) comme sur le cours moyen pondéré sur le dernier mois, ainsi que sur les trois, six et douze mois qui ont précédé son annonce (décote stable située entre 57% et 59% sur cette période) comme indiqué dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur. Par ailleurs, le Conseil d'administration a émis unanimement des réserves sur le calcul de l'ANR d'EEM figurant dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur notamment l'absence de prise en compte de l'amnistie fiscale des filiales cambodgiennes comme des actions sociales lancées par EEM à l'encontre de ses anciens dirigeants, la sous-évaluation de l'actif cambodgien et le niveau élevé des coûts de structure retenus, sans préjudice de l'avis motivé que le Conseil d'administration serait amené ensuite à adopter. Dans ces conditions, le Conseil d'administration d'EEM a estimé, à l'unanimité, nécessaire de nommer le cabinet Ledouble, représenté par M^{me} Agnès Piniot et M. Olivier Cretté, en qualité d'expert indépendant avec pour mission d'établir un rapport incluant une attestation d'équité sur les conditions financières du projet d'Offre conformément aux dispositions de l'article 261-3 du RGAMF¹⁷. Le 25 juillet 2025, l'AMF a confirmé, en application de l'article 261-1-1 du RGAMF, ne pas être opposée à la désignation de l'Expert Indépendant.¹⁸

En outre, la Société est actuellement partie dans différents contentieux, dont l'un l'oppose à M. Valéry le Helloco et ses sociétés. Les principaux contentieux sont mentionnés dans la section 2.3.5.2 page 15 (« *litiges* ») du rapport financier annuel 2025 de la Société disponible sur son site internet (www.eem-group.com/espace-investisseurs/rapports-financiers/).

Le Projet d'Offre Modifié prévoit désormais six Compléments de Prix dont les termes et conditions sont décrits à la section 2 du Projet de Note d'Information de l'Initiateur.

Le Projet de Note en Réponse, incluant le rapport de l'Expert Indépendant, a été déposé auprès de l'AMF, le 16 décembre 2025¹⁹ et redéposé le 17 juin 2026 pour tenir compte de la modification du projet d'Offre qui prévoit désormais des Compléments de Prix.

1.3 Rappel des principaux termes de l'Offre

En application de l'article 231-13 du RGAMF, l'Etablissement Présentateur, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF le projet d'Offre par lequel l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir, pendant la durée de l'Offre, la totalité des Actions apportées à l'Offre au Prix de l'Offre, soit un euro et cinquante centimes (1,50 euro) par Action assorti désormais de plusieurs Compléments de Prix éventuels selon les termes et conditions du Projet de Note d'Information établi par l'Initiateur.

L'Offre revêt un caractère obligatoire conformément à l'article L. 433-3, I du Code monétaire et financier et à l'article 234-2 du RGAMF.

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, telle que décrite dans le Projet de Note d'Information.

¹⁷ Communiqué de la Société du 17 juillet 2025.

¹⁸ Communiqué de la Société du 25 juillet 2025.

¹⁹ Avis de l'AMF du 16 décembre 2025 publié sous la référence 225C2135.

L'Initiateur n'a pas l'intention de mettre en œuvre, à l'issue de l'Offre, une procédure de Retrait Obligatoire prévue par les dispositions de l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du RGAMF, pour les Actions non apportées à l'Offre.

1.4 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

A la date du présent Projet de Note en Réponse, le Concert détient 1 626 962 Actions représentant 1 820 000 droits de vote, soit 28,35% du capital et 28,20% des droits de vote théoriques²⁰ de la Société²¹.

Conformément à l'article 231-6 du RGAMF, l'Offre portera sur la totalité des Actions existantes et non détenues, directement ou indirectement, par le Concert, c'est-à-dire, à la connaissance de la Société, 4 111 337 Actions représentant 4 634 062 droits de vote, soit 71,65% du capital et 71,80% des droits de vote de la Société.

A la date du présent Projet de Note en Réponse, hormis les Actions, il n'existe pas de titre de capital ou d'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. CONCLUSION DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le rapport de l'Expert Indépendant (le « **Rapport de l'Expert Indépendant** ») a été remis dans sa version définitive, le 15 décembre 2025. Il est intégralement reproduit en Annexe 1 du présent Projet de Note en Réponse.

La conclusion du Rapport de l'Expert Indépendant est ainsi rédigée :

« À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, et dans le contexte de l'Offre, nous sommes d'avis que le Prix de l'Offre de 1,50 € n'est pas équitable d'un point de vue financier pour les Actionnaires apportant leurs titres à l'Offre. »

Par ailleurs, en raison du dépôt du Projet d'Offre Modifié par l'Initiateur, un addendum a été établi par l'Expert Indépendant, dans la continuité de sa mission d'expertise financière indépendante (l'« **Addendum** »). L'Addendum est intégralement reproduit en Annexe 2 du présent Projet de Note en Réponse. Sa conclusion, qui ne diffère pas de celle du Rapport de l'Expert Indépendant, est ainsi rédigée :

« À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, et dans le contexte de l'Offre, nous sommes d'avis que le Prix de l'Offre de 1,50 € n'est pas équitable d'un point de vue financier pour les Actionnaires apportant leurs titres à l'Offre. »

3. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Conformément aux dispositions de l'article 231-19, 4° du RGAMF, le Conseil d'administration de la Société, a examiné le Projet d'Offre initialement déposé lors de sa réunion du 15 décembre 2025 puis, le 16 juin 2026, le Projet d'Offre Modifié, en vue de rendre un avis motivé.

3.1 Avis motivé du Conseil d'administration sur le projet d'Offre du 15 décembre 2025

Le Conseil d'administration de la Société composé de l'ensemble de ses quatre membres participant par des moyens de télécommunications, a examiné, le 15 décembre 2025, le Projet d'Offre tel que déposé le 1^{er} juillet 2025.

²⁰ En application de l'arrêt de la Cour d'Appel de Paris 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.

²¹ Sur la base d'un capital composé de 5 738 299 actions représentant 6 454 062 droits de vote théoriques au 31 mai 2026 au sens de l'article 223-11 du RGAMF.

Les administrateurs ont préalablement pris connaissance des différents documents qui leur ont été remis et présentés oralement, dont notamment :

- le Rapport de l'Expert Indépendant remis le 15 décembre 2025 ;
- le Projet de Note d'Information de l'Initiateur incluant le Prix de l'Offre de 1,50 euro, ainsi que les motifs et le contexte du Projet d'Offre, les intentions de l'Initiateur pour les douze prochains mois, ses intentions en matière de Retrait Obligatoire et les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre établis par l'Etablissement Présentateur ;
- un Projet de Note en Réponse en vue de son dépôt auprès de l'AMF, incluant le Rapport de l'Expert Indépendant.

Le Conseil d'administration a constaté à l'unanimité que :

- l'Offre, qui a un caractère obligatoire, s'inscrit dans le cadre d'un contentieux opposant EEM à son principal actionnaire, M. Valéry Le Helloco et les sociétés qu'il contrôle, relatif à un dépassement, à plusieurs reprises, du seuil de 30% des droits de vote étant précisé que ces personnes ont tenté d'échapper à leurs obligations ;
- le Projet d'Offre a finalement été déposé le 1^{er} juillet 2025 consécutivement à une injonction de l'AMF. A cet égard, lors des débats tenus devant M^{me} la Présidente de la chambre 5-15 de la Cour d'Appel de Paris (RG 24/17553) sur la demande de sursis à exécution relative à la décision de l'AMF du 14 octobre 2025, M. Valéry Le Helloco a invoqué, pour justifier l'existence de conséquences manifestement excessives, que s'il ignorait « à ce stade le prix auquel l'offre devrait être faite pour être déclarée conforme par l'AMF mais, sans préjuger de cette question, il sera relevé que sur la base d'un cours de bourse de 3,50 euros au 30 septembre 2024, la capitalisation boursière d'EEM représente près de 20 millions d'euros, soit 14 millions d'euros pour 70% » ;
- dans les comptes de la société Degemer Group clôturés au 31 décembre 2023, société contrôlée par M. Valéry Le Helloco et faisant partie du Concert, la participation dans le capital d'EEM est enregistrée pour une valeur comptable de 4 015 133 d'euros, correspondant à une valeur par action EEM de 4,60 euros. Il est précisé dans l'annexe aux comptes que : « L'actionnaire majoritaire de la société DEGEMER GROUP a confirmé son intérêt pour reprendre la position détenue chez « EAUX ET ELECTRICITÉ DE MADAGASCAR » pour la somme de 4.015.133 euros pour les 872.987 titres détenus, c'est-à-dire pour la valeur comptable. En conséquence, la société a décidé de ne pas procéder à une dépréciation des titres au bilan du 31/12/2023. ». Ces comptes approuvés par l'assemblée générale de Degemer Group du 28 juin 2024 et déposés au greffe du tribunal des activités économiques (« TAE ») de Saint-Brieuc, le 26 mai 2025 sont à ce jour, les derniers comptes rendus publics par l'un des membres du Concert. Ils actent d'un engagement de M. Valéry Le Helloco de racheter les actions EEM à un prix unitaire de 4,60 euros et ce préalablement à la demande de l'AMF de déposer un projet d'offre publique obligatoire sur les actions EEM par M Valéry Le Helloco. Sur ce point, le Rapport de l'Expert Indépendant observe qu' « à défaut d'avoir pu disposer des comptes à la date la plus récente des sociétés membres du Concert, nous ne sommes pas en mesure d'apprécier le Prix de l'Offre par rapport à la valeur de l'Action dans leurs livres » ;
- en cas de réussite de son Offre, l'Initiateur a notamment l'intention de procéder à la liquidation des actifs du groupe comme indiqué à la Section 1.2.1 de son Projet de Note d'Information (« Intentions relatives à la politique industrielle, commerciale et financière »). EEM souligne une contradiction apparente avec le fait que l'Initiateur affirme ne pas avoir l'intention « de modifier la stratégie et le modèle opérationnel de la Société à raison de l'Offre » ainsi qu'il est mentionné à la Section 1.2.6 de son Projet de Note d'Information (« Synergies et gains économiques»), qui ne consiste pas à liquider l'ensemble de ses actifs dans les douze mois à venir. EEM relève également que l'Expert Indépendant aboutit à une valorisation de la Société par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie, c'est-à-dire dans un cadre de continuité d'exploitation, de 3,19 euros par action EEM en valeur centrale qui est supérieure à la valorisation de la Société de 1,06 euro par action EEM par la méthode de l'actif net réévalué sur une base liquidative (en valeur centrale). Par ailleurs, EEM s'interroge sur la capacité de l'Initiateur à mettre en place une stratégie de liquidation des actifs cambodgiens de la Société au mieux des intérêts des actionnaires d'EEM compte tenu de deux

condamnations pénales de M. Valéry Le Helloco au Cambodge quand il était président directeur général d'EEM ;

- l'Initiateur affirme que son Projet d'Offre a pour objectif d'assurer une liquidité à des conditions financières équitables et attractives ;
- dès sa désignation, l'Expert Indépendant, a reçu, plusieurs courriers émanant d'actionnaires minoritaires contestant vigoureusement le Prix de l'Offre de 1,50 euro ;
- à l'issue de ses travaux, l'Expert Indépendant a en outre conclu au caractère inéquitable du Prix de l'Offre (« À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, et dans le contexte de l'Offre, nous sommes d'avis que le Prix de l'Offre de 1,50 € n'est pas équitable d'un point de vue financier pour les Actionnaires apportant leurs titres à l'Offre. »).

Dans ce contexte, le Conseil d'administration, après avoir pris connaissance du Projet de Note d'Information et notamment des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre établis par Invest Securities en sa qualité d'Etablissement Présentateur ainsi que du Rapport de l'Expert Indépendant, considère que :

- le Prix de l'Offre, de 1,50 euro, est très nettement inférieur à l'actif net comptable part du groupe (« **ANC** ») au 31 décembre 2024 (de 1,89 euro) et au 30 juin 2025 (de 2,21 euros), selon une décote respective de l'ordre de 21% et 32%. La méthodologie d'évaluation utilisée par l'Etablissement Présentateur dans le Projet d'Offre est à ce titre contestable car la référence à l'ANC, qui constitue un repère minimal (comptes établis selon le principe de prudence), n'a pas été retenue et n'est présentée qu'à titre indicatif dans le Projet de Note d'Information ;
- l'ANC retenu à titre indicatif dans le Projet d'Offre étant celui constaté au 31 décembre 2024, il néglige ainsi la reprise de provisions de près de 3,5 millions d'euros consécutive à la décision de l'administration cambodgienne d'amnistie fiscale de VAK. Il s'agit d'un élément comptable pourtant particulièrement structurant, car il a concouru à une augmentation de l'ANC de 0,60 euro par action au 30 juin 2025, avant prise en compte de la perte d'exploitation semestrielle ;
- le Prix de l'Offre fait ressortir une décote significative de 58% sur le cours de bourse clôture de l'action EEM (de 3,56 euros) au jour de l'annonce du Projet d'Offre, le 16 mai 2025. Cet écart est aussi important par rapport au cours moyen pondéré par les volumes (« **CMP** ») sur le dernier mois avant l'annonce du Projet d'Offre, ainsi que sur les trois, six et douze mois qui ont précédé son annonce (décote stable située entre 57% et 59% sur cette période). A ce titre, contrairement à ce qu'indique le Projet d'Offre pour disqualifier toute référence au cours de bourse, la liquidité des actions EEM ne saurait être qualifiée de « *quasi-inexistante* », car les montants quotidiens des échanges du 1^{er} janvier 2023 au 30 juin 2025, s'établissent à 1 897 euros (2023), 3 291 euros (2024) et 2 792 euros (2025). En outre, le nombre de jours effectifs de cotation est en progression constante, passant de 58% à 76% sur cette période. L'absence de mise en place d'un contrat de liquidité par la Société, rend ainsi d'autant plus pertinent les volumes et les niveaux d'échanges sur le cours des actions EEM qui ne dépendent ainsi que du flottant ;
- depuis la reprise de cotation en décembre 2022 consécutive à l'adoption du plan de sauvegarde et à la publication du rapport financier semestriel 2022, le cours de bourse a, pour l'essentiel, évolué dans une fourchette comprise entre 2,72 euros et 3,50 euros, sans évolution erratique. Le cours a connu un point bas à 2,48 euros durant l'été 2023 avant de revenir rapidement au seuil de 3 euros par action. Le cours s'est apprécié dans la perspective du Projet d'Offre jusqu'à 4,44 euros avant de revenir vers le seuil de 3,50 euros. Cette remarquable stabilité du cours de bourse sur une aussi longue période témoigne plutôt d'un consensus du marché autour d'une valeur par action supérieure à 3 euros. Il est plus particulièrement à noter que, le cours de bourse s'est toujours maintenu significativement au-dessus du Prix de l'Offre de 1,50 euro au cours de ces trois dernières années. Le cours de bourse a, en outre, pris une trajectoire ascendante à compter du rejet de la demande de sursis à exécution de M. Valéry Le Helloco, le 11 décembre 2024, le marché anticipant alors le dépôt d'un Projet d'offre publique à un prix d'environ 4 euros (plus haut début février 2025 à 4,44 euros) ;

- la méthodologie d'évaluation de l'ANR de l'Etablissement Présentateur, visant à évaluer les capitaux propres de chaque filiale, alors même que sa valorisation est fondée sur les comptes consolidés et sociaux d'EEM sans avoir une connaissance précise des comptes de chacune des filiales n'est pas conventionnelle et peut aboutir à des erreurs sans retraitement des opérations intragroupe ;
- la valorisation présentée à l'appui du Projet d'Offre n'est pas fondée sur un plan d'affaires en continuité d'activité, tenant compte de charges futures (frais de rénovation pour la réouverture de l'hôtel Victoria Angkor Resort & Spa, frais de structure d'EEM) que le groupe EEM devrait supporter. En totale contradiction avec ce qui précède, les travaux d'évaluation ont opté pour une approche liquidative reposant sur la cession des actifs dont l'hôtel Victoria Angkor Resort & Spa à Siem Reap, près du site touristique d'Angkor Vat au Cambodge. Or, la trésorerie d'EEM lui permettrait désormais de lancer les travaux de rénovation avec, si nécessaire, le soutien de partenaires locaux (étant précisé que le déploiement de cette stratégie visant à exploiter cet actif hôtelier suppose l'absence de changement majeur de l'environnement juridique, économique et politique impactant le groupe). Cette approche liquidative est d'autant plus contestable qu'elle aboutit, après la prise en compte de « capex de rénovation » de 7,08 millions d'euros qui suggère justement une reprise d'activité, à une valeur nulle pour cet actif, ce qui est totalement fantaisiste et contraire au plan d'affaires arrêté par le Conseil d'administration. La valorisation de l'activité hôtelière au Cambodge présentée à l'appui du Projet d'Offre repose sur des multiples boursiers, selon une approche non conventionnelle, consistant en substance à appliquer aux agrégats réalisés par l'hôtel Victoria entre 2012 et 2016 (chiffres d'affaires, EBITDA et EBIT), les multiples 2024 et les estimations pour 2025-2026 de grands groupes hôteliers internationaux. Cette analyse est fondée sur des résultats anciens (2012-2016) et ne tient pas compte de l'inflation au Cambodge, ni de l'évolution de la parité euro/dollar, ni d'un effet mix-prix positif lié à la rénovation de l'hôtel alors même que curieusement, les coûts relatifs à ces travaux de réouverture sont défalqués dans la valorisation réalisée par l'Etablissement Présentateur en vue de minorer les résultats obtenus. Au surplus, en cas de vente de l'actif hôtelier à un tiers, celle-ci se ferait sur la base d'une valorisation de cet actif fondée sur un plan d'affaires retenant pour hypothèse sa mise en exploitation ;
- l'estimation de VAK par l'Etablissement Présentateur ressort à une valeur négative après prise en compte de charges de rénovation de 7,1 millions d'euros, ce qui n'est en rien conforté par les deux expertises immobilières réalisées en juin 2025 à la demande de la Société. Dans la perspective de l'Offre, la direction d'EEM avait en effet mandaté en juin 2025 le cabinet d'expertise immobilière (Asia Real Estate Cambodia (« **ARC** ») pour réaliser des valorisations des actifs immobiliers cambodgiens (bâti de l'hôtel Victoria appartenant à VAK, terrain sur lequel se trouve l'hôtel appartenant à VAE). ARC valorise l'hôtel sur la base de transactions en cours ou réalisées pour des établissements comparables. Il aboutit à une valeur globale d'environ 17,9 millions de dollars (environ 14,6 millions de dollars pour le terrain et 3,2 millions de dollars pour le bâti de l'hôtel), soit environ 15,2 millions d'euros avant prise en compte des intérêts minoritaires ;
- dans le Projet de Note d'Information, l'Etablissement Présentateur et Garant indique que la valeur de VAK est aujourd'hui nulle dans les comptes consolidés d'EEM, comme dans les comptes sociaux à fin 2024. alors que dans les comptes consolidés 2024 d'EEM utilisés par l'Etablissement Présentateur et Garant, il est indiqué que la valeur des actifs cambodgiens au 31 décembre 2024 est de 7 320 000 dollars, prenant en compte 3 272 000 dollars pour les constructions, 5 556 000 dollars de valeur nette d'amortissements et de dépréciation pour le droit de bail et un passif d'impôt différé de 1 509 000 dollars ;

- les coûts de holding retenus dans le cadre des travaux d'évaluation pour un montant de 6,9 millions d'euros en valeur centrale, correspondent à l'actualisation sur la période 2025-2028 des coûts de structure les plus élevés observés entre 2020 et 2024, soit 2,5 millions d'euros par an selon l'estimation de l'Etablissement Présentateur. Ils conduisent à une décote de holding anormalement élevée de près de 53%. Ces coûts de structure adoptés par l'Etablissement Présentateur sont essentiellement constitués de charges externes (comptables et frais juridiques) exceptionnelles consécutives à diverses opérations de cession passées (participation au capital de Gascogne, actifs immobiliers à Paris et à Lima) et aux travaux de reconsolidation des sociétés VAK, VAE et Lopan qui ne devraient pas être retenues pour la détermination de coûts normatifs sur les années 2025-2028 ;
- l'Initiateur ne saurait, dans le contexte de l'Offre, s'autoriser à défalquer les coûts afférents à l'Offre qui seront supportés par la Société (pour justifier ces coûts de holding, le Projet de Note d'Information mentionne « *que le groupe devra supporter en 2025 les coûts afférents à l'OPA (rémunération de l'expert indépendant et honoraires d'avocats)* »). L'Initiateur n'est pas légitime à les utiliser pour minorer son prix d'Offre dans le cadre d'une opération relevant des dispositions en matière d'offres publiques obligatoires. En outre, la somme annuelle de 2,5 millions d'euros retenue par l'Initiateur inclurait également des frais de conseil et de défense dans le cadre des litiges en cours auxquels la Société est partie. Or, ils n'ont pas à être pris en compte sauf à retenir corrélativement dans le Prix de l'Offre, les sommes susceptibles d'être perçues par la Société à l'occasion de ces litiges nonobstant la stipulation de compléments de prix ;
- le Projet d'Offre ignore en effet les gains potentiels liés à des actions en justice lancées par EEM avant le dépôt de l'Offre, notamment à l'encontre de ses anciens dirigeants successifs, c'est-à-dire MM. François Gontier, Pierre Nollét et Valéry Le Helloco. Pour les deux principales affaires, qui visent MM. François Gontier et Valéry Le Helloco, les sommes réclamées par la Société sont pourtant très conséquentes et se montent respectivement à 8,5 et 10 millions d'euros environ. Si le Projet de Note d'Information mentionne un certain nombre de litiges auxquels le groupe EEM est partie, le Projet d'Offre n'en tire néanmoins pas les conséquences qui s'imposent à défaut de retenir l'impact potentiellement positif de ces procédures en cours dans la valorisation de la Société. Le Projet d'Offre devra pourtant les prendre en compte au travers de compléments de prix conformes aux exigences de l'AMF en ce qui concerne leur calcul et leur durée ;
- enfin, en cas de réussite de son Offre, l'Initiateur pourrait ne pas être mesure de mettre en œuvre sa stratégie pour EEM et ses filiales, en ce qui concerne l'évolution de sa gouvernance et celle de ses activités, dans la mesure où la Cour d'Appel de Paris, par un arrêt en date du 28 mai 2025, l'a privé de la totalité de ses droits de vote pour une durée de cinq (5) ans. Par ailleurs, le Conseil d'administration est défavorable à une prise de contrôle de la Société par M. Valéry Le Helloco conduisant à une reconstitution de la gouvernance d'EEM en sa faveur. En effet, la Société a assigné M. Valéry Le Helloco, son ancien dirigeant de septembre 2017 à février 2020²², ainsi que certaines de ses sociétés, dont l'Initiateur, devant le TAE de Nanterre en vue d'obtenir leur condamnation pour des fautes de gestion. En outre, M. Valéry Le Helloco a fait l'objet de deux condamnations pénales au Cambodge qui risquent de compromettre sa capacité à gérer l'actif hôtelier détenu indirectement par EEM ;
- dans sa synthèse, le Rapport de l'Expert Indépendant constate à l'appui des résultats de son évaluation multicritère que le Prix de l'Offre « *est inférieur aux valeurs de l'Action ressortant de l'ensemble des critères et méthodes d'évaluation* » mis en œuvre. En particulier, selon l'Expert Indépendant, « *le Prix de l'Offre ne rend pas compte de la pleine valeur de l'Action ressortant du Plan d'Affaires qui s'inscrit dans une perspective de continuité d'exploitation et, par conséquent, se différencie de l'approche exclusivement liquidative invoquée par l'Initiateur dans le Projet de Note d'Information* ».

²² M. Valéry Le Helloco a exercé les fonctions de Président-Directeur général d'EEM du 30 septembre 2017 au 4 février 2020.

3.2 Avis motivé du Conseil d'administration sur le projet d'Offre du 16 juin 2026

Le 27 avril 2027, l'Initiateur a décidé de proposer, dans son Projet d'Offre Modifié, le paiement de six Compléments de Prix éventuels, tout en conservant le Prix de l'Offre inchangé à 1,50 euro par action. Dans ce contexte, le Conseil d'administration de la Société, s'est réuni le 16 juin 2026, en présence de trois de ses membres, outre un membre représenté, qui participaient par des moyens de télécommunications, en vue d'examiner les conséquences du dépôt du Projet d'Offre Modifié sur son avis motivé en date du 15 décembre 2025.

L'Expert Indépendant a remis le 16 juin 2026 l'Addendum à la Société, étant précisé qu'un projet finalisé a été remis préalablement à la Société dont les administrateurs ont pu prendre connaissance avant la séance.

Les administrateurs ont également pris connaissance :

- du Projet de Note d'Information de l'Initiateur relatif au Projet d'Offre Modifié, incluant le Prix de l'Offre de 1,50 euro, les termes et conditions des six Compléments de Prix, ainsi que les motifs et le contexte du Projet d'Offre Modifié, les intentions de l'Initiateur pour les douze prochains mois, ses intentions en matière de Retrait Obligatoire et les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre établis par l'Etablissement Présentateur ;
- du présent Projet de Note en Réponse en vue de son dépôt auprès de l'AMF, incluant le Rapport de l'Expert Indépendant et son Addendum.

Sur ces bases, le Conseil d'administration a considéré à l'unanimité que :

- le Prix de l'Offre de 1,50 euro, reste insuffisant. Il est notablement désormais très en deçà de l'ANC - part du groupe - d'EEM qui s'établit au 31 décembre 2025 à 2,35 euros (contre 1,89 euro au 31 décembre 2024 et 2,21 euros au 30 juin 2025). Une décote aussi significative par rapport à l'ANC (de 0,85 euro, soit environ 36%) est nullement justifiée. Si les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre établis par l'Etablissement Présentateur estiment que cet écart avec l'ANC est partiellement compensé par l'attribution d'un droit à un Complément de Prix basé sur l'extraction de valeur du périmètre VAK (Complément de Prix n°6), incluant les sommes susceptibles de provenir du remboursement du compte-courant d'EEM, le traitement de cette décote par un complément de prix incertain, en outre payé par la Société, est extrêmement contestable en son principe ;
- le Conseil d'administration d'EEM a estimé qu'en se plaçant sous l'ANC le Projet d'Offre Modifié n'a pas tenu compte des conséquences favorables pour EEM, en raison de reprises de provisions dans les comptes consolidés d'EEM au 31 décembre 2025, de décisions judiciaires récentes relatives à son principal actif (actif hôtelier) situé au Cambodge :
- la décision de la Cour suprême du Cambodge intervenue le 9 décembre 2025 par laquelle cette dernière a rejeté un pourvoi formé par MM. Pierre Ader et Bernard Gauthier à l'encontre d'un arrêt de la Cour d'appel de Battambang (Cambodge) du 23 octobre 2024²³ laquelle avait déjà rejeté la demande des appelants aux fins de paiement d'un prétendu compte courant d'actionnaire de 2 370 374 dollars (affaire civile n°379 du 22 septembre 2022) ;
- le rejet par le tribunal de première instance de la province de Siem Reap (Cambodge), le 2 octobre 2025, de la demande, introduite en mai 2024 par M. Pierre Ader contre VAK (contrôlée par EEM), à hauteur de 9 236 000 dollars et alléguant des prétendus dividendes impayés²⁴ ;

le rejet par la Cour d'appel de Battambang de la demande de M. Pierre Ader à l'encontre de la société Lopan (contrôlée par EEM) tendant à réclamer, au nom de la société VAE, le remboursement à cette dernière par Lopan de loyers prétendument impayés depuis 2004 avec intérêts à hauteur de 898 744 USD, ainsi que la rétrocession des bâtiments de l'hôtel et des dommages-intérêts à hauteur d'un million USD²⁵ ;

²³ Communiqué de la Société du 9 décembre 2025.

²⁴ Communiqués de la Société du 24 novembre 2025 et du 15 janvier 2026.

²⁵ Communiqué de la Société du 30 mars 2026.

- le Conseil d'administration réaffirme que l'approche liquidative des actifs d'EEM présentée par l'Initiateur n'apparaît pas comme la meilleure option dans l'intérêt des actionnaires minoritaires, comme en atteste la valorisation intrinsèque par actualisation des flux de trésorerie obtenue par l'Expert Indépendant lorsqu'elle est fondée sur un plan d'affaires et, contrairement à l'intention exprimée par l'Initiateur, une continuité de l'activité ;
- le caractère inéquitable du Prix de l'Offre a été confirmé par l'Expert Indépendant dans son Addendum. Les analyses complémentaires figurant dans l'Addendum n'ont pas remis en cause les travaux d'évaluation antérieurs de l'Expert Indépendant, ni sa conclusion sur le caractère inéquitable du Prix de l'Offre telle qu'elle figurait déjà dans le Rapport de l'Expert Indépendant. Ce caractère inéquitable du Prix de l'Offre, malgré l'attribution de six Compléments de Prix, est attesté par l'Expert Indépendant dans son Addendum dans les termes suivants : « à l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, et dans le contexte de l'Offre, nous sommes d'avis que le Prix de l'Offre de 1,50 € n'est pas équitable d'un point de vue financier pour les Actionnaires apportant leurs titres à l'Offre ». Elle est strictement identique à celle du Rapport de l'Expert Indépendant ;
- si le Projet d'Offre Modifié propose désormais le paiement de six Compléments de Prix à titre de contrepartie aux actionnaires qui présenteraient leurs Actions à l'Offre, leurs termes et conditions n'en sont pas moins très contestables en ce que :
 - s'agissant des cinq Compléments de Prix dont le paiement est lié aux sommes susceptibles d'être perçues par EEM pendant les 60 prochains mois dans le cadre des contentieux en cours (énumérés de 1 à 5 dans le Projet de Note d'Information), l'Initiateur déclare cependant d'emblée qu'il n'a aucunement l'intention « de poursuivre inutilement ces contentieux en cas d'issue favorable de l'Offre lui permettant de prendre le contrôle des organes de décision de la Société » ;
 - le Conseil d'administration a observé que le désistement de certaines insistances pourrait être potentiellement contraire à l'intérêt de la Société et qu'une telle décision serait susceptible d'engendrer une situation de conflit d'intérêts. Le Conseil d'administration s'est en outre alerté du fait que l'Initiateur pourrait tenter par ce biais d'échapper à l'action sociale en responsabilité pour laquelle il a été assigné, avec les membres du Concert constitué par M. Valéry le Helloco et certaines de ses sociétés, devant le TAE de Nanterre. De surcroît, pour le Conseil d'administration, cette déclaration semble à ce stade essentiellement dictée par la volonté de l'Initiateur de dissuader les actionnaires minoritaires de présenter leurs Actions EEM à l'Offre pour en assurer l'échec et en réduire possiblement le coût ;
 - le Conseil d'administration a noté que l'intention exprimée par l'Initiateur d'abandonner certains contentieux auquel EEM est partie en cas de succès de l'Offre, n'est pas cohérente avec sa situation judiciaire. En effet, si l'Offre est susceptible en théorie, en cas de succès de celle-ci, de permettre à l'Initiateur d'atteindre le seuil de 50% du capital, ses droits de vote ont en revanche été intégralement suspendus pour cinq ans par un arrêt de la Cour d'Appel de Paris du 28 mai 2025. Cette sanction sévère, qui trouve son sens dans la volonté de l'autorité judiciaire de l'empêcher de prendre le contrôle de la Société par l'exercice de ses droits de vote, devrait faire obstacle à ce que l'Initiateur puisse décider du sort de ces contentieux pendant cinq ans. Cette durée étant supérieure ou quasi-identique à celle des Compléments de Prix, il est donc peu probable que l'Initiateur puisse réellement influencer le sort de ces Compléments de Prix par ses décisions ;
 - un des six Compléments de Prix (Complément de Prix n°6) est basé sur « l'extraction de valeur du périmètre VAK » c'est-à-dire, selon le Projet de Note d'Information, sur l'ensemble des flux susceptibles d'être perçus par EEM auprès de sa filiale cambodgienne VAK à l'occasion d'un remboursement des sommes dues par cette dernière à EEM, soit depuis son compte-courant d'associés, soit dans le cadre d'une distribution par VAK (dividende, distribution exceptionnelle etc...), voire dans l'hypothèse de la perception d'un produit de cession totale ou partielle de VAK. Il s'avère inacceptable en son principe car consistant à reléguer dans un des Compléments de Prix, la valeur potentiellement du périmètre VAK (actif hôtelier cambodgien) qui constitue pourtant le principal actif de la Société. En outre, sa durée a été arbitrairement fixée par l'Initiateur à trois ans à compter de la décision de conformité de l'AMF. Cette durée

est très inférieure à celle des autres Compléments de Prix prévus dans le cadre du projet d'Offre (tous de cinq ans). Elle ne trouve pas sa justification dans le plan d'affaires de la Société, ni dans la stratégie que l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre pour les douze mois à venir (sa stratégie se limite en substance « à la liquidation des actifs du Groupe » telle qu'évoquée à la section 1.2.1 du Projet de Note d'Information, sans autre précision). Le recours à un complément de prix n'est en l'espèce, pas nécessaire, ni légitime, car la valorisation de l'actif cambodgien du périmètre VAK est déterminable. Le rapport de l'Expert Indépendant a ainsi fixé la valeur nette fiscale de cet actif à 8,2 millions d'euros, en se fondant notamment sur plusieurs expertises immobilières (Keystone, Asia Real Estate Cambodia et CBRE, ce dernier ayant été mandaté spécialement par l'Expert Indépendant) et intégrée dans le calcul de l'ANR.

- le paiement du principal actif d'EEM par le recours au Complément de Prix n°6 a pour effet de faire perdre mécaniquement aux actionnaires qui présenteraient leurs Actions à l'Offre le bénéfice de la garantie de l'Etablissement Présentateur sur une partie de la contrepartie offerte. Pour rappel, le projet de note d'information de l'Initiateur indique en effet que la garantie de l'Etablissement Présentateur ne couvre pas les Compléments de Prix (« *les Compléments de Prix ne sont pas couverts par la garantie de l'établissement présentateur* »). A cet égard, le Conseil d'administration d'EEM a estimé qu'à tout le moins, l'ensemble des Compléments de Prix devraient être assortis de garanties suffisantes de la part de l'Initiateur, dont elle ignore la situation financière et la solvabilité, en vue d'en assurer le paiement (l'Initiateur et la société Degemer Group avec laquelle il agit de concert, ont déposé leurs comptes fin mai 2025 auprès du TAE de Saint Briec en se plaçant spontanément sous le régime de la confidentialité prévu par l'article L. 232-25 du Code de commerce pour les microentreprises introduit en 2014 et depuis étendu aux petites entreprises) ;
- plus généralement, selon le Projet de Note d'Information, le Conseil d'administration a compris que le paiement des Compléments de Prix, qui devrait en principe incomber à l'Initiateur tenu par l'obligation de faire l'Offre, serait supporté directement par la Société. Le Projet de Note d'Information indique en effet que : « *les sommes éventuelles ayant vocation à être rétrocédées directement par la Société* » (page 6) selon une mécanique qui n'est pas claire, ne permet aux actionnaires de se prononcer en connaissance et contrevient ainsi aux règles de transparence applicables à toute offre publique. Ce mode de financement des Compléments de Prix par la Société visée par l'Offre est, en tout état de cause, inhabituel et en totale contradiction avec l'intérêt social d'EEM dont le Conseil d'administration est le garant. Un tel engagement, en raison de son montant et de sa nature supposerait d'obtenir, pour qu'il soit valable, l'autorisation du Conseil d'administration. En effet, cette promesse dite de porte-fort régie par l'article 1204 du Code civil impliquerait, pour en assurer l'exécution par la Société, une ratification expresse par la Société selon l'article précité. Une telle décision, entraînant une reprise des engagements de l'Initiateur prise dans l'intérêt exclusif de ce dernier et indirectement des membres appartenant au Concert tenu solidairement de faire l'Offre (dont Degemer Group, qui détient plus de 10% du capital social), relèverait de la compétence du Conseil d'administration conformément à la procédure de contrôle de l'article L. 225-38 et suivants du Code de commerce en matière de conventions réglementées. Le Conseil d'administration a souhaité rappeler à cet égard que l'article L. 225-42 du Code de commerce frappe de nullité les conventions conclues sans autorisation préalable du Conseil d'administration si elles ont eu des conséquences dommageables pour la Société et que l'article 1204 du Code civil exposerait l'Initiateur, en tant que promettant, à des dommages-intérêts en l'absence de ratification par la Société qui, celle-ci devant être dictée par l'intérêt social, semble improbable au regard de la composition du Conseil d'administration ;
- le Conseil d'administration a en effet, après en avoir délibéré, refusé à l'unanimité de prendre un tel engagement en faveur de l'Initiateur et des membres du Concert ou de ratifier les engagements qu'il a pris au nom de la Société dans le cadre des Compléments de Prix. Le Conseil d'administration a précisé qu'il est résolument décidé à s'opposer à tout engagement pris par l'Initiateur au nom d'EEM qui serait nuisible à cette dernière ou à ses actionnaires ;
- le Conseil d'administration a considéré qu'un tel engagement pris par la Société de payer directement les Compléments de Prix serait en outre radicalement contraire aux intérêts des actionnaires de la Société. En effet, les actionnaires n'ayant apporté leurs Actions à l'Offre subiraient une dilution de leur quote-part de valeur au sein de la Société totalement injustifiée.

Le Conseil d'administration a tenu à souligner à cette occasion que, de toute évidence, le mécanisme du complément de prix est supposé, par nature, être conçu comme neutre et destiné à rémunérer les seuls actionnaires présentant leurs Actions à l'Offre sans défavoriser les autres actionnaires qui les auraient pas apportées ;

- surtout, le dépôt du Projet d'Offre Modifié, qui s'est inscrit dans le cadre d'une procédure de relèvement de la contrepartie proposée aux actionnaires de la Société, aurait dû prévoir une réelle amélioration des conditions financières du projet d'Offre. Or, dans la mesure où le prix versé par l'Initiateur reste inchangé à 1,50 euro par Action et où les Compléments de Prix sont réglés directement par la Société (leur versement étant au surplus, selon les déclarations de l'Initiateur, très improbable, du fait, notamment, des conditions qu'il a lui-même posé), la contrepartie payée par l'Initiateur est en réalité non modifiée.

3.3 Recommandation sur l'Offre

Après en avoir délibéré, le Conseil d'administration a, à l'unanimité de ses membres, décidé de maintenir son avis défavorable au Projet d'Offre Modifié qu'il considère comme sous-évaluant de toute évidence les actifs de la Société, au mépris des exigences de l'article 234-6 du RGAMF en matière de prix minimal. Pour le Conseil d'administration, le projet d'Offre, assorti des Compléments de Prix dont la régularité est juridiquement contestable et les modalités de paiement préjudiciables à la Société, est dénué d'intérêt pour les actionnaires minoritaires à défaut de leur offrir une véritable liquidité à un prix équitable.

Dès lors, le Conseil d'administration d'EEM ne saurait recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs Actions à l'Offre sur la base de ses conditions financières actuelles.

En outre, dans la mesure où l'Offre présente un caractère obligatoire, le Conseil d'administration d'EEM est d'avis que le prix de l'Offre devra impérativement être relevé à un niveau qui puisse être considéré comme équitable par l'Expert Indépendant et conforme par l'AMF.

3.4 Intention des membres du Conseil d'administration vis-à-vis de l'Offre

Sur la base des conditions financières actuelles du projet d'Offre, les administrateurs, c'est-à-dire M^{me} Hélène Tronconi²⁶, la Financière Eyschen²⁷, représentée par M. Francis Lagarde, M^{me} Hélène Guillerand²⁸ et M. Jamie Wyser-Pratte²⁹, ont fait part de leur intention de ne pas apporter à l'Offre la fraction des Actions de la Société qu'ils détiennent à titre individuel.

4. INFORMATION DES SALARIÉS DE EEM

La Société n'a qu'une seule salariée, qui a été informée du dépôt du projet d'Offre. En raison de ses effectifs, la Société ne dispose pas d'un comité économique et social. Par ailleurs, la Société communiquera la note d'information de l'Initiateur sans délai à son unique salarié au plus tard le troisième jour suivant la décision de conformité de l'AMF emportant visa sur la note d'information.

5. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION DU PROJET D'OFFRE OU DE SON ISSUE

A la date du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue et la Société n'a connaissance d'aucun accord de ce type.

²⁶ M^{me} Hélène Tronconi détient 94 actions EEM à titre individuel.

²⁷ La société Financière Eyschen détient 568 795 actions EEM représentant 581 649 droits de vote soit 9,91% du capital et 9,01% droits de vote, à titre individuel.

²⁸ M^{me} Hélène Guillerand détient 105 actions EEM à titre individuel.

²⁹ M. Jamie Wyser-Pratte détient 932 actions EEM à titre individuel.

6. INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF, la présente section contient les éléments, dont la Société a connaissance, lorsque ceux-ci sont susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique, actualisés à la date du présent Projet de Note en Réponse.

6.1 Structure et répartition du capital de la Société

6.1.1 Répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse

A la date du présent Projet de Note en Réponse, le capital de la Société est composé de 5 738 299 actions représentant 6 454 062 droits de vote théoriques³⁰. Ils sont répartis comme suit :

Actionnaires	Actions	% capital	Droits de vote	% droits de vote
M. Valéry Le Helloco	246 829	4,30 %	310 512	4,81%
Degemer Group SAS	900 087	15,69%	900 087	13,95%
Le Clézio Industries	460 691	8,03%	570 691	8,84%
Financière VLH	19 355	0,34%	38 710	0,60%
Sous-total de M. Valéry Le Helloco	1 626 962	28,35%	1 820 000	28,20%
Algest SE	270 975	4,72%	270 975	4,20%
Financière Eyschen SA	568 795	9,91%	581 649	9,01%
M. Francis Lagarde	612 599	10,68%	1 039 398	16,10%
Sous-total de M. Francis Lagarde	1 452 369	25,31%	1 892 022	29,32%
Euro Arbitrage Fund	520 192	9,07%	520 192	8,06%
Bedford Property	700 252	12,20%	700 252	10,85%
Sous-total de M. Guy Wyser-Pratte	1 220 444	21,27%	1 220 444	18,91%
M. René Brillet	550 863	9,60%	550 863	8,54%
Autres	887 661	15,47%	970 733	15,04%
Total	5 738 299	100,00%	6 454 062	100,00%

A la date du présent Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, aucun autre actionnaire ne détient plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société.

Il n'existe aucun droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

³⁰ C'est-à-dire au sens de l'article 223-11, al. 2 du RGAMF visant l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

6.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

6.2.1 Obligation de déclaration des franchissements de seuils à la Société

En sus du respect de la réglementation relative aux déclarations de franchissement de seuils légaux, aucune disposition statutaire relative à une quelconque obligation de déclaration des franchissements de seuils à la Société n'est applicable.

Pour la détermination des seuils ci-dessus, il est tenu compte également des actions détenues indirectement et des actions assimilées aux actions possédées telles que définies par les dispositions des articles L. 233-9 et suivants du Code de commerce.

6.2.2 Transferts d'actions

Aucune restriction statutaire n'est applicable aux transferts d'actions, celles-ci étant librement négociables, sous réserve des dispositions législatives ou réglementaires en vigueur.

6.2.3 Droits de vote double

En sus des dispositions de l'article L. 255-123 du Code de commerce, l'article 29 des statuts de la Société prévoit qu'un droit de vote double est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire ou de ses ayants-droits.

En outre, en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission, ce droit de vote double est conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire en raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

6.2.4 Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application des dispositions de l'article L. 233-11 du Code de commerce

Néant.

6.2.5 Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres

La Société n'a eu connaissance d'aucune déclaration de franchissement de seuils ou d'opérations sur titres depuis l'annonce du projet d'Offre.

6.2.6 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux autres que le droit de vote double décrit au paragraphe 8.2.3 ci-dessus.

6.2.7 Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

6.2.8 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote

Néant.

6.2.9 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

En vertu de l'article 12 de ses statuts, la Société est administrée par son Conseil d'administration.

Les statuts ne prévoient pas de dispositions différentes de celles prévues par la loi et les règlements concernant la nomination et le remplacement des membres du Conseil d'administration ou la modification des statuts.

6.2.10 Nomination et remplacement des administrateurs

Le nombre des membres du Conseil d'administration fixé par l'article 12 des statuts de la Société. Il doit être de trois au moins et de dix-huit personnes au plus. Les membres du Conseil d'administration sont des personnes physiques, mais peuvent être également des personnes morales. En cas de nomination d'une personne morale, cette dernière est tenue de désigner un représentant permanent qui est soumis aux mêmes conditions et obligations que s'il était administrateur en son nom propre. Ils sont nommés par l'assemblée générale ordinaire pour une durée maximale de trois années.

Le mandat des membres du Conseil d'administration est renouvelable.

Les administrateurs peuvent être révoqués à tout moment par décision de l'assemblée générale ordinaire, même si cette révocation ne figure pas à l'ordre du jour.

Conformément aux dispositions légales, et conformément à l'article 20.1 de ses statuts, la direction générale de la Société est assumée sous sa responsabilité, soit par le président du Conseil d'administration, soit par une autre personne physique nommée par le Conseil d'administration et portant le titre de directeur général.

Le nombre d'administrateurs ayant atteint l'âge de soixante-quinze (75) ans ne peut dépasser le tiers des membres du Conseil d'administration.

6.2.11 Modification des statuts de la Société

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions. Elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'actions régulièrement effectué.

Elle statue à la majorité des deux-tiers (2/3) des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés, y compris les actionnaires ayant voté par correspondance.

6.2.12 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'Actions

6.2.12.1 *Pouvoirs du Conseil d'administration :*

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre, conformément à son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

6.2.12.2 *Délégations et autorisations conférées au Conseil d'administration de la Société par l'assemblée générale :*

A la date du Projet de Note en Réponse, l'assemblée générale des actionnaires de la Société a accordé au Conseil d'administration de la Société les délégations et les autorisations suivantes en matière de rachat ou d'émission d'actions et/ou de titres de créance :

Objet de la délégation ou de l'autorisation	Montant nominal maximal autorisé	Date de l'autorisation	Durée
Rachat d'actions	10% du capital (4,50 euros par Action)	11 juin 2025	18 mois
Réduction de capital par annulation d'Actions auto-détenues	5% du capital par période de 18 mois	11 juin 2025	18 mois

Il est précisé que dans le cadre de l'assemblée générale mixte des actionnaires de la Société convoquée le 22 juin 2026 (l'« **Assemblée Générale Mixte** »), le Conseil d'administration de la Société a inscrit à l'ordre du jour l'adoption des délégations et des autorisations suivantes en matière de rachat ou d'émission d'actions et/ou de titres de créance donnant accès à terme au capital :

Objet de la délégation ou de l'autorisation	Montant nominal maximal autorisé	Date de l'Assemblée Générale Mixte	Durée
Rachat d'Actions (10 ^{ème} résolution)	10% du capital (4,50 euros par action)	22 juin 2026	18 mois
Réduction de capital par annulation d'Actions auto-détenues (11 ^{ème} résolution)	5% du capital par période de 18 mois	22 juin 2026	18 mois
Augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (« DPS ») (12 ^{ème} résolution)	8 millions d'euros (capital et titres de créance)*	22 juin 2026	26 mois
Augmentation de capital avec suppression du DPS par offre au public (13 ^{ème} résolution)	8 millions d'euros (capital et titres de créance)*	22 juin 2026	26 mois
Augmentation de capital avec suppression du DPS par placement privé (14 ^{ème} résolution)	8 millions d'euros (capital et titres de créance)* et 30% du capital par an	22 juin 2026	26 mois
Augmentation de capital avec suppression du DPS au profit de personnes nommément désignées (15 ^{ème} résolution)	8 millions d'euros (capital et titres de créance)* et 30% du capital par an	22 juin 2026	18 mois
Augmentation du nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital (16 ^{ème} résolution)	15% de l'émission initiale*	22 juin 2026	26 mois
Émission d'actions ou valeurs mobilières pour rémunérer des apports en nature (17 ^{ème} résolution)	8 millions d'euros (capital et titres de créance)* et 20% du capital	22 juin 2026	26 mois
Augmentation de capital réservée aux adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise (19 ^{ème} résolution)	3% du capital	22 juin 2026	26 mois

* imputable sur la limitation globale des autorisations et délégations financières conférées au Conseil d'administration prévue par la 18^{ème} résolution de l'Assemblée Générale Mixte, fixée à 8 000 000 d'euros pour les augmentations de capital (montant nominal) et les valeurs mobilières représentatives de créances donnant accès au capital de la Société.

Les 10^{ème} et 11^{ème} résolutions de l'Assemblée Générale Mixte, conférant des autorisations au Conseil d'administration en matière de rachat d'Actions et de réduction de capital, ont vocation à remplacer les résolutions identiques déjà conférées par l'assemblée générale qui s'est tenue le 11 juin 2025.

Selon les termes des 12^{ème} à 17^{ème} résolutions de l'Assemblée Générale Mixte, le Conseil d'Administration pourra faire usage des délégations à tout moment, sauf en période d'offre publique sur les titres de la Société et ce, jusqu'à la fin de la période d'offre publique. Elles ne pourront donc pas être mises en œuvre par le Conseil d'administration dans le cadre de la présente Offre.

Par ailleurs, le Conseil d'administration a soumis à l'Assemblée Générale Mixte un projet de résolution (18^{ème} résolution) dont il n'a pas soutenu l'adoption, en vue de lui conférer la compétence à l'effet d'augmenter le capital ou de céder des Actions détenues en propre, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, en faveur d'adhérents à un plan d'épargne d'entreprise. La présentation de cette résolution est une obligation imposée par l'article L. 225-129-6 du Code de commerce.

6.2.13 Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle

Néant.

6.2.14 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration, les dirigeants ou les principaux salariés de la Société en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Néant.

7. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société requises en application de l'article 231-28 du RGAMF seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Elles seront disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.eem-group.com) au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais auprès de la Société.

8. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

« A ma connaissance, les données du présent Projet de Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Madame Hélène Tronconi
Présidente-Directrice générale d'EEM

Le projet d'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

Annexe 1 - Rapport de l'Expert Indépendant



Ledouble

ÉLECTRICITÉ ET EAUX DE MADAGASCAR

Spaces Les Halles
40, rue du Louvre
75001 Paris

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail info@ledouble.fr

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes

Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris

Société par actions simplifiée au capital de 438 360 €

RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



SOMMAIRE

1.	INTRODUCTION	6
1.1.	Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble	7
1.2.	Indépendance et compétence de Ledouble	8
1.3.	Diligences effectuées	8
1.4.	Affirmations obtenues et limites de la Mission	10
1.5.	Plan du Rapport	10
1.6.	Conventions de présentation	11
2.	PRÉSENTATION DE L'OFFRE	12
2.1.	Sociétés prenant part à l'Offre	12
2.2.	Contexte et termes de l'Offre	12
2.3.	Périmètre de l'Offre	14
2.4.	Financement de l'Offre	15
2.5.	Intentions de l'Initiateur	15
2.6.	Synergies	15
2.7.	Accords et Opérations Connexes	15
3.	PRÉSENTATION DU GROUPE	16
3.1.	Présentation d'EEM	16
3.2.	Environnement et tendances du marché du tourisme et de l'hôtellerie au Cambodge	20
3.3.	Présentation des litiges et procédures dans lesquels la Société est engagée	23
3.4.	Analyse historique de la performance du Groupe	27
3.5.	Synthèse	37
4.	ÉVALUATION MULTICRITÈRE	38
4.1.	Données structurantes de l'Évaluation Multicritère	38
4.2.	Critères et méthodes d'évaluation écartés	42
4.3.	Critères d'évaluation retenus	43
4.4.	Méthodes d'évaluation retenues	48
4.5.	Synthèse de l'Évaluation Multicritère	60

<u>5.</u>	<u>ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR</u>	<u>62</u>
5.1.	Critères et méthodes d'évaluation retenus	62
5.2.	Références boursières	62
5.3.	Actif Net Comptable	63
5.4.	Valorisation patrimoniale (ANR)	63
5.5.	Synthèse	66
<u>6.</u>	<u>COMPLÉMENTS DE PRIX DEMANDÉS PAR EEM</u>	<u>67</u>
6.1.	Contentieux relatif à la SCCV du Hameau du Val Thaurin	68
6.2.	Contentieux pour abus de confiance concernant M. François Gontier	68
6.3.	Contentieux concernant la détention de 51% du capital de VAE par deux Nominees	69
6.4.	Contentieux relatif à deux astreintes concernant M. François Gontier	70
6.5.	Contentieux sur l'attribution par EEM d'actions gratuites et d'options de souscription à M. Pierre Nollet	71
6.6.	Action sociale en responsabilité intentée par EEM à l'encontre de M. Valéry Le Helloco et consorts dans le recours à une administration provisoire puis à une procédure de sauvegarde	73
<u>7.</u>	<u>OBSERVATIONS FORMULÉES PAR DES ACTIONNAIRES</u>	<u>74</u>
7.1.	Sous-évaluation par le Prix de l'Offre de la valeur réelle d'EEM	74
7.2.	Référence au prix de revient des membres du Concert	76
7.3.	Réponse aux arguments techniques de l'Initiateur	77
<u>8.</u>	<u>SYNTHÈSE</u>	<u>83</u>
<u>9.</u>	<u>CONCLUSION</u>	<u>84</u>
	<u>ANNEXES</u>	<u>85</u>

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

Accords et Opérations Connexes	Accords et/ou opérations connexes à l'Offre
Action(s) / Actionnaire(s)	Action(s) de la Société / Actionnaire(s) de la Société
AMF	Autorité des Marchés Financiers
ANC / ANR	Actif Net Comptable / Actif Net Réévalué
Attestation d'Équité	Conclusion du Rapport
BFR	Besoin en Fonds de Roulement
bp	Point(s) de base
CA	Chiffre d'affaires
CAC	Commissaire aux comptes
CMPV	Cours Moyen Pondéré par les Volumes
CoC	<i>Cost of Capital</i>
Communiqué d'EEM	Communiqué publié par EEM le 17 juillet 2025 ayant pris acte du dépôt du Projet de Note d'Information par l'Initiateur et fait part de la désignation de l'Expert Indépendant
Communiqué de Le Clézio Industrie	Communiqué publié par Le Clézio Industrie le 16 mai 2025, annonçant l'Offre, mis à jour le 26 juin 2025
Concert	Le Clézio Industrie agissant de concert avec M. Valéry Le Helloco, Degemer Group et Financière VLH
Conseil d'Administration	Conseil d'administration de la Société
Conseils	Conseils juridiques (Change et Simon Associés en France, PYT & Associates au Cambodge) et financiers (CIC et Swiss Life Banque Privée) de la Société
Coûts de Structure	Coûts de structure aux bornes du Groupe sur la période S2 2025 à 2035
CPC	SNC Croix des Petits Champs
Date de Référence	16 mai 2025
DCF	<i>Discounted Cash Flow</i>
Degemer Group	Degemer Group SAS
Direction	Management de la Société
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
EEM	Électricité et Eaux de Madagascar SA
Établissement Présentateur	Invest Securities
EV	<i>Enterprise Value</i>
Évaluation Multicritère	Évaluation multicritère du Groupe et de l'Action
Expert-Comptable	OCA
Expert Immobilier	CBRE Valuation, expert immobilier désigné par Ledouble
Expert Indépendant	Ledouble
Financière VLH	Financière VLH SARL
FMI	Fonds monétaire international
Groupe	Société et ses filiales
Hôtel	Victoria Angkor Resort & Spa situé à Siem Reap (Cambodge)
IDA / IDP	Impôt différé actif / Impôt différé passif
IAS	<i>International Accounting Standards</i>

IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
Initiateur	Le Clézio Industrie
IS	Impôt sur les sociétés
Le Clézio Industrie	Le Clézio Industrie SAS
Ledouble	Ledouble SAS
Les Vergers	SARL Les Vergers
M. / Mme	Monsieur / Madame
MEDAF	Modèle d'évaluation des actifs financiers
Mission	Expertise indépendante de Ledouble dans le cadre de l'Offre
Nominees	Nominees locaux détenant ensemble 51% du capital de VAE
OAT	Obligations Assimilables du Trésor
Offre	Offre publique d'achat initiée par Le Clézio Industrie SAS sur les Actions
Offre Réouverte	Éventuelle réouverture de l'Offre conformément à l'article 232-4 du règlement général de l'AMF
Période Explicite	Période de prévisions du Plan d'Affaires (2027 à 2035)
Période d'Extrapolation	Période d'extrapolation du Plan d'Affaires (2036 à 2037)
PIB	Produit Intérieur Brut
Plan d'Affaires	Plan d'affaires aux bornes des activités hôtelières exercées par le Groupe via VAK au Cambodge sur la Période Explicite (2027 à 2035), approuvé par le Conseil d'Administration du 10 novembre 2025
Prix de l'Offre	1,50 € par Action (dividende attaché)
Projet de Note d'Information	Projet de note d'information établi par l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 1 ^{er} juillet 2025
Projet de Note d'Information en Réponse	Projet de note d'information en réponse établi par la Société
RA	Rapport annuel
Rapport	Présent rapport établi par Ledouble
RCS	Registre du commerce et des sociétés
RFS	Rapport financier semestriel
S1 / S2	Premier semestre / Deuxième semestre
SA	Société anonyme
SAIPPPP	Société Anonyme Immobilière Parisienne de la Perle et des Pierres Précieuses
SARL	Société à responsabilité limitée
SAS	Société par actions simplifiée
SCPI	Société civile de placement immobilier
SNC	Société en nom collectif
Société	EEM
Trésorerie Nette Ajustée	Trésorerie nette comptable au 30 juin 2025 ajustée de certains actifs et/ou passifs dont l'impact sur la valeur de l'Action n'est pas directement pris en compte dans le Plan d'Affaires
TUP	Transmission universelle de patrimoine
VAE	Victoria Angkor Estate, société foncière cambodgienne propriétaire du terrain sur lequel est implanté l'Hôtel
VAK	Victoria Angkor, société cambodgienne propriétaire des constructions de l'Hôtel et disposant d'un droit au bail attaché au terrain sur lequel est implanté l'Hôtel

1. Introduction

Dans le cadre d'un projet d'offre publique d'achat (l'« **Offre** ») visant les actions de la société anonyme Électricité et Eaux de Madagascar (« **EEM** » ou la « **Société** ») initiée par la société Le Clézio Industrie SAS contrôlée par M. Valéry Le Helloco (« **Le Clézio Industrie** » ou l'« **Initiateur** ») agissant de concert avec M. Valéry Le Helloco, ainsi qu'avec la société Degemer Group SAS (« **Degemer Group** ») et la société Financière VLH SARL (« **Financière VLH** ») également contrôlées par M. Valéry Le Helloco (ensemble, le « **Concert** »), le conseil d'administration de la Société (le « **Conseil d'Administration** »¹), réuni le 17 juillet 2025, a désigné Ledouble SAS (« **Ledouble** ») en tant qu'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») en charge d'attester le caractère équitable des conditions financières de cette opération.

Le projet d'Offre, qui porte sur les actions de la Société (les « **Actions** » et, unitairement, l'« **Action** ») non encore détenues par le Concert, a été annoncé par Le Clézio Industrie le 16 mai 2025² par voie de communiqué (le « **Communiqué de Le Clézio Industrie** »), mis à jour le 26 juin 2025³.

L'Initiateur a déposé le 1^{er} juillet 2025 son projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information** ») auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), relayé par un communiqué du 2 juillet 2025⁴.

Dans un communiqué de la Société en date du 17 juillet 2025⁵ (le « **Communiqué d'EEM** »), le Conseil d'Administration a :

- pris acte du dépôt du Projet de Note d'Information par l'Initiateur en constatant d'emblée que le Prix de l'Offre de 1,50 € « *est nettement inférieur à l'actif net comptable au 31 décembre 2024 (1,80 €)* », et qu'il affiche une « *décote importante (58%)* » par rapport :
 - au cours de bourse de l'action EEM à la clôture, le jour de l'annonce du projet d'Offre, le 16 mai 2025 (3,56 €) ;
 - au cours moyen pondéré sur le dernier mois, ainsi que sur les 3, 6 et 12 mois qui ont précédé son annonce, avec une « *décote stable située entre 57% et 59% sur cette période* » ;
- « *unanimement, émis des réserves sur le calcul de l'actif net réévalué d'EEM figurant dans le projet de note d'information de l'initiateur (notamment l'absence de prise en compte de l'amnistie fiscale des filiales cambodgiennes comme des actions sociales lancées par EEM à l'encontre de ses anciens dirigeants, la sous-évaluation de l'actif cambodgien et le niveau élevé des coûts de structure retenus), sans préjudice de l'avis motivé qui devra être émis à la suite de la remise du rapport de l'expert indépendant* » ; et

¹ Le Conseil d'Administration est composé de Mme Hélène Tronconi, Présidente du Conseil d'Administration et Directrice générale ; Mme Hélène Guillerand, administratrice indépendante ; M. James Wyser-Pratte, administrateur ; Financière Eyschen représentée par M. Francis Lagarde, administrateur indépendant.

² « Annonce du projet d'offre publique d'achat visant les actions de la société Électricité et Eaux de Madagascar (EEM) ».

³ « Mise à jour concernant le projet d'offre publique d'achat visant les actions de la société Électricité et Eaux de Madagascar (EEM) ».

⁴ « Communiqué relatif au projet d'offre publique d'achat visant les actions de la société EEM initiée par la société Le Clézio Industrie SAS présentée par Invest Securities ».

⁵ « Offre publique d'achat initiée par la SAS Le Clézio Industrie - Désignation d'un expert indépendant par le Conseil d'administration d'EEM ».

- fait part de la désignation de l'Expert Indépendant, qui a été confirmée le [25 juillet 2025](#)⁶ suite à l'absence d'opposition de l'AMF à cette désignation⁷.

La mission d'expertise indépendante confiée présentement à Ledouble (la « **Mission** ») consiste à attester le caractère équitable des conditions financières de l'Offre (l' « **Attestation d'Équité** »), telle que définie aux termes de l'article [262-1](#)⁸ du règlement général de l'AMF, pour les actionnaires d'EEM dont les titres sont visés par l'Offre.

Le prix proposé par l'Initiateur dans le cadre du projet d'Offre, présenté dans le Communiqué de Le Clézio Industrie et confirmé dans le Projet de Note d'Information, s'établit à **1,50 €** par Action, dividende 2024 attaché (le « **Prix de l'Offre** »), étant précisé qu'aux termes du compte rendu de l'assemblée générale mixte des actionnaires d'EEM du [11 juin 2025](#), la Société n'a pas distribué de dividendes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2024.

1.1. Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble

Le présent rapport d'expertise indépendante (le « **Rapport** »), comportant en conclusion l'Attestation d'Équité, est établi en application de l'article [262-1](#) du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°[2006-07](#)⁹ et n°[2006-08](#)¹⁰, ainsi que de la recommandation AMF n°[2006-15](#)¹¹.

À la suite de notre nomination en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration du 17 juillet 2025 (§ 1), la Société nous a adressé une lettre de mission en date du 29 août 2025 rappelant le fondement réglementaire de notre désignation¹².

Cette lettre de mission, figurant en **Annexe 1**, précise que notre désignation dans le cadre de l'Offre entre dans le champ de :

- l'article [261-3](#) du règlement général de l'AMF prévoyant que tout émetteur peut désigner, dans les conditions prévues au III de l'article [261-1](#) de ce même règlement, un expert indépendant ;
- l'instruction AMF n°[2006-07](#) ainsi que l'instruction d'application AMF n°[2006-08](#), elle-même complétée de la recommandation AMF n°[2006-15](#).

⁶ « Absence d'opposition de l'AMF sur la désignation du cabinet Ledouble en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'offre publique d'achat de la société Le Clézio Industrie ».

⁷ Conformément à l'article [261-1-1](#) du règlement général de l'AMF, la Société n'ayant pas été en mesure de constituer le comité ad hoc mentionné au III de l'article [261-1](#) dudit règlement.

⁸ Extrait de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF :

« I. - L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance mentionnée au II de l'article [261-4](#), une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité. Aucune autre forme d'opinion ne peut être qualifiée d'attestation d'équité. [...] ».

⁹ « Offres publiques d'acquisition ».

¹⁰ « Expertise indépendante ».

¹¹ « Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières ».

¹² En application de l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#) ; il n'y a pas en l'espèce de conflit d'intérêt, la désignation de Ledouble relevant de l'article [261-3](#) du règlement général de l'AMF.

1.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant de la Société, de l'Initiateur, ainsi que des conseils juridiques¹³ et financiers¹⁴ de la Société (les « **Conseils** ») et de l'établissement présentateur de l'Offre¹⁵, garant des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre (l'« **Établissement Présentateur** »).

Nous confirmons notre indépendance conformément aux dispositions de l'article [261-4](#) du règlement général de l'AMF, et attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes morales et physiques impliquées dans l'Offre, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans l'exercice de la Mission.

En particulier :

- nous n'intervenons pas de manière répétée avec l'Établissement Présentateur¹⁶ ;
- nous ne nous trouvons dans aucun des cas de conflits d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#).

Nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Nous disposons par ailleurs des moyens humains et matériels nécessaires à sa réalisation. Les compétences de l'équipe qui a réalisé la Mission sont mentionnées en **Annexe 6**.

Conformément à l'instruction AMF n°[2006-08](#), une revue de la qualité des travaux effectués et du Rapport a été assurée par un associé de Ledouble n'ayant pas directement participé à la Mission ; la description de son rôle et des diligences effectuées figure en **Annexe 8**.

1.3. Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles [262-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°[2006-07](#) et n°[2006-08](#), et de la recommandation AMF n°[2006-15](#) (§ 1.1).

Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **Annexe 2** et le calendrier d'intervention en **Annexe 3**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **Annexe 5**.

Pour l'essentiel, nos diligences ont consisté en la prise de connaissance de l'historique et des particularités de la Société et ses filiales (ensemble le « **Groupe** »), du contexte spécifique de l'Offre et de son corpus juridique, et *in fine* en une valorisation multicritère du Groupe et de l'Action (l'« **Évaluation Multicritère** ») ainsi qu'en une analyse du Prix de l'Offre par rapport aux résultats de cette évaluation.

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux contacts et réunions que nous avons eus avec le management de la Société (la « **Direction** »), l'expert-comptable d'EEM (l'« **Expert-Comptable** ») et les Conseils, les membres du Conseil d'Administration, ainsi que les représentants de l'Établissement Présentateur et l'Initiateur, ont porté notamment sur :

¹³ Change et Simon Associés (en France), PYT & Associates (au Cambodge).

¹⁴ CIC et Swiss Life Banque Privée.

¹⁵ Invest Securities.

¹⁶ Les expertises indépendantes publiques que nous avons réalisées sont recensées avec le nom des établissements présentateurs en **Annexe 7**.

- l'exploitation des informations publiques et réglementées et de la documentation complémentaire, de nature juridique, fiscale, comptable et financière, concernant les sociétés composant le Groupe, utile à nos travaux, au titre des derniers exercices clos ainsi que du premier semestre 2025 ;
- l'examen des communiqués de la Société ainsi que la revue des délibérations du Conseil d'Administration et des décisions prises en assemblée générale antérieurement au projet d'Offre ;
- l'examen des litiges et procédures dans lesquels la Société et ses filiales sont exposées en demande ou en défense, afin d'en mesurer l'incidence financière et d'en apprécier l'impact concernant les compléments de prix¹⁷ demandés par EEM au titre de ces contentieux ;
- l'analyse de l'historique du cours de bourse de l'Action ainsi que des événements pouvant en interpréter l'évolution ;
- l'examen des transactions ayant pu intervenir sur les titres de la Société, notamment celles opérées par l'Initiateur et les autres membres du Concert ;
- la revue des manifestations d'intérêt et/ou offres reçues par la Direction sur des actifs du Groupe ;
- l'Évaluation Multicritère, à l'appui notamment :
 - des expertises immobilières réalisées à la demande de la Direction sur les actifs immobiliers situés au Cambodge et à Paris ;
 - des expertises immobilières indépendantes que nous avons mandatées sur ces mêmes actifs auprès de CBRE Valuation ;
 - d'un plan d'affaires aux bornes des activités hôtelières exercées par le Groupe au Cambodge via VAK (le « **Plan d'Affaires** »), d'une part, et des coûts de structure aux bornes du Groupe (les « **Coûts de Structure** »), d'autre part, qui ont été approuvés par le Conseil d'Administration et soumis à notre examen ;
 - ainsi que d'extractions de nos bases de données financières permettant d'éclairer les modalités financières de l'Offre ;
- la consultation des travaux réalisés par les Conseils dans le cadre de l'Offre ;
- la comparaison entre les travaux d'évaluation menés par l'Établissement Présentateur et l'Évaluation Multicritère ;
- l'examen du Projet de Note d'Information déposé le 1^{er} juillet 2025 auprès de l'AMF et du projet de note d'information en réponse de la Société incluant le présent Rapport (le « **Projet de Note d'Information en Réponse** ») ;
- la prise en compte des observations formulées par des actionnaires de la Société sur les termes de l'Offre.

¹⁷ Au sens de la recommandation AMF n°[2006-15](#), article 3.2.3.

1.4. Affirmations obtenues et limites de la Mission

Nous avons obtenu la confirmation auprès de la Direction de l'ensemble des éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission pour l'établissement du Rapport.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. À cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs étaient fiables et transmises de bonne foi.

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Offre, dont la décision appartient au Conseil d'Administration aux termes de l'avis motivé qu'il rendra sur l'Offre.

L'Expert Indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral du Projet de Note d'Information en Réponse dans lequel est inséré le Rapport, qui seul engage sa responsabilité.

1.5. Plan du Rapport

Nous présentons, ci-après, successivement :

- les parties à l'Offre ainsi que le contexte et les modalités de sa réalisation (§ 2) ;
- l'environnement, les activités et les performances du Groupe (§ 3) ;
- l'Évaluation Multicritère et la synthèse de nos travaux (§ 4) ;
- l'examen des éléments de valorisation de l'Action par l'Établissement Présentateur (§ 5) ;
- l'analyse des compléments de prix demandés par EEM (§ 6) ;
- les observations formulées par des actionnaires de la Société sur les termes de l'Offre (§ 7) ;
- la synthèse de nos diligences (§ 8) ;
- en conclusion, l'Attestation d'Équité (§ 9).

1.6. Conventions de présentation

Les montants présentés dans le Rapport sont exprimés en :

- euros (€) / dollars (\$¹⁸) ;
- milliers d'euros (K€) / milliers de dollars (K\$) ;
- millions d'euros (M€) / millions de dollars (M\$) ;
- milliards de dollars (Md\$).

Les renvois entre parties et chapitres sont matérialisés entre parenthèses par le signe §.

Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

Les liens [hypertexte](#) peuvent être activés dans la version électronique du Rapport.

¹⁸ Pour mémoire, le dollar américain est retenu pour l'établissement des comptes annuels de VAK et VAE.

2. Présentation de l'Offre

2.1. Sociétés prenant part à l'Offre

2.1.1. Cible

EEM est une société anonyme de droit français sise 40, rue du Louvre, à Paris (75001) et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés (RCS) de Paris sous le numéro 602 036 782. Son capital s'établit à 14.345.747,50 € et se compose de 5.738.299 Actions d'une valeur nominale unitaire de 2,5 € (§ 2.3).

Les Actions EEM sont admises aux négociations sur Euronext Paris (compartiment C)¹⁹.

Le capital et les droits de vote de la Société sont détenus par les membres du Concert à proportion respectivement de 28,35% et 28,29% (§ 2.3).

2.1.2. Initiateur

Le Clézio Industrie, contrôlée par M. Valéry Le Helloco, est une société par actions simplifiée de droit français au capital de 6.523.400,00 € sise Le Moulin de Saint Caradec, à Trévé (22600) et immatriculée au RCS de Saint-Brieuc sous le numéro 440 240 638.

Elle exerce une activité de holding et détient des participations dans différentes entreprises, dont une participation dans EEM.

Dans le cadre de l'Offre, elle agit de concert avec :

- M. Valéry Le Helloco ;
- la société Degemer Group²⁰ ;
- la société Financière VLH²¹.

2.2. Contexte et termes de l'Offre

2.2.1. Décision de l'AMF et arrêt de la Cour d'appel de Paris

Comme précisé dans le Communiqué d'EEM du [17 juillet 2025](#), qui fait référence aux communiqués antérieurs de la Société du [29 octobre 2024](#)²², du [11 décembre 2024](#)²³ et du [24 mars 2025](#)²⁴, ainsi que dans le Projet de Note d'Information²⁵, le dépôt de ce dernier s'inscrit

¹⁹ Code ISIN : FR0000035719 ; mnémonique : EEM.

²⁰ Société par actions simplifiée au capital de 128.000 € sise 42, rue de Pontivy, à Loudeac (22600) et immatriculée au RCS de Saint-Brieuc sous le numéro 449 736 370.

²¹ Société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois au capital de 192.500 € sise 42, rue de la Vallée, au Luxembourg (L2661) et immatriculée sous le numéro B 90 555.

²² « Recours de M. Valéry Le Helloco à l'encontre d'une décision de l'AMF lui imposant de déposer une offre publique ».

²³ « Rejet du sursis à exécution de M. Valéry Le Helloco à l'encontre de la décision de l'AMF qui lui a imposé de déposer une offre publique visant les actions EEM ».

²⁴ « Rejet par la Cour d'Appel de Paris du recours déposé par M. Valéry Le Helloco à l'encontre de la décision de l'AMF lui ayant imposé de déposer une offre publique ».

²⁵ Projet de Note d'Information, § 3.1.7 « Point sur les litiges », p. 34.

dans le cadre de la décision de l'AMF du 11 octobre 2024 publiée le [14 octobre 2024](#)²⁶ ayant enjoint à M. Valéry Le Helloco, ainsi qu'à certaines de ses sociétés, dont Le Clézio Industrie, de déposer un projet d'offre publique d'acquisition visant les actions EEM, à la suite de deux franchissements du seuil de 30% des droits de vote de la Société déclarés le [13 août 2024](#), l'un à la hausse intervenu le 31 août 2023, l'autre à la baisse intervenu le 5 août 2024 ; cette décision de l'AMF, confirmée par un arrêt de la Cour d'appel de Paris en date du 20 mars 2025, confère à l'Offre un caractère obligatoire.

Dans un communiqué du [24 mars 2025](#), la Société rappelle en outre qu'elle a, dès 2023, demandé en justice la condamnation de M. Valéry Le Helloco et de ses sociétés au dépôt d'un projet d'offre publique, à la privation de leurs droits de vote et au versement de dommages-intérêts concernant un autre dépassement, par ces mêmes personnes, du seuil de 30% des droits de vote d'EEM entre le 15 juin 2019 et le 13 juin 2023. Comme mentionné dans un communiqué d'EEM du [30 mai 2025](#), ainsi que dans le Projet de Note d'Information²⁷, la Cour d'appel de Paris²⁸, dans un arrêt rendu le 28 mai 2025, a prononcé notamment la privation de la totalité des droits de vote attachés aux Actions détenues par M. Valéry Le Helloco et les sociétés Financière VLH, Degemer Group et Le Clézio Industrie pour une durée de 5 ans à compter du 28 mai 2025.

2.2.2. Seuil de caducité

Eu égard à la détention par les membres du Concert de 28,35% du capital de la Société (§ 2.3) et en application de l'article [231-9](#) I 1^o²⁹ du règlement général de l'AMF, l'Offre sera caduque si, à sa clôture lors de la première période d'Offre (§ 2.2.3), le Concert, directement ou indirectement, ne détient pas un nombre d'Actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote théoriques³⁰ de la Société supérieure à 50%³¹.

2.2.3. Ouverture et réouverture de l'Offre

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale en application des articles [232-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF, et sera ouverte pour une durée d'au moins 25 jours de négociation, sans préjudice de son éventuelle réouverture (l'« **Offre Réouverte** ») dans un délai de dix jours de négociation conformément à l'article [232-4](#)³² du règlement général de l'AMF.

²⁶ La décision de l'AMF du 11 octobre 2024, publiée sous la référence 224C1938, a été relayée le lendemain dans un communiqué d'EEM du [15 octobre 2024](#).

²⁷ Projet de Note d'Information, § 3.1.7 « Point sur les litiges », p. 34.

²⁸ Chambre 5-9 de la Cour d'Appel de Paris.

²⁹ Extrait de l'article 231-9 I 1^o du règlement général de l'AMF : « Toute offre publique réalisée selon la procédure normale visée au chapitre II du présent titre, à la clôture de laquelle l'initiateur, agissant seul ou de concert au sens de l'article [L. 233-10](#) du code de commerce, ne détient pas un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote supérieure à 50% est caduque. [...] ».

³⁰ Conformément à l'article [231-1](#) du règlement général de l'AMF, le nombre de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, en ce comprises celles privées de droits de vote.

³¹ Projet de Note d'Information, § 2.6 « Conditions de l'Offre : Seuil de Caducité », p. 13-14.

³² Extrait de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF : « Sauf si elle ne connaît pas une suite positive, toute offre réalisée selon la procédure normale est réouverte dans les dix jours de négociation suivant la publication du résultat définitif. [...] ».

2.3. Périmètre de l'Offre

EEM est constituée sous la forme d'une société anonyme à conseil d'administration. Les 5.738.299 Actions ordinaires d'une valeur nominale unitaire de 2,50 € en composant le capital sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris (compartiment C)³³.

La répartition du capital et des droits de vote de la Société au 30 novembre 2025 est la suivante³⁴ :

Répartition du capital et des droits de vote de la Société

Actionnaires	Actions	%	Droits de vote	%
M. Valéry Le Helloco	246 829	4,30%	310 512*	4,83%
Degemer Group SAS	900 087	15,69%	900 087*	13,99%
Le Clézio Industrie	460 691	8,03%	570 691*	8,87%
Financière VLH	19 355	0,34%	38 710*	0,60%
Sous-Total M. Valéry Le Helloco	1 626 962	28,35%	1 820 000	28,29%
Algest SE	270 975	4,72%	291 950	4,54%
Financière Eyschen SA	568 795	9,91%	576 751	8,96%
M. Francis Lagarde	612 599	10,68%	982 599	15,27%
Sous-Total M. Francis Lagarde	1 452 369	25,31%	1 851 300	28,77%
Euro Arbitrage Fund	520 192	9,07%	520 192	8,09%
Bedford Property	700 252	12,20%	700 252	10,88%
Sous-Total M. Guy Wyser-Pratte	1 220 444	21,27%	1 220 444	18,97%
Monsieur René Brillet	550 863	9,60%	550 863	8,56%
Autres	887 661	15,47%	991 338	15,41%
Total	5 738 299	100,0%	6 433 945	100,0%

* Pour rappel, aux termes de l'arrêt de la Cour d'Appel de Paris rendu le 28 mai 2025 (§ 2.2.1), les membres du Concert ont été privés de l'intégralité de leurs droits de vote pendant une durée de 5 ans.

Il n'existe à notre connaissance aucun autre titre de capital, ni aucun instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

L'Offre porte par conséquent sur les **4.111.337 Actions**³⁵ existantes et non détenues, directement ou indirectement par le Concert, représentant 71,65% du capital et 71,71% des droits de vote de la Société.

³³ ISIN : FR0000035719, mnémonique : EEM.

³⁴ Projet de Note d'Information en Réponse, § 6.1.1 « Répartition du capital social et des droits de vote de la Société à la date du présent Projet de Note en Réponse », p. 15.

³⁵ Sous-Total M. Francis Lagarde : 1.452.369 Actions + Sous-Total M. Guy Wyser-Pratte : 1.220.444 Actions + M. René Brillet : 550.863 Actions + Autres : 887.661 Actions.

2.4. Financement de l'Offre

Sur la base du Prix de l'Offre de 1,50 € et de son périmètre de 4.111.337 Actions, le montant total maximum devant être payé par l'Initiateur, hors frais et commissions liés à l'Offre, s'établit à 6.167.005,50 €³⁶.

L'Offre sera financée au moyen des fonds disponibles en trésorerie de l'Initiateur³⁷.

2.5. Intentions de l'Initiateur

L'initiateur n'envisage pas de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre pour les Actions non apportées à l'Offre³⁸.

Il a fait part de son intention de procéder à la liquidation des actifs 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'EEM³⁹.

En outre, à la date du dépôt du Projet de Note d'Information, il n'est pas envisagé de procéder à une réorganisation juridique, en ce compris une fusion, entre la Société et l'Initiateur⁴⁰.

2.6. Synergies⁴¹

L'Initiateur n'anticipe pas de synergies significatives de coûts ou de revenus dont la matérialisation serait identifiable ou chiffrable à la date du dépôt du Projet de Note d'Information.

2.7. Accords et Opérations Connexes

Nous n'avons pas identifié de dispositif conclu dans le cadre de l'Offre assimilable à des accords et/ou opérations connexes à l'Offre au sens de l'article [261-1](#) I 2° et 4° du règlement général de l'AMF (les « **Accords et Opérations Connexes** ») ; il n'en est pas fait état dans le Projet de Note d'Information⁴², et il ne nous en a pas été signalé ; à cet égard, le Projet de Note d'Information mentionne l'absence d'engagements d'apport à l'Offre⁴³.

³⁶ Nombre d'Actions visées par l'Offre : 4.111.337 Actions (§ 2.3) x Prix de l'Offre : 1,50 € (§ 1).

³⁷ Projet de Note d'Information, § 2.9.2 « Financement de l'Offre et frais liés à l'Offre », p. 18.

³⁸ Projet de Note d'Information, § 1.2.8 « Intentions en matière de Retrait Obligatoire », p. 11.

³⁹ Projet de Note d'Information, § 1.2.1 « Intentions relatives à la politique industrielle, commerciale et financière », p. 10.

⁴⁰ Projet de Note d'Information, § 1.2.5 « Intentions en matière de réorganisation juridique (en ce compris de fusion) », p. 11.

⁴¹ Projet de Note d'Information, § 1.2.6 « Synergies, gains économiques », p. 11.

⁴² Projet de Note d'Information, § 1.3 « Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre », p. 11.

⁴³ Projet de Note d'Information, § 1.1.3.5 « Engagements d'apport à l'Offre », p. 10.

3. Présentation du Groupe

Nous présentons succinctement l'activité du Groupe (§ 3.1), son environnement (§ 3.2), les litiges et procédures dans lesquels la Société et ses filiales sont engagées (§ 3.3) ainsi que les performances financières historiques et la structure bilancielle du Groupe (§ 3.4).

Les spécificités d'EEM que nous avons recensées permettent d'apprécier les principaux facteurs de risques inhérents au Groupe et à son environnement pris en compte dans l'Évaluation Multicritère (§ 3.5).

3.1. Présentation d'EEM

3.1.1. Historique du Groupe

Créée en 1928 sous le nom d'Électricité et Eaux de Madagascar, la Société assurait jusqu'en 1974 la distribution d'eau et d'électricité dans l'archipel malgache. À la suite de la nationalisation de ses activités par les autorités locales, elle s'est transformée en société de portefeuille, gérant notamment les indemnités de nationalisation. Successivement contrôlée par la Lyonnaise des Eaux puis le Crédit Lyonnais, elle a été reprise en 1993 par un groupe d'investisseurs privés, et a suivi une stratégie d'investissement opportuniste et diversifiée.

Au début des années 2000, EEM oriente ses investissements vers :

- la constitution d'un groupe hôtelier en Asie du Sud-Est (Vietnam et Cambodge), dans le prolongement d'un processus amorcé dès le début des années 1990 ;
- l'acquisition de 30% de Groupe Gascogne en 2003, qui est rapidement devenu son principal actif industriel ;
- plusieurs opérations immobilières, dont l'acquisition d'un immeuble à Paris, situé dans le premier arrondissement au 38, rue Croix des Petits Champs.

Entre 2011 et 2016⁴⁴, le Groupe a cédé l'ensemble de ses actifs hôteliers au Vietnam⁴⁵, tout en étant confronté à une restructuration industrielle profonde liée aux difficultés de Groupe Gascogne :

- contrainte d'apporter des financements additionnels, EEM a vu sa participation dans Gascogne diluée à 17,45% en 2014, dans une restructuration pilotée par un consortium mené par Attis 2 ;
- EEM a progressivement réduit son exposition avec une première cession partielle de sa participation au capital de Gascogne en 2022 (1,7 M€), puis la cession de sa participation résiduelle en 2023 (9,8 M€) marquant sa sortie définitive du capital de Gascogne⁴⁶.

⁴⁴ La Société a été renommée fin 2016 « Viktoria Invest », avant de retrouver son nom d'origine « Électricité et Eaux de Madagascar » par décision de l'assemblée générale du 29 décembre 2018.

⁴⁵ L'actif hôtelier au Vietnam correspondait à un portefeuille de [5 hôtels](#) exploités sous l'enseigne Victoria, dont l'exploitation avait débuté dans les années 1990. En février 2011, EEM a cédé l'ensemble de ses établissements vietnamiens au groupe local Thien Minh pour un montant de 44 M\$, tout en conservant la propriété de l'hôtel Victoria Angkor à Siem Reap dont la gestion a été provisoirement confiée à l'acquéreur.

⁴⁶ En fin d'année 2021, EEM détenait 2.992.524 actions Gascogne. En janvier 2022, la Société a cédé 543.792 actions pour un total de 1,73 M€, soit un prix d'environ 3,19 € par action et, en 2023, a procédé à la cession du solde de ses titres, soit 2.448.729 actions représentant 10,07% du capital, au prix de 4,00 € par action, pour un montant total de 9,80 M€. La cession de la participation détenue par EEM au capital de Gascogne a contribué à l'apurement du passif du plan de sauvegarde évoqué ci-après.

À partir de 2017, la Société traverse une crise de gouvernance⁴⁷ et des difficultés financières, entraînant la perte temporaire de l'actif hôtelier cambodgien⁴⁸, l'ouverture d'une procédure de sauvegarde⁴⁹ et la nomination d'un administrateur judiciaire provisoire. Le Conseil d'Administration a été recomposé en février 2020⁵⁰.

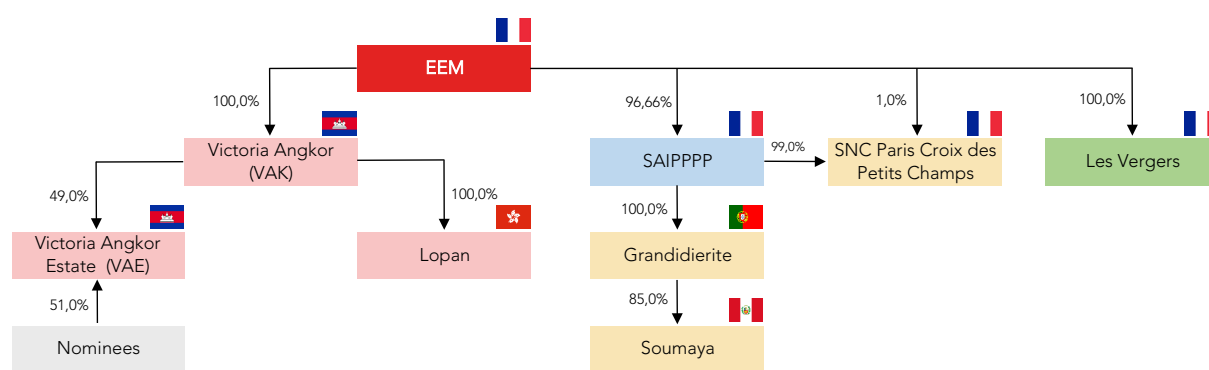
Depuis 2021, EEM a engagé un processus de cession des actifs non stratégiques du Groupe, tout en restant impliquée, ainsi que ses filiales, à la fois en demande et en défense, dans plusieurs litiges et procédures (§ 3.3 et § 6).

Au terme de ce rappel historique, la Société se présente aujourd'hui comme une holding financière, concentrée principalement sur deux pôles d'activité :

- l'hôtellerie via sa participation dans Victoria Angkor⁵¹ (VAK) au Cambodge ;
- l'immobilier, à travers sa filiale cotée SAIPPPP⁵² et ses participations en France et à l'international.

Le portefeuille d'EEM comprend également des actifs résiduels⁵³, tandis que le Groupe dispose d'une importante trésorerie provenant des cessions d'actifs réalisées au cours des dernières années (§ 3.4.2.8).

Organigramme juridique du Groupe



Source : Société

⁴⁷ Cette période a vu se succéder à la direction de la Société M. François Gontier jusqu'à fin 2016, M. Pierre Nollet puis M. Valéry Le Helloco en 2017.

⁴⁸ En janvier 2018, le Groupe a subi une perte brutale de contrôle sur l'hôtel Victoria Angkor au Cambodge, à la suite d'une décision de la Cour Suprême du Cambodge reconnaissant l'ancien dirigeant, en la personne de M. François Gontier, comme unique actionnaire de la filiale locale. Cette situation a conduit à la déconsolidation de la filiale Victoria Angkor (VAK) dans les comptes du Groupe en 2017 avant que le contrôle soit repris le 31 octobre 2023 ; pour mémoire, à cette date, la prise de contrôle a été comptabilisée selon la norme IFRS 3 « Regroupements d'entreprises », et a donné lieu, selon la méthode de l'acquisition, à la comptabilisation initiale des actifs et passifs identifiables de la filiale concernée à leur juste valeur à la date de prise de contrôle.

⁴⁹ À la suite d'une succession de conflits actionnaires et de difficultés opérationnelles, EEM a été placée sous procédure de sauvegarde en avril 2020 par décision du Tribunal de commerce de Paris. Cette procédure, ouverte pour une période d'observation de 6 mois, a été prorogée à plusieurs reprises jusqu'en décembre 2021 sous la supervision d'un administrateur provisoire. Le dénouement de cette phase a abouti, en février 2022, à la clôture de la procédure de sauvegarde, à la reprise de la cotation du titre EEM et à la conservation par le mandataire judiciaire d'une somme s'élevant au 30 juin 2025 à 747 K€ pour garantir le paiement des créances restant litigieuses et les honoraires de la procédure (§ 3.4.2.7).

⁵⁰ Avec la désignation de Mme Hélène Tronconi à la présidence du Conseil d'Administration et la direction générale de la Société (§ 1).

⁵¹ VAK détient 100% du capital de la société Lopan, sise à Hong-Kong, qui possédait à l'origine le droit d'utilisation du terrain sur lequel l'Hôtel est implanté, transféré ultérieurement à VAK.

⁵² Société Anonyme Immobilière Parisienne de la Perle et des Pierres Précieuses.

⁵³ Créances détenues sur la SARL Les Vergers notamment (§ 3.1.2.3).

3.1.2. Actifs détenus par EEM

À la date du présent Rapport, le Groupe détient un portefeuille d'actifs concentré sur les secteurs hôtelier et immobilier, complété par des créances résiduelles.

3.1.2.1. Actif hôtelier au Cambodge

EEM détient l'intégralité du capital de Victoria Angkor (VAK), laquelle détient elle-même 49,0%⁵⁴ de Victoria Angkor Estate (VAE), société foncière propriétaire du terrain sur lequel est implanté le Victoria Angkor Resort & Spa situé à Siem Reap (l'« Hôtel »).

Un bail emphytéotique portant sur le terrain, d'une durée de 70 ans, à échéance au 22 août 2066, lie VAE, en qualité de bailleur, à VAK, en qualité de locataire.

La structure de détention de l'actif immobilier au Cambodge distingue ainsi les constructions et le foncier :

- VAK est propriétaire des constructions de l'Hôtel (§ 4.1.6), et dispose d'un droit au bail attaché au terrain ;
- VAE est propriétaire du terrain (§ 4.1.6).

Le Victoria Angkor Resort & Spa est un établissement hôtelier classé cinq étoiles, spécialisé dans l'hébergement haut de gamme à Siem Reap. Il dispose à l'origine d'une capacité d'accueil de 130 chambres et suites, incluant des infrastructures dédiées au bien-être (spa, piscine, centre de fitness) et à la restauration (restaurant, service en chambre 24h/24h). L'Hôtel, qui avait été rénové en 2016, est situé à proximité immédiate du site touristique d'Angkor et du centre-ville, ce qui en fait un actif stratégique pour une clientèle internationale, tant touristique⁵⁵ que professionnelle.

Fermé depuis la crise sanitaire, l'établissement nécessite d'importants travaux de rénovation avant toute réouverture. Depuis 2022, EEM a engagé des dépenses d'entretien et de remise à niveau afin de préserver la valeur de cet actif⁵⁶ qui constitue aujourd'hui le principal investissement opérationnel du Groupe.

3.1.2.2. Actifs immobiliers

Le Groupe EEM détient 96,66% du capital de SAIPPPP⁵⁷, holding cotée sur Euronext Access⁵⁸, qui, à l'exception de celles situées au Cambodge (§ 3.1.2.1) et de la détention directe dans le capital de la SARL Les Vergers⁵⁹ (§ 3.1.2.3), regroupe ses participations immobilières :

⁵⁴ Le solde du capital est détenu par deux personnes physiques, désignées comme *nominees* locaux (les « **Nominees** »).

⁵⁵ La performance financière dépend principalement de la fréquentation touristique et de la gestion des coûts liés à la maintenance d'un établissement haut de gamme.

⁵⁶ Par ailleurs, VAK et VAE sont parties à plusieurs procédures judiciaires devant les tribunaux cambodgiens, portant notamment sur la validité du bail et la répartition du capital ; ces litiges ralentissent les démarches de reprise opérationnelle de l'Hôtel (§ 3.3).

⁵⁷ Société anonyme sise 40, rue du Louvre à Paris (75001) et immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 308 410 547.

⁵⁸ ISIN : FR0006859039 ; mnémonique : MLIPP.

⁵⁹ Société à responsabilité limitée sise 40, rue du Louvre à Paris (75001) et immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 399 552 272.

- en France, la filiale SNC Paris Croix des Petits Champs⁶⁰ (CPC) détient un bien immobilier destiné à des bureaux⁶¹ d'une surface résiduelle de 155 m² situé 38, rue Croix des Petits Champs à Paris, dans le premier arrondissement. Ce bien, actuellement vacant⁶², doit être transféré à SAIPPPP dans le cadre d'une transmission universelle de patrimoine, ce qui entraînera la dissolution de CPC⁶³ ;
- à l'international, le Groupe détenait, via la société portugaise Grandidierite et sa filiale péruvienne Soumaya (§ 3.1.1), un immeuble de 11.852 m² à Lima, destiné à la location, qui a été cédé en décembre 2024⁶⁴. À l'issue de cette opération, Soumaya ne détient plus d'actifs. Le Conseil d'Administration en date du 24 septembre 2025 a décidé de procéder à la liquidation de ces deux sociétés⁶⁵.

3.1.2.3. Créances résiduelles – Les Vergers

La SARL Les Vergers, détenue à 100% par EEM et sans activité⁶⁶, détient uniquement des créances issues d'anciennes opérations immobilières. Elle a accordé notamment un prêt à la SCCV Hameau du Val Thaurin⁶⁷, placée en liquidation judiciaire en juillet 2023.

Les diverses créances résiduelles liées à l'opération immobilière de la SCI Passages 99, d'un montant de 365 K€, qui avaient été intégralement dépréciées, sont désormais prescrites⁶⁸ et, en conséquence, ne figurent plus dans les comptes consolidés d'EEM au 30 juin 2025⁶⁹.

⁶⁰ Société en nom collectif sise 40, rue du Louvre à Paris (75001) et immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 439 754 730.

⁶¹ L'immeuble parisien a fait l'objet d'une cession partielle en mars 2023, portant sur 80% de sa surface pour un prix de 10,1 M€. L'opération a généré une plus-value de 8,1 M€ avant impôt ; suite à cette opération, EEM a encaissé une somme de 7,7 M€ après déduction de la valeur du rachat du crédit-bail. La Société a reçu en mars 2025 une offre indicative sur la surface résiduelle de 155 m² à destination de bureaux d'environ 2,17 M€, à laquelle elle n'a pas donné suite (RFS 2025, p. 9). Le Conseil d'Administration du 24 septembre 2025 a décidé de rapatrier dans cet immeuble son siège social à compter de 2026 (RFS 2025, p. 4 ; p. 25) ; nous comprenons que cette relocalisation du siège social d'EEM au 38, rue Croix des Petits Champs s'entend à titre temporaire.

⁶² Le locataire est parti mi-novembre 2024, congé lui ayant été donné en contrepartie d'une indemnité d'éviction de 100 K€.

⁶³ Conformément à la décision du Conseil d'Administration du 23 avril 2025, les parts de CPC détenues par EEM sont appelées à être transférées à SAIPPPP déjà actionnaire de CPC à hauteur de 99% (§ 2.1.1). Cette opération s'accompagnerait d'une transmission universelle de patrimoine (« TUP ») au profit de SAIPPPP, entraînant la dissolution de CPC. Sans en remettre en cause le principe, le conseil d'administration de SAIPPPP du 24 septembre 2025 a toutefois pris acte que cette TUP n'était pas prioritaire.

⁶⁴ L'immeuble de Lima a été cédé pour un montant de 3,8 M\$, soit 3,495 M€.

⁶⁵ RFS 2025, p. 4 ; p. 25.

⁶⁶ L'activité de la SARL Les Vergers était initialement celle de marchand de biens.

⁶⁷ Le solde à rembourser s'élève à 595 K€ en capital et à 1.340 K€ en intérêts ; ce prêt est entièrement déprécié dans les livres de la SARL Les Vergers.

⁶⁸ Ces créances provenaient d'anciens litiges avec la société Foch Investissements, propriété de M. François Gontier. La première, d'un montant de 135 K€, liée à un trop-versé constaté dans le cadre de protocoles successifs, était intégralement dépréciée depuis 2017. La seconde, d'un montant de 200 K€, correspondait à une indemnité de rupture de bail réputée versée mais conservée par Foch Investissements, dépréciée depuis 2014 ; un protocole transactionnel homologué en 2024 par le Tribunal de commerce de Nanterre avait ramené cette créance à un montant de 40 K€, qui avait été versé.

⁶⁹ RFS 2025, p. 24.

3.2. Environnement et tendances du marché du tourisme et de l'hôtellerie au Cambodge

3.2.1. Situation économique, politique et institutionnelle

En dépit de son attractivité touristique, le Cambodge présente un profil contrasté, entre une croissance économique soutenue et des fragilités structurelles persistantes.

Sur le plan économique, le pays enregistre depuis plusieurs années un rythme de croissance élevé, atteignant 5% et 6% respectivement en 2023 et 2024, porté principalement par les secteurs du tourisme, de l'agriculture, du textile et de la construction.

Sur le plan politique et institutionnel, il se caractérise de longue date par une forte concentration du pouvoir autour du Parti du Peuple Cambodgien (PPC), au gouvernement depuis plusieurs décennies. Cette stabilité politique apparente liée à un fort degré de centralisation, si elle offre en apparence un cadre prévisible aux investisseurs, présente cependant des limites en termes de gouvernance et de transparence, et masque une fragilité institutionnelle du fait de la faible séparation des pouvoirs et d'une indépendance limitée du système judiciaire⁷⁰.

Les principaux indicateurs de gouvernance publiés par la Banque mondiale placent ainsi le Cambodge parmi les pays d'Asie du Sud-Est les moins performants en matière de règle de droit⁷¹ et de contrôle de la corruption⁷², traduisant une sécurité juridique toute relative et une application parfois discrétionnaire des réglementations :

- le cadre juridique et judiciaire reste marqué par une application inégale des règles officielles et par des incertitudes liées aux droits de propriété et à l'exécution des décisions de justice ;
- plusieurs rapports⁷³ confirment notamment le niveau de corruption élevé, qui peut finalement constituer une contrainte significative pour l'environnement des affaires.

Cette situation se traduit par le classement du pays au 158^{ème} rang sur 180 selon l'indice de perception de la corruption 2024 de *Transparency International*⁷⁴, ainsi que par la notation souveraine B2⁷⁵ attribuée par les agences S&P Global Ratings et Moody's⁷⁶, reflétant une capacité budgétaire modérée et une forte dépendance à l'investissement étranger.

L'ensemble de ces éléments doit être pris en compte dans l'analyse du marché et dans l'évaluation des risques liés aux investissements dans le pays.

⁷⁰ Human Rights Watch, Cambodia: New Prime Minister But No Improvements, [January 2024](#).

⁷¹ The Global Economy, Rule of law, [2023](#).

⁷² The Global Economy, Control of corruption, [2023](#).

⁷³ Notamment *Transparency International*, <https://www.ticambodia.org/>

⁷⁴ Transparency International, « Cambodia, Corruption, perceptions index », [2024](#).

⁷⁵ Niveau hautement spéculatif.

⁷⁶ The Global Economy, Cambodia: Sovereign credit rating, [2024-2025](#).

3.2.2. Marché du tourisme et de l'hôtellerie

À la suite de la pandémie de Covid-19, le ministère du tourisme a mis en place un plan en trois phases « Résilience & Redémarrage, Récupération et Croissance⁷⁷ » pour relancer le secteur touristique cambodgien. Avant la crise sanitaire survenue en 2020, le gouvernement s'était fixé pour objectif ambitieux d'accueillir 25 millions de visiteurs étrangers d'ici 2030, ce qui représentait une croissance annuelle de 12,8% par rapport à 2019. Cet objectif illustre la détermination des autorités à faire du tourisme un moteur majeur de développement économique.

En 2024, le Cambodge a accueilli 6,70 millions⁷⁸ de touristes internationaux, en progression de 22,9% par rapport à 2023. Ce chiffre constitue un nouveau record, dépassant celui atteint en 2019 (6,61 millions). Le tourisme a injecté 3,64⁷⁹ Md\$ dans l'économie du pays en 2024, soit environ 9,4% du PIB, confirmant son rôle structurant dans l'économie nationale. La tendance reste positive au premier semestre 2025 avec 3,4 millions d'arrivées internationales, en hausse de 6,2% par rapport à la même période en 2024.

Siem Reap, région où est implanté l'Hôtel, est avant tout mondialement connue pour les ruines d'Angkor Wat, site inscrit au patrimoine mondial de l'UNESCO, et concentre une part essentielle du tourisme national : elle était la destination de 36% des touristes étrangers en 2019⁸⁰, proportion ramenée à 25,7% en 2024⁸¹. Au premier semestre 2025, les arrivées internationales à l'aéroport de Siem Reap ont progressé de 8,9%⁸² par rapport à 2024, tandis que le tourisme domestique affiche une croissance organique de 66,7%⁸³. Sur la période de janvier à mai 2025, plus de 527.000 billets du parc d'Angkor⁸⁴ ont été vendus, générant 24,6 M\$ de recettes, en hausse de 10,6% par rapport à la même période en 2024 ; cette tendance haussière se confirme sur la période subséquente⁸⁵.

Le parc hôtelier de Siem Reap totalise à fin juin 2025 une capacité de 9.584 chambres⁸⁶, principalement localisées à Svay Dang Kum (51%) et Sla Kram (29%). Le marché est dominé par les hôtels positionnés sur le segment *Upscale* et *Upper Midscale* (65%), suivis par le segment *Luxury & Upper Upscale* (23%) et le segment *Midscale & Economy* (12%). Depuis fin 2023, environ 24% des établissements hôteliers, majoritairement situés sur les segments *Midscale & Economy* et *Luxury*, restent fermés, soit temporairement dans l'attente de travaux de rénovation, soit définitivement, en raison notamment des conséquences financières de la pandémie de Covid-19 (pertes cumulées pendant et après la crise sanitaire) et d'une concurrence accrue sur le marché local (concurrence de nouveaux hôtels de gamme supérieure).

⁷⁷ Ministry of Tourism, « Roadmap for recovery of Cambodia Tourism during and post covid-19 », [2021](#).

⁷⁸ Ministry of Tourism, « Tourism Statistics Report », [June 2025](#), p. 2.

⁷⁹ Ministry of Tourism, « Tourism Statistics Report », [June 2025](#), p. 2.

⁸⁰ Garde, « Cambodia Hospitality Insight », [April 2022](#), p. 5.

⁸¹ Selon le ministère du Tourisme, Siem Reap a accueilli 1.023.688 touristes en 2024, soit environ 25,7% du total des arrivées internationales, qui ont enregistré 3.986.055 touristes. Source : Ministry of Tourism, « Tourism Statistics Report », [December 2024](#).

⁸² 341.167 touristes sur le 1^{er} semestre 2025 contre 313.280 sur le 1^{er} semestre 2024. Source : Knight Frank - Cambodia Real Estate - [H1 2025](#), p. 17.

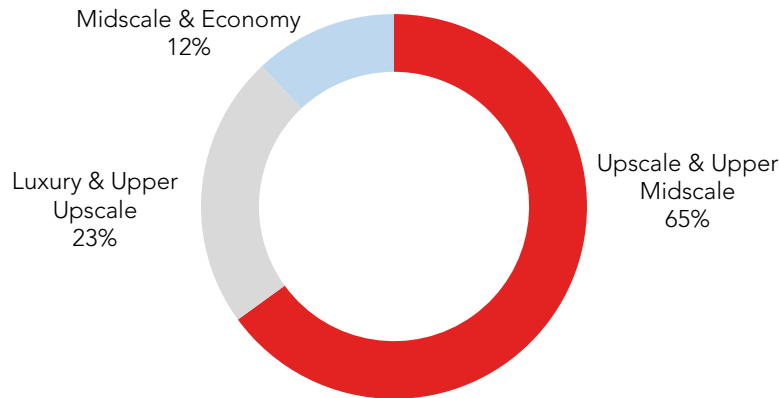
⁸³ 2.325.335 touristes sur le 1^{er} semestre 2025 contre 1.395.100 sur le 1^{er} semestre 2024. Source : Knight Frank - Cambodia Real Estate - [H1 2025](#), p. 17.

⁸⁴ Knight Frank - Cambodia Real Estate - [H1 2025](#), p. 17.

⁸⁵ Près de 731.358 billets ont été vendus au 14 octobre 2025.

⁸⁶ Knight Frank - Cambodia Real Estate - [H1 2025](#), p. 18.

Répartition de l'offre hôtelière par gamme à Siem Reap



Source: Knight Frank - Cambodia Real Estate - H1 2025, p. 18.

Au premier semestre 2025, la hausse des arrivées de touristes étrangers et de la demande intérieure a temporairement soutenu le taux d'occupation global au Cambodge qui ressort à 77,8%⁸⁷, particulièrement sur les segments *Midscale & Economy* et *Upscale & Upper Midscale*. Néanmoins, des pressions baissières apparaissent au second semestre 2025, liées notamment, dans le contexte du différend historique opposant le Cambodge et la Thaïlande sur la délimitation du tracé de leur frontière, à la fermeture de celle-ci jusqu'à fin octobre, et à la récurrence des hostilités entre les deux pays, qui ont récemment ouvertement repris⁸⁸. Pour soutenir la demande, les autorités cambodgiennes ont mis en place plusieurs mesures, parmi lesquelles un nouveau système digitalisé de billetterie pour le parc archéologique d'Angkor et des réductions jusqu'à 16% sur les e-Visas.

Le pipeline hôtelier reste limité, avec seulement quelques projets confirmés : l'[Angsana Siem Reap](#) (158 chambres) attendu pour fin 2025, et le [Parkroyal Siem Reap](#) (131 chambres) prévu en 2027 ; un projet Rosewood a circulé mais n'a pas été confirmé. Ces nouvelles ouvertures, centrées sur le segment luxe, traduisent une orientation vers une clientèle à plus forte valeur.

Dans le domaine du transport aérien, indispensable à l'acheminement de la clientèle internationale, le nouvel aéroport international de Siem Reap – Angkor, déjà opérationnel, et le futur aéroport Techo à Phnom Penh sont appelés à renforcer l'accessibilité et à diversifier les flux de visiteurs.

⁸⁷ Knight Frank - Cambodia Real Estate - [H1 2025](#), p. 18.

⁸⁸ En 2025, le conflit frontalier entre le Cambodge et la Thaïlande a conduit à des affrontements armés, de mai à juillet, provoquant plusieurs victimes et le déplacement de populations. Malgré l'accord sur les termes d'un cessez-le-feu conclu le 7 août 2025, la frontière terrestre entre la Thaïlande et le Cambodge est restée officiellement fermée jusqu'à fin octobre 2025 ; les deux pays ont en effet signé le [26 octobre 2025](#), sous l'égide du Président américain Donald Trump, un accord à Kuala Lumpur (Malaisie), qui marquait une étape officielle vers la fin du conflit et le rétablissement de la paix le long de leur frontière. Le cessez-le-feu n'a cependant pas été respecté, et des « accrochages » ont perduré jusqu'à la reprise, début décembre, des hostilités qui se traduisent par des combats meurtriers et l'évacuation de plusieurs dizaines de milliers de personnes le long de la frontière ; la province de Siem Reap au Cambodge abrite actuellement des réfugiés victimes de ce conflit.

3.3. Présentation des litiges et procédures dans lesquels la Société est engagée

L'Offre s'inscrit dans un contexte particulièrement conflictuel, opposant notamment la Société ou ses filiales, et les personnes en ayant assuré la direction.

Nous avons recensé, ci-après, les principaux litiges et procédures tels que décrits dans le Projet de Note d'Information⁸⁹ ainsi que le rapport annuel 2024⁹⁰ et le rapport financier semestriel 2025⁹¹, en distinguant les cas où la Société ou ses filiales sont défenderesses de ceux qui font l'objet de compléments de prix demandés par EEM dans une lettre adressée le 3 septembre 2025 par l'un des conseils juridiques de la Société à l'AMF et relayés dans le Projet de Note d'Information en Réponse (§ 6).

3.3.1. Litiges et procédures en défense⁹²

3.3.1.1. Contentieux sur l'attribution par EEM d'actions gratuites et d'options à M. Pierre Nollet

La demande par M. Pierre Nollet, ancien dirigeant d'EEM, de réajustement d'actions gratuites et d'options en sa faveur est pendante devant la Cour d'appel de Paris ; à ce titre, une provision de 262 K€ est inscrite dans les livres d'EEM au 30 juin 2025 (§ 3.4.2.11 et § 6.5).

3.3.1.2. Contentieux concernant la détention de 51% du capital de VAE par deux Nominees

EEM poursuit auprès des juridictions cambodgiennes la reprise de contrôle de l'actif foncier détenu par VAE, filiale de VAK, VAE étant détenue, de très longue date, à 51% par deux porteuses de parts locales (§ 3.1.1), auxquelles :

- la Cour Suprême du Cambodge, dans un arrêt en date du 12 avril 2022, a reconnu la qualité d'actionnaires, par référence au libellé des statuts de VAE ;
- la Société reproche d'avoir tenté de céder leurs titres en violation des dispositions statutaires (§ 6.3).

Le délai de recours à la main d'EEM est de 5 ans à compter du prononcé de l'arrêt précité, la Société indiquant à ce stade qu' « une décision de justice en date du 7 février 2023⁹³ protège VAK de tout changement indu au sein de la société VAE⁹⁴. »

⁸⁹ Projet de Note d'Information, « Point sur les litiges », p. 33-36.

Nous comprenons qu'à ce stade le litige relatif à la mise en examen de M. Pierre Ader évoqué dans le Projet de Note d'Information, p. 34, n'emporte pas de conséquences financières ; la Société n'en fait pas état dans ses demandes de compléments de prix (§ 6).

⁹⁰ RA 2024, § 5 – Annexe A. Faits caractéristiques de la période, p. 36-38.

⁹¹ RFS 2025, A.10- Principaux contentieux, p. 10-13 ; § VI. Annexe, p. 19-24.

⁹² Les litiges et procédures en défense sont présentés dans la chronologie du Projet de Note d'Information, p. 33-36.

⁹³ Par référence à une ordonnance de mesures conservatoires du Tribunal de première instance de Siem Reap en date du 7 février 2023.

⁹⁴ RFS 2025, § VI. Annexe, p. 22.

3.3.1.3. Contestation de M. Pierre Ader visant à la résiliation du bail entre VAK et VAE

VAK, du chef de sa filiale Lopan⁹⁵ qui a initialement conclu le bail régissant l'usage du terrain de l'Hôtel, fait l'objet d'une contestation judiciaire devant le Tribunal de Siem Reap de la part de M. Pierre Ader⁹⁶, initiée le 25 août 2021⁹⁷, visant à faire résilier ce bail.

Le Tribunal de Siem Reap a finalement rejeté les demandes de M. Pierre Ader, lequel a interjeté appel le 7 mai 2024. L'appel reste donc en cours⁹⁸.

3.3.1.4. Litige fiscal relatif à VAK

Dans le cadre d'une amnistie fiscale, VAK a reçu le 29 avril 2025, du département de taxes du Cambodge, la notification officielle de l'annulation de taxes réclamées à hauteur de 3.581 K\$.

La provision d'un montant de 3.276 K€ constituée à ce titre a été reprise dans les comptes consolidés du Groupe au 30 juin 2025 (§ 3.4.1.2).

3.3.1.5. Réclamation de dividendes par M. Pierre Ader et M. Bernard Gauthier

En date du 27 mai 2024, M. Pierre Ader et M. Bernard Gauthier ont assigné VAK devant le Tribunal de Siem Reap en réclamation de dividendes non versés sur la période 2004 à 2017 pour un montant de 9.236 K\$⁹⁹, au titre de la détention, par les codemandeurs pris ensemble, de 25% du capital de VAK ; les conclusions en défense des conseils de VAK ont été déposées auprès du Tribunal de Siem Reap le 30 juillet 2024.

Après plusieurs audiences de mise en état, et en l'absence d'éléments de preuve apportés par les plaignants, le Tribunal de Siem Reap leur a accordé le 5 mars 2025 un nouveau report de trois mois aux fins de réunir ce que non encore produit. L'audience de plaidoirie a été fixée le 3 septembre 2025.

Comme annoncé par EEM le [24 novembre 2025](#), le jugement en première instance du Tribunal de Siem Reap rendu le 2 octobre 2025 et communiqué le 21 novembre 2025 ne fait pas droit à la réclamation de M. Pierre Ader et Bernard Gauthier¹⁰⁰.

Aucune provision n'a été constituée par VAK au titre de ce contentieux.

⁹⁵ Le bail emphytéotique d'une durée de 70 ans, à échéance 2066, a été initialement conclu en 1996 entre Lopan et les autorités militaires de Siem Reap (§ 3.1.1 et § 3.1.2.1).

⁹⁶ Représentant personne physique de l'actionnaire personne morale VAK dans VAE et administrateur de VAE, dont la révocation à ce titre est demandée par VAK (§ 3.3.2).

⁹⁷ Ce contentieux a été jugé en première instance par le Tribunal de Siem Reap le 21 septembre 2023.

⁹⁸ La Cour d'appel de Battambang a rejeté l'exception de procédure qui avait été déposée par VAK en raison du paiement hors délai de la taxe d'appel par M. Pierre Ader.

⁹⁹ Soit 7.880 K€ sur la base de la parité €/ \$ au 30 juin 2025 (1,172).

¹⁰⁰ « Jugement du tribunal de Siem Reap rejetant une réclamation contre la société Victoria Angkor Company Limited (VAK) à hauteur de 8 millions d'euros environ ».

3.3.1.6. Salaire impayé réclamé à VAK par M. Borom et remboursement d'un prêt réclamé à VAK par son épouse

M. San Kong Borom a réclamé à VAK, auprès du Ministère du travail de Siem Reap, la somme de 118.000 \$¹⁰¹ au titre de salaires prétendument impayés. Cette réclamation a échoué auprès de l'instance administrative.

En marge de cette réclamation formulée par M. San Kong Borom, Mme Horn Nary, son épouse, a adressé le 4 avril 2025 aux membres du Conseil d'Administration de VAK une réclamation en remboursement d'un prêt d'un montant principal de 480.000 \$ à VAK sous la gestion de M. François Gontier¹⁰² (§ 6.2). Cette réclamation n'a pas obtenu de suite favorable de la part du Conseil d'Administration¹⁰³.

3.3.1.7. Action en remboursement de compte courant par M. Pierre Ader et M. Bernard Gauthier

La société VAK a été actionnée le 6 septembre 2022 par M. Pierre Ader et M. Bernard Gauthier devant le Tribunal de Siem Reap en remboursement d'un prêt en compte courant d'un montant de 2.370.374 \$.

EEM est intervenue dans cette instance en avril 2023 pour défendre ses intérêts. Le jugement par défaut en date du 8 novembre 2023 rejetant cette demande a été confirmé par un jugement en date du 2 mai 2024 suite à l'opposition à ce jugement par défaut formée le 9 janvier 2024 par M. Pierre Ader et M. Bernard Gauthier ; ces derniers ont fait appel le 30 juillet 2024, lequel a été rejeté le 23 octobre 2024 par la Cour d'appel de Battambang qui a maintenu le jugement de première instance du 2 mai 2024. Un appel devant la Cour Suprême du Cambodge a été formé par M. Pierre Ader et M. Bernard Gauthier et déposé le 18 avril 2025 ; la société VAK a quant à elle rendu le 10 juillet 2025 son mémoire en réponse aux motifs d'appel auprès de la Cour Suprême du Cambodge.

Une audience a eu lieu le 2 décembre 2025 ; le jugement de la Cour Suprême du Cambodge a été rendu le 9 décembre 2025.

Comme mentionné dans un communiqué d'EEM en date du 9 décembre 2025¹⁰⁴, la Cour Suprême du Cambodge a maintenu le jugement rendu le 23 octobre 2024 par la Cour d'appel de Battambang.

Nous avons obtenu confirmation que, conformément aux dispositions du droit cambodgien, cet arrêt est définitif et purgé de tout recours.

¹⁰¹ 48.000 \$ au titre d'une demande de versement de salaire (période du 31 octobre 2020 au 30 avril 2024) + 70.000 \$ au titre d'une demande d'allocation annuelle (période du 28 juillet 2016 au 1^{er} décembre 2022).

¹⁰² 300.000 \$ au titre d'un prêt ayant fait l'objet d'un accord de prolongation en date du 1^{er} juin 2020 + 180.000 \$ au titre d'un prêt ayant fait l'objet d'un accord de prolongation en date du 18 janvier 2020 (§ 3.4.2.10).

¹⁰³ Pour mémoire, le complément de prix demandé par la Société dans le cadre d'une action sociale en responsabilité à l'encontre de M. Valéry Le Helloco inclut, entre autres, un montant de 480.000 \$ au titre de prêts souscrits sous la gestion de M. François Gontier (§ 6.6).

¹⁰⁴ « La Cour suprême du Cambodge vient à la date du 9 décembre 2025 de rendre 2 arrêts importants pour les intérêts de la société Electricité et Eaux de Madagascar (EEM) et de ses filiales Victoria Angkor Company Limited (VAK) et Victoria Angkor Estate Co., Ltd (VAE) ».

3.3.1.8. *Plainte pour blanchiment dans le cadre de l'acquisition par Soumaya de l'immeuble à Lima*

Comme mentionné dans un communiqué d'EEM en date du 4 juillet 2025¹⁰⁵, la plainte pour blanchiment dans le cadre de l'acquisition de l'immeuble à Lima détenu par Soumaya, sous-filiale de SAIPPPP (§ 3.1.1), qui avait été réouverte par les autorités péruviennes, a été classée définitivement sans suite le 25 juin 2025 par le Ministère Public de la République du Pérou.

3.3.2. *Litiges et procédures au titre des demandes de compléments de prix*

Les litiges énumérés ci-après, dont certains ont déjà été évoqués en défense (§ 3.3.1), sont exposés dans la partie du Rapport consacrée à notre examen des demandes de compléments de prix formulées par la Société (§ 6) :

- Contentieux relatif à la SCCV du Hameau du Val Thaurin (§ 6.1) ;
- Contentieux pour abus de confiance concernant M. François Gontier (§ 6.2) ;
- Contentieux concernant la détention de 51% du capital de VAE par deux Nominees (§ 3.3.1.2 et § 6.3) ;
- Contentieux relatif à deux astreintes concernant M. François Gontier (§ 6.4) ;
- Contentieux sur l'attribution par EEM d'actions gratuites et d'options de souscription à M. Pierre Nollet (§ 3.3.1.1 et § 6.5) ;
- Action sociale en responsabilité intentée par EEM à l'encontre de M. Valéry Le Helloco et consorts (§ 6.6).

S'y ajoutent :

- d'une part, une action au fond introduite le 14 juin 2023 devant le Tribunal de Siem Reap par VAK concernant VAE aux fins de révocation des mandats de M. Pierre Ader comme représentant personne physique de l'actionnaire personne morale VAK dans la société VAE et comme administrateur de VAE ; M. Pierre Ader serait remplacé par Mme Hélène Tronconi comme nouvelle administratrice et nouvelle représentante de VAK en qualité d'actionnaire à 49% dans VAE ; la procédure a évolué comme suit :
 - à la suite du jugement de première instance du 22 décembre 2023 donnant droit à VAK, M. Pierre Ader a porté l'affaire en appel le 7 mai 2024 ;
 - le 23 octobre 2024, la Cour d'appel de Battambang a rejeté l'appel et maintenu en l'état le jugement rendu le 22 décembre 2023 par le Tribunal de Siem Reap ;

¹⁰⁵ « Confirmation du classement sans suite de la plainte pour blanchiment concernant les conditions d'acquisition de l'immeuble à Lima en juin 2018 ».

- M. Pierre Ader a formé appel devant la Cour Suprême du Cambodge le 18 avril 2025 et VAK a déposé son mémoire en réponse aux motifs d'appel auprès de la Cour Suprême du Cambodge le 10 juillet 2025. La procédure était donc pendante à fin juin 2025¹⁰⁶ ;
 - depuis lors, une audience a eu lieu le 2 décembre 2025 ; le jugement de la Cour Suprême du Cambodge a été rendu le 9 décembre 2025. Comme mentionné dans un communiqué d'EEM en date du 9 décembre 2025¹⁰⁷, la Cour Suprême du Cambodge a maintenu le jugement rendu par le Tribunal de Siem Reap en première instance le 22 décembre 2023, qui avait été confirmé par la Cour d'appel de Battambang le 23 octobre 2024 ;
 - nous avons obtenu confirmation que, conformément aux dispositions du droit cambodgien, cet arrêt est définitif et purgé de tout recours ;
- d'autre part, une demande d'EEM de mise en cause de la responsabilité professionnelle de la société d'administrateurs judiciaires BCM pour fautes commises dans l'exercice de son mandat d'administrateur provisoire de la Société du 6 février 2020 au 8 août 2021, ayant fait l'objet d'une assignation devant le Tribunal judiciaire de Paris en date du 9 juillet 2024. D'après les informations dont nous disposons, la procédure, qui reste pendante¹⁰⁸, a fait l'objet d'un renvoi à la demande des conseils de la Société dans l'attente de la décision de la Cour d'appel de Paris concernant le contentieux opposant la Société et M. Pierre Nollet (§ 3.3.1.1 et § 6.5).

3.4. Analyse historique de la performance du Groupe

Les données chiffrées, ci-après, sont issues des comptes consolidés du Groupe établis en conformité avec le référentiel comptable IFRS, et dont la date de clôture annuelle est le 31 décembre.

Les performances du Groupe de 2020 à 2024 et au titre du premier semestre 2025 en termes d'activité et de rentabilité (§ 3.4.1), ainsi que sa structure bilancielle au 30 juin 2025 (§ 3.4.2) sont présentées ci-après.

Compte tenu de la structure du Groupe reposant sur la détention et la gestion d'actifs immobiliers et hôteliers à différents niveaux de l'organigramme juridique (§ 3.1.1), ainsi que de la méthode d'évaluation patrimoniale que nous avons mise en œuvre (§ 4.4.1), nous présentons en complément le bilan de la Société issu des comptes individuels établis selon les règles et méthodes comptables françaises au 30 juin 2025 (§ 3.4.3).

¹⁰⁶ [RFS 2025](#), § VI. Annexe, p. 21.

¹⁰⁷ « La Cour suprême du Cambodge vient à la date du 9 décembre 2025 de rendre 2 arrêts importants pour les intérêts de la société Electricité et Eaux de Madagascar (EEM) et de ses filiales Victoria Angkor Company Limited (VAK) et Victoria Angkor Estate Co., Ltd (VAE) ».

¹⁰⁸ [RFS 2025](#), A.10- Principaux contentieux, p. 13 ; § VI. Annexe, p. 20.

3.4.1. Analyse de l'activité et de la rentabilité du Groupe

Compte de résultat simplifié						
K€	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	30/06/2025
Produits des activités ordinaires	87	70	152	552	281	256
% croissance	n.a	(20%)	117%	263%	(49%)	n.a
Achats consommés et charges externes	(1 223)	(1 672)	(2 265)	(2 630)	(2 795)	(1 016)
Charges de personnel	(171)	(286)	(422)	(819)	(479)	(264)
Impôts et taxes	(10)	(17)	(79)	(46)	(88)	(20)
Dotations nettes aux amortissements	(407)	(406)	(313)	(260)	(553)	(238)
Dépréciation d'actifs nets des reprises	(403)	229	(311)	3 802	(5 049)	64
Provisions pour risques et charges	(225)	(93)	3	148	(98)	3 375
Autres produits et charges opérationnelles	-	(107)	(265)	(104)	(220)	(20)
Résultat opérationnel courant	(2 352)	(2 283)	(3 500)	644	(9 002)	2 137
Autres produits et charges opérationnels non courants	228	258	219	263	(130)	-
Résultat opérationnel	(2 124)	(2 025)	(3 281)	907	(9 132)	2 137
Résultat financier	(309)	241	202	(428)	579	(780)
Impôt	-	-	600	206	1 326	17
Résultat net d'impôt des activités abandonnées	-	-	114	7 663	-	-
Résultat net de l'ensemble consolidé	(2 432)	(1 783)	(2 365)	8 347	(7 226)	1 374

Source : Société

3.4.1.1. Évolution des produits des activités ordinaires

Sur la période 2020 à 2024, l'essentiel des revenus consolidés d'EEM provenait du pôle immobilier, représentant un montant annuel compris entre 70 K€ et 236 K€.

Détail du chiffre d'affaires						
K€	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	30/06/2025
Immobilier	87	70	152	215	236	-
Hôtellerie	-	-	-	-	45	216
Structure	-	-	-	338	-	40
Produits des activités ordinaires	87	70	152	552	281	256

Source : Société

Ces revenus correspondaient principalement aux loyers perçus sur les actifs immobiliers détenus à Paris et au Pérou. La cession, en 2023, de 80% de l'immeuble parisien situé au 38, rue Croix des Petits Champs¹⁰⁹, puis celle de l'immeuble de Lima fin 2024, ont entraîné l'extinction de cette source de revenus au premier semestre 2025 (§ 3.1.2.2).

En 2023, les produits des activités ordinaires ont enregistré exceptionnellement un revenu de 338 K€, au niveau de la holding EEM, correspondant à des refacturations vis-à-vis de VAK intervenues avant sa reconsolidation (§ 3.1.1).

Au 30 juin 2025, ce poste, qui ressort à 256 K€, est composé principalement de produits liés à l'annulation de provisions fiscales et de dettes sur des factures non parvenues.

3.4.1.2. Évolution de la profitabilité opérationnelle consolidée

À l'exception de l'année 2023, le résultat opérationnel consolidé est déficitaire sur les cinq dernières années.

Détail du résultat opérationnel						
K€	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	30/06/2025
Immobilier	(1 003)	(63)	(560)	(160)	(440)	(250)
Hôtellerie	-	-	-	(359)	(6 288)	3 314
Structure	(1 121)	(1 962)	(2 721)	1 426	(2 403)	(928)
Résultat opérationnel	(2 124)	(2 025)	(3 281)	907	(9 132)	2 137

Source : Société

¹⁰⁹ L'appartement encore détenu à Paris est inoccupé depuis la mi-novembre 2024.

Depuis 2020, le résultat opérationnel se caractérise par une instabilité reflétant le contexte litigieux dans lequel le Groupe évolue et les ajustements récurrents de valeur sur ses actifs :

- en 2020, 2021 et 2022, le résultat opérationnel a été marqué par des charges de structure significatives, liées notamment aux frais occasionnés par les nombreux litiges et procédures dans lesquels la Société et ses filiales sont impliquées (§ 3.3) ;
- en 2023, le Groupe a enregistré un résultat opérationnel exceptionnellement positif imputable à la reconsolidation des actifs hôteliers cambodgiens (§ 3.1.1), qui s'est traduite par des dépréciations d'actifs, nettes des reprises, à hauteur de 3.802 K€ ; les coûts de structure d'EEM, qui viennent en minoration de ce résultat positif, ont ramené le montant net de la contribution de la Société au résultat opérationnel consolidé à 1.426 K€ ;
- en 2024, la réévaluation du droit au bail¹¹⁰ de l'Hôtel a conduit à une dépréciation de 4.919 K€ ; les coûts de structure de VAK, qui s'ajoutent à cette dépréciation, ont généré une perte opérationnelle, aux bornes de VAK, de 6.288 K€ pesant, avec les charges de structure de la Société, sur le résultat opérationnel consolidé, négatif à concurrence de 9.132 K€ ;
- au 30 juin 2025, le Groupe affiche un résultat opérationnel de 2.137 K€ porté par la reprise d'une provision de nature fiscale d'un montant de 3.276 K€¹¹¹.

3.4.1.3. Évolution du résultat net consolidé

Le résultat net consolidé évolue dans la même tendance que le résultat opérationnel, en restant largement négatif sur l'ensemble de la période, à l'exception de l'exercice 2023 :

- hormis un produit d'impôt différé de 600 K€ enregistré en 2022¹¹², le résultat net ne présente pas de variation significative par rapport au résultat opérationnel sur la période 2020 à 2022 ;
- en 2023, le Groupe dégage un bénéfice net de 8.347 K€, notamment lié à l'encaissement d'un montant de 7.663 K€ sur la cession de 80% des surfaces détenues dans l'immeuble parisien sis 38, rue Croix des Petits Champs (§ 3.1.2.2) ;
- en 2024, le Groupe a principalement bénéficié, pour amortir les pertes opérationnelles, d'un produit d'impôt différé de 1.082 K€¹¹³, essentiellement lié à la baisse de valeur des droits d'utilisation correspondant à la réévaluation du droit au bail sur l'actif cambodgien (§ 3.4.2.3), et d'un résultat financier de 579 K€¹¹⁴ ;

¹¹⁰ Cette estimation, basée sur de nouvelles expertises immobilières, a fait passer le loyer annuel de marché du terrain sur lequel l'Hôtel est situé de 1.325 K\$ au 31 décembre 2023 à 265 K\$ au 31 décembre 2024. Elle tient également compte de la réévaluation du montant des travaux à réaliser, de la persistance des litiges relatifs à la gouvernance et de l'absence de prévisions en 2024 concernant la réouverture de l'Hôtel.

¹¹¹ Un redressement d'un montant de 3.581 K\$ (3.276 K€), réclamé à VAK à la suite d'un contrôle fiscal sur la période 2013 à 2019, a été annulé en juin 2025 dans le cadre d'une amnistie fiscale (§ 3.3.1.4), annoncée par EEM dans un communiqué du [2 juin 2025](#) ; l'incidence en a été retranscrite au 30 juin 2025 dans les comptes consolidés du Groupe au travers d'une reprise de provision et, dans les comptes sociaux de la Société en minoration de la dépréciation du compte courant de VAK.

¹¹² À la suite de la cession partielle de l'immeuble parisien situé au 38, rue Croix des Petits Champs, le Groupe a activé un impôt différé de 600 K€ au titre des reports déficitaires d'EEM et de ses filiales.

¹¹³ Le produit d'impôt différé de 1.082 K€ s'ajoute ainsi au produit d'impôt courant de 244 K€ dans le produit d'impôt total de 1.326 K€.

¹¹⁴ Le résultat financier de 579 K€ enregistré en 2024 comprend des intérêts financiers perçus sur les comptes à terme (338 K€), des gains de change (256 K€) et la quote-part de résultat négatif de la société VAE (-15 K€).

- au 30 juin 2025, le Groupe affiche un bénéfice net de 1.374 K€, incluant un résultat financier négatif de 780 K€, principalement lié à des pertes de change¹¹⁵.

3.4.2. Structure bilancielle consolidée

La structure bilancielle du Groupe se présente comme suit au 30 juin 2025 :

Bilan consolidé simplifié	
K€	30/06/2025
Immobilisations corporelles	2 748
Immeubles de placement	77
Droits d'utilisation	4 971
Immobilisations financières	54
Autres actifs non courants	250
Actifs non courants	8 100
BFR Actif	399
Autres actifs courants et actifs financiers courants	1 445
Trésorerie et équivalents	9 688
Actifs courants	11 531
Total Actif	19 631
Capitaux propres	12 843
Dette financière brute	3 571
Dette de loyers IFRS 16	276
Provisions	621
BFR Passif	763
Impôts différés passifs	1 271
Autres passifs non financiers courants	286
Provisions et dettes	6 788
Total Passif	19 631

Source : Société

3.4.2.1. Immobilisations corporelles

Les immobilisations corporelles, d'un montant net de 2.748 K€, sont composées essentiellement des constructions hôtelières (2.731 K€)¹¹⁶ et, dans une moindre mesure, d'installations techniques (11 K€) et d'autres immobilisations corporelles (6 K€).

3.4.2.2. Immeubles de placement

Les immeubles de placement, d'un montant de 77 K€, correspondent au lot restant de l'immeuble situé à Paris, dont environ 80% de la surface totale a été cédée en 2023¹¹⁷. Ce bien immobilier, estimé à dire d'expert à 2.000 K€ (§ 4.4.1.4), ne figure pas au bilan à sa juste valeur, mais à son coût amorti¹¹⁸.

¹¹⁵ Le Groupe est exposé au risque de change principalement sur le dollar américain pour son actif hôtelier au Cambodge.

¹¹⁶ Soit une valeur des constructions de 3.200 K\$ (au taux de conversion €/€ de 1,172 au 30 juin 2025). Source : [RFS 2025](#), p. 29.

¹¹⁷ En mars 2023, la SNC Paris Croix des Petits Champs a cédé divers lots d'une surface totalisant 691 m² pour un prix de 10,1 M€ ; après déduction de la valeur du rachat du crédit-bail, elle a encaissé une somme de 7,7 M€ (§ 3.1.2.2). Cette opération a généré une plus-value de 8,1 M€ avant impôt (source : [RA 2023](#), p. 12).

¹¹⁸ Par référence à la norme IAS 40 « Immeubles de placement ».

3.4.2.3. Droits d'utilisation et dette de loyers IFRS 16¹¹⁹

Les droits d'utilisation, d'un montant net de 4.971 K€, portent sur le terrain détenu par la société VAE et sur lequel l'Hôtel est bâti. Ils sont composés :

- de la juste valeur du droit au bail, qui s'analyse en une valeur brute de 9.542 K€¹²⁰, amortie sur la durée résiduelle du bail, soit une valeur nette de 4.695 K€ après prise en compte des amortissements (372 K€) et des pertes de valeur (4.476 K€)¹²¹ ; et
- des droits d'utilisation IFRS 16 portant sur le terrain (276 K€).

En regard, la dette de loyers IFRS 16, qui s'établit à 276 K€ au 30 juin 2025, correspond à la valeur actualisée des redevances contractuelles restant dues sur une durée résiduelle du bail, de 41 ans à son échéance en 2066 (§ 3.1.2.1).

3.4.2.4. Immobilisations financières

Les immobilisations financières, d'un montant de 54 K€, sont composées de dépôts et cautionnement (43 K€) et de titres de participations (11 K€)¹²².

La valeur des titres de VAE (343 K€), mis en équivalence¹²³, a été ramenée à une valeur nulle par voie de provision¹²⁴.

3.4.2.5. Autres actifs non courants

Les actifs non courants, d'un montant de 250 K€¹²⁵, correspondent à une créance de report en arrière de déficits comptabilisée par la Société en 2024 (§ 3.4.3).

¹¹⁹ « Contrats de location ».

¹²⁰ En tenant compte d'écarts de conversion.

¹²¹ La valeur brute d'entrée du droit au bail inscrite dans les comptes consolidés du Groupe en 2023 s'élevait à 10.765 K€. Depuis cette date, les réévaluations successives de la valeur du droit au bail ont conduit à la comptabilisation de pertes de valeur.

¹²² Ces titres de participation correspondent aux titres de la SCPI GF Saint Louis détenus par SAIPPPP.

¹²³ Du fait de la détention à 49% du capital de VAE par VAK.

¹²⁴ Provision déjà comptabilisée au 31 décembre 2024.

¹²⁵ La créance de report en arrière de déficits résulte de la limite d'imputation de 1.000.000 € sur le seul bénéfice de l'exercice précédent, pondérée par le taux en vigueur de 25%.

3.4.2.6. Besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement (BFR) au 30 juin 2025 se décompose comme suit¹²⁶ :

Besoin en fonds de roulement	
K€	30/06/2025
Autres créances	357
Charges constatées d'avance	42
BFR Actif	399
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	(493)
Dettes fiscales et sociales	(235)
Produits constatés d'avance	(35)
BFR Passif	(763)
BFR	(364)

Source : Société, analyse Ledouble

Le BFR négatif reflète la situation actuelle du Groupe, qui se caractérise par l'absence d'activité opérationnelle.

3.4.2.7. Autres actifs courants et actifs financiers courants

Les autres actifs courants, d'un montant de 1.445 K€, sont constitués :

- du volant de trésorerie conservée par le mandataire judiciaire dans le cadre du plan de sauvegarde à hauteur de 747 K€¹²⁷ ; et
- du compte-courant d'associés de VAK vis-à-vis de VAE, d'un montant de 698 K€¹²⁸.

Les actifs financiers courants, d'un montant brut de 2.971 K€, intégralement déprécié, comprennent :

- le solde d'un prêt accordé par la SARL Les Vergers à la SCCV du Hameau du Val Thaurin, placée en redressement judiciaire le 5 juillet 2023, pour un montant de 1.935 K€¹²⁹ ;
- des créances au titre d'opérations immobilières réalisées avec la société Sofilot, mise en liquidation judiciaire le 2 novembre 2022, pour un montant de 1.037 K€¹³⁰.

3.4.2.8. Trésorerie et équivalents de trésorerie

Le Groupe présente au 30 juin 2025 une trésorerie et des équivalents de trésorerie à hauteur de 9.688 K€, correspondant à des comptes à terme (8.367 K€) et des disponibilités (1.321 K€).

¹²⁶ La rubrique « autres créances » (357 K€) englobe des créances fiscales (239 K€), des créances sur divers débiteurs (104 K€) et des avances et acomptes versés (14 K€).

¹²⁷ Dans le cadre du plan de sauvegarde adopté par jugement du Tribunal de commerce de Paris le 22 février 2022, le mandataire judiciaire conserve au 30 juin 2025 une somme de 747 K€, afin de garantir le paiement des créances restant litigieuses, envers les enfants de M. François Gontier admis au passif de la sauvegarde pour 200 K€, d'une part, et M. Pierre Nollet pour 505 K€, d'autre part (§ 3.1.1), ainsi que des honoraires de procédure.

¹²⁸ La société VAE étant mise en équivalence dans les comptes consolidés d'EEM.

¹²⁹ Capital : 595 K€ + intérêts : 1.340 K€.

¹³⁰ Capital : 1.005 K€ + intérêts : 32 K€.

3.4.2.9. *Capitaux propres*

Au 30 juin 2025, les capitaux propres s'élèvent à 12.843 K€, dont des intérêts minoritaires pour un montant de 169 K€¹³¹ ; les capitaux propres part du Groupe s'établissent ainsi à 12.674 K€ (versus 10.868 K€ au 31 décembre 2024), soit 2,21 €¹³² par Action.

3.4.2.10. *Emprunts et dettes financières divers*

Les emprunts et les dettes financières divers, d'un montant de 3.571 K€, sont constitués :

- de dettes vis-à-vis de tiers et d'anciens dirigeants du Groupe (3.535 K€¹³³) ; et
- de dépôts et cautionnements (36 K€).

3.4.2.11. *Provisions courantes et non courantes*

Les provisions, d'un montant de 621 K€, se décomposent en :

- provisions non courantes (274 K€) au titre :
 - des actions gratuites liées au contentieux sur la révision du nombre d'actions attribuées à M. Pierre Nollet (262 K€) (§ 3.3.1.1 et § 6.5) ; et
 - d'indemnités de fin de carrière (12 K€) ;
- provisions courantes (347 K€), réparties entre :
 - la dépréciation des titres VAE mis en équivalence, dont la valeur comptable est estimée nulle au 30 juin 2025 (343 K€) ; et
 - un litige commercial (4 K€).

3.4.2.12. *Impôts différés*

Au 30 juin 2025, le Groupe dispose de déficits fiscaux reportables à hauteur de 41,5 M€¹³⁴, non activés compte tenu des incertitudes, lors de l'arrêté des comptes semestriels 2025, sur les perspectives à moyen terme.

Les impôts différés passifs, d'un montant de 1.271 K€, résultent de la réévaluation des actifs cambodgiens¹³⁵.

¹³¹ Les intérêts minoritaires concernent SAIPPPP (197 K€), la SNC Paris Croix des Petits Champs (-16 K€), Grandidierite (-3,6 K€) et Soumaya (-8,7 K€) ; nous les avons réévalués pour déterminer la Trésorerie Nette Ajustée dans le cadre de l'Évaluation Multicritère (§ 4.1.5).

¹³² Capitaux propres consolidés part du Groupe : 12.674 K€ / Nombre total d'Actions : 5.738.299 (§ 2.3).

¹³³ Dont 2.855 K€ au titre de dettes financières et 503 K€ au titre de prêts (principal et intérêts).

¹³⁴ Déficit fiscal d'intégration fiscale aux bornes des sociétés françaises (EEM, SAIPPPP, Les Vergers et CPC) et antérieurs à l'intégration fiscale.

¹³⁵ La réévaluation des constructions et du droit au bail minorée de la valeur nette comptable des titres de participation VAE a généré une plus-value latente à hauteur de 6.354 K€, d'où la constatation d'un impôt différé passif (IDP) à hauteur de 1.271 K€, au taux d'imposition de 20% en vigueur au Cambodge.

3.4.2.13. *Autres passifs non financiers courants*

Les autres passifs non financiers courants, d'un montant de 286 K€, comprennent essentiellement des dettes envers :

- les enfants de M. François Gontier, admis au passif de la sauvegarde (200 K€) (§ 3.4.2.7) ;
- Foch Investissements, société appartenant à M. François Gontier (53 K€) ;
- Le Clézio Industrie (26 K€).

3.4.3. *Structure bilantielle de la Société*

La structure bilantielle d'EEM se résume comme suit dans les comptes individuels au 30 juin 2025 :

Bilan social simplifié	
K€	30/06/2025
Immobilisations corporelles	6
Immobilisations financières	6 595
Créances de carry-back	250
BFR Actif	274
Écart de conversion Actif	1 665
Trésorerie et équivalents	10 276
Total Actif	19 066
Capitaux propres	12 333
Provisions pour risques et charges	1 950
Emprunts et dettes financières divers	4 268
BFR Passif	515
Total Passif	19 066

Source : Société

3.4.3.1. *Immobilisations financières*

Les immobilisations financières, d'un montant de 6.595 K€, comprennent :

- des titres de participation (3.738 K€) concernant :
 - les titres SAIPPP (3.738 K€)¹³⁶ ;
 - les titres de la SNC Paris Croix des Petits Champs (0,4 K€)¹³⁷ ;

¹³⁶ Correspondant aux 28.997 actions, représentant 96,66% du capital de SAIPPPP, détenues par EEM (§ 3.1.2.2).

¹³⁷ Ces titres correspondent aux deux parts détenues par EEM, soit 1,0% du capital de la SNC Paris Croix des Petits Champs (§ 3.1.1).

- des créances (2.856 K€) rattachées aux participations suivantes :
 - VAK (2.794 K€)¹³⁸ ;
 - SNC Paris Croix des Petits Champs (38 K€) ;
 - Lopan (25 K€)¹³⁹ ;
- des titres de participation totalement dépréciés :
 - Les Vergers (3.696 K€ de valeur brute) ;
 - VAK (791 K€ de valeur brute) ;
- le compte courant Les Vergers intégralement déprécié (901 K€ de valeur brute).

3.4.3.2. Besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement au 30 juin 2025 s'analyse comme suit :

Besoin en fonds de roulement	
K€	30/06/2025
Créances clients et comptes rattachés	84
Autres créances	165
Charges constatées d'avance	25
BFR Actif	274
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	(414)
Dettes fiscales et sociales	(99)
Autres dettes	(2)
BFR Passif	(515)
BFR	(241)

Source : Société, analyse Ledouble

Le BFR ressort négatif à concurrence de 241 K€¹⁴⁰, traduisant l'absence d'activité opérationnelle à ce stade.

3.4.3.3. Trésorerie et équivalents trésorerie

EEM présente au 30 juin 2025 une trésorerie et des équivalents de trésorerie à hauteur de 10.276 K€ constitués :

- de comptes à terme (8.367 K€) ;
- de disponibilités (1.130 K€) ;
- de la trésorerie conservée par le mandataire judiciaire dans le cadre du plan de sauvegarde (747 K€) (§ 3.4.2.7) ;
- d'intérêts courus à recevoir (33 K€).

¹³⁸ Au 30 juin 2025, le compte courant d'EEM vis-à-vis de VAK s'élève à 4.754 K€, dont 1.960 K€ ont fait l'objet d'une dépréciation, soit un montant net de 2.794 K€. La contrepartie de ce poste figure au passif de VAK pour un montant de 5.566 K\$.

¹³⁹ Le bilan de Lopan affiche un compte courant créditeur vis-à-vis d'EEM d'un montant de 225 HK K\$ (dollar de Hong Kong).

¹⁴⁰ Hors écart de conversion actif (1.665 K€), lié à l'appréciation de l'euro par rapport au dollar américain retenu comme devise au Cambodge, affectant le compte courant libellé en dollars vis-à-vis de VAK.

3.4.3.4. *Capitaux propres*

Les capitaux propres de la société EEM s'élèvent au 30 juin 2025 à 12.333 K€, soit 2,15 €¹⁴¹ par Action (versus 1,81 €¹⁴² au 31 décembre 2024).

3.4.3.5. *Provisions pour risques et charges*

Les provisions pour risques et charges, d'un montant de 1.950 K€, comprennent :

- des provisions pour risques liées aux pertes de change constatées sur le compte courant libellé en dollar vis-à-vis de VAK (1.665 K€) (§ 3.4.3.2) ; et
- des provisions pour charges (285 K€) au titre :
 - des actions gratuites liées au contentieux sur la révision du nombre d'actions gratuites attribuées à M. Pierre Nollet (262 K€) (§ 3.4.2.11) ;
 - de la situation nette négative des capitaux propres de la société Les Vergers (23 K€).

3.4.3.6. *Emprunts et dettes financières divers*

Les emprunts et dettes financières divers correspondent à des comptes courants, d'un montant de 4.268 K€¹⁴³, vis-à-vis :

- de SAIPPPP (4.015 K€) ;
- des enfants de M. François Gontier (200 K€) (§ 3.4.2.13) ;
- de la société Foch Investissements, appartenant à M. François Gontier (53 K€) (§ 3.4.2.13).

¹⁴¹ Capitaux propres au 30 juin 2025 : 12.333 K€ / Nombre total d'Actions : 5.738.299 (§ 2.3).

¹⁴² Capitaux propres au 31 décembre 2024 : 10.379 K€ / Nombre total d'Actions : 5.738.299 (§ 2.3).

¹⁴³ Pour mémoire, les dettes envers Le Clézio Industrie (26 K€) apparaissant dans les comptes consolidés (§ 3.4.2.13) figurent dans les livres de SAIPPPP.

3.5. Synthèse

En définitive, dans l'environnement des sociétés foncières françaises cotées, EEM se différencie des principaux acteurs du secteur non seulement par sa taille modeste, mais surtout par un contexte litigieux lié à son historique (§ 3.1.1) et la composition très spécifique de son portefeuille d'actifs (§ 3.1.2) :

- EEM dispose désormais d'un portefeuille constitué principalement de deux biens immobiliers détenus depuis de nombreuses années :
 - l'Hôtel, situé au Cambodge, est fermé depuis la crise sanitaire (§ 3.1.2.1) et, dans les circonstances actuelles, ne peut *de facto* profiter des perspectives offertes par le marché du tourisme et de l'hôtellerie au Cambodge (§ 3.2.2) ; il nécessite d'importants travaux de rénovation avant toute réouverture ;
 - la détention de l'actif foncier à seulement 49% par la société exploitante VAK, qui dispose d'un droit au bail auprès de la société propriétaire du terrain VAE, complexifie en outre la perception d'ensemble du potentiel de l'actif immobilier ; nous comprenons néanmoins que VAK dispose non seulement d'un droit d'exploitation du bail conclu en 1996 sur une durée de 70 ans pour l'occupation du terrain sur lequel est implanté l'Hôtel, mais également d'un droit préférentiel au renouvellement dudit bail en 2066 (§ 3.1.2.1) ;
 - la surface résiduelle de 155 m² située 38, rue Croix des Petits Champs à Paris, destinée à des bureaux, propriété de la SNC Paris Croix des Petits Champs, est actuellement vacante ; le rapatriement à cette adresse du siège social d'EEM à compter de 2026 est à considérer à titre seulement temporaire (§ 3.1.2.2) ;
- la rentabilité du Groupe est impactée par des coûts significatifs liés en particulier aux différents litiges et procédures dans lesquels la Société et ses filiales sont engagées (§ 3.4.1), non seulement en France, mais également dans l'environnement juridique et judiciaire particulier du Cambodge (§ 3.2.1) ; le dénouement de l'ensemble de ces contentieux ne peut être envisagé qu'à moyen terme (§ 3.3) ;
- au sein du Groupe, la Société possède en contrepartie une trésorerie nette excédentaire importante provenant des transactions opérées sur des actifs au cours des dernières années, telles que la cession des titres Gascogne en 2022 et 2023, la vente de 80% des surfaces de l'immeuble parisien situé au 38, rue Croix-des-Petits-Champs en 2023, ou encore le désinvestissement concernant l'immeuble situé à Lima fin 2024 (§ 3.4.2.8 et § 3.4.3.3).

4. Évaluation Multicritère

Nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère du Groupe et de l'Action dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les données structurant l'Évaluation Multicritère (§ 4.1) ;
- les critères et méthodes d'évaluation écartés (§ 4.2) ;
- les critères d'évaluation retenus (§ 4.3) ;
- les méthodes d'évaluation retenues pour apprécier l'équité des conditions financières de l'Offre (§ 4.4).

La synthèse de la valeur de l'Action présente l'ensemble des résultats de l'Évaluation Multicritère et notre appréciation des décotes induites par le Prix de l'Offre (§ 4.5).

4.1. Données structurantes de l'Évaluation Multicritère

4.1.1. Référentiel comptable

EEM établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS) et ses comptes annuels selon les règles et principes comptables français.

Les comptes consolidés et les comptes annuels d'EEM au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2024 ont été certifiés sans réserve¹⁴⁴ par les commissaires aux comptes.

Les comptes consolidés du Groupe au titre du premier semestre 2025 ont fait l'objet d'un examen limité des commissaires aux comptes sur l'information financière semestrielle¹⁴⁵.

Nous avons obtenu confirmation que les situations comptables intermédiaires de la Société et de ses filiales, arrêtées au 30 juin 2025, qui sous-tendent la mise en œuvre de l'Actif Net Réévalué (ANR) (§ 4.4.1), correspondent à leur contribution aux comptes consolidés du Groupe soumis à l'examen limité des commissaires aux comptes.

4.1.2. Nombre d'Actions

La valeur unitaire de l'Action a été déterminée par référence au nombre total d'Actions composant le capital de la Société, soit 5.738.299 Actions (§ 2.3).

4.1.3. Date de l'Évaluation Multicritère

L'Évaluation Multicritère est à considérer à la date d'émission du Rapport.

¹⁴⁴ [RA 2024](#), p. 90.

¹⁴⁵ [RFS 2025](#), p. 41-42. Les comptes consolidés d'EEM au titre du premier semestre 2025 ont fait l'objet d'un examen limité sur l'information financière semestrielle par les commissaires aux comptes, qui n'ont « pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause la conformité des comptes consolidés semestriels résumés avec la norme IAS 34, norme du référentiel IFRS tel qu'adopté dans l'Union européenne relative à l'information financière intermédiaire ».

Nous nous référons, pour le calcul de la trésorerie financière nette dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres en valorisation intrinsèque (§ 4.1.5), au bilan consolidé du Groupe au 30 juin 2025 (§ 3.4.2).

Les données de marché ont été appréhendées à la date la plus proche de l'émission du Rapport¹⁴⁶ ; nous nous sommes en outre assurés, jusqu'à la date d'émission du Rapport, que leur évolution n'était pas susceptible d'avoir une incidence significative sur nos paramètres d'évaluation et les résultats de l'Évaluation Multicritère.

La date que nous avons retenue pour la référence au cours de bourse de l'Action dans le calcul des coûts moyens pondérés par les volumes (§ 4.3.1.3) est le 16 mai 2025 (la « **Date de Référence** »), dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Opération intervenue le même jour après la clôture des marchés (§ 1).

4.1.4. Déficits fiscaux reportables

Au 30 juin 2025, le Groupe dispose d'un stock de déficits fiscaux reportables de 41,5 M€¹⁴⁷, non activés (§ 3.4.2.12).

L'évaluation patrimoniale (ANR), assimilable à une valeur liquidative reposant sur la cession progressive de l'ensemble des actifs du Groupe à l'horizon 2028, à savoir l'Hôtel, via la cession des titres VAK¹⁴⁸, et l'appartement situé à Paris, conduit à considérer que ces opérations de cession n'auraient pas d'impact fiscal compte tenu de l'existence du régime d'intégration fiscale¹⁴⁹, dont EEM est la société mère, ainsi que de la présence de déficits fiscaux reportables et de pertes opérationnelles récurrentes au sein du périmètre intégré.

Dans le cadre de l'évaluation intrinsèque, qui postule la remise en exploitation de l'Hôtel courant 2027 (§ 4.4.2), nous comprenons que ces déficits fiscaux ne pourront pas être consommés, dans la mesure où le Plan d'Affaires correspond au périmètre cambodgien de VAK et que la contribution additionnelle d'EEM à la trajectoire des flux prévisionnels du Plan d'Affaires se limite aux Coûts de Structure.

En outre, le Groupe dispose d'un stock de déficits fiscaux reportables aux bornes de VAK d'un montant de 3,7 M€ au 31 décembre 2024¹⁵⁰, dont la valeur actuelle diffère selon la méthode d'évaluation retenue :

- dans le calcul de l'ANR (§ 4.4.1), nous avons retenu une valeur actuelle nulle pour ces déficits, la remise en exploitation de l'Hôtel n'étant pas prévue ;
- en évaluation intrinsèque (§ 4.4.2), nous avons retenu un montant de 0,2 M€ d'économie d'impôt correspondant à la consommation des déficits fiscaux reportables aux bornes de VAK, actualisés au coût du capital jusqu'en 2030¹⁵¹.

¹⁴⁶ Les données de marché ont été extraites à fin novembre 2025.

¹⁴⁷ En base d'impôts, aux bornes des sociétés françaises (EEM, SAIPPPP, Les Vergers et CPC), du fait des déficits d'intégration fiscale et des déficits antérieurs à l'intégration fiscale.

¹⁴⁸ Sur le plan fiscal, la cession des titres VAK par EEM s'avérerait plus favorable qu'une cession des actifs.

¹⁴⁹ EEM, SAIPPPP, Les Vergers et CPC.

¹⁵⁰ Nous ne disposons pas au 30 juin 2025 d'une évaluation précise de ce stock de déficits fiscaux reportables aux bornes de VAK.

¹⁵¹ Les déficits étant reportables sur une durée limitée de 5 ans.

4.1.5. Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

L'Évaluation Multicritère, en ce qui concerne la valorisation intrinsèque de l'Action (§ 4.4.2), intègre, dans le passage de la valeur d'entreprise, au sens de la valeur de l'actif économique, à la valeur des capitaux propres du Groupe, la trésorerie nette comptable ajustée de certains actifs et/ou passifs¹⁵² ayant une incidence sur la valeur de l'Action (la « **Trésorerie Nette Ajustée** ») :

Trésorerie Nette Ajustée	
K€	30/06/2025
Trésorerie et équivalents de trésorerie	9 688
Emprunts auprès des établissements bancaires	-
Trésorerie nette comptable	9 688
Immeuble de placement CPC	2 000
Compte courant VAK vis-à-vis de VAE	698
Trésorerie conservée par le mandataire judiciaire ayant une contrepartie en dette	462
Créances de <i>carry-back</i>	250
Valeur actuelle des déficits reportables VAK	174
Titres SCPI GF Saint Louis réévalués	42
Valeur actuelle des Coûts de Structure	(11 401)
Emprunts et dettes financières diverses	(3 535)
Autres passifs non financiers courants	(279)
Provisions courantes et non courantes	(278)
Intérêts minoritaires réévalués	(206)
Trésorerie Nette Ajustée	(2 386)

Source : Société, analyses Ledouble

Pour nos calculs, la trésorerie nette comptable de 9.688 K€ a été :

- majorée :
 - de la valeur de l'appartement situé à Paris, estimée par CBRE Valuation, sans impact fiscal¹⁵³ (2.000 K€)¹⁵⁴ ;
 - du compte courant d'associés de VAK vis-à-vis de VAE (698 K€) (§ 3.4.2.7) ;
 - d'une partie de la trésorerie conservée par le mandataire judiciaire¹⁵⁵ ayant une contrepartie en dette dans les comptes consolidés du Groupe (462 K€), à savoir :
 - 262 K€ lié au contentieux sur la révision du nombre d'actions attribuées à M. Pierre Nollet (§ 3.4.2.11) ;
 - 200 K€ de dettes envers les enfants Gontier (§ 3.4.2.13) ;
 - de la créance de report en arrière de déficits fiscaux comptabilisée en 2024 (250 K€) (§ 3.4.2.5) ;

¹⁵² Actifs et/ou passifs dont l'impact sur la valeur de l'Action n'est pas directement pris en compte dans le Plan d'Affaires.

¹⁵³ La cession de l'appartement parisien n'entraînerait aucune incidence fiscale, compte tenu de l'existence du régime d'intégration fiscale, dont EEM est la société mère, ainsi que de la présence de déficits fiscaux reportables et de pertes opérationnelles récurrentes au sein du périmètre intégré.

¹⁵⁴ La valeur de l'appartement parisien a été intégrée dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, dès lors qu'aucun flux prévisionnel le concernant n'est inclus dans les trajectoires du Plan d'Affaires.

¹⁵⁵ Dans le cadre du plan de sauvegarde, le mandataire judiciaire a conservé une somme de 747 K€, comptabilisée en « Autres actifs courants » dans les comptes consolidés semestriels 2025 (§ 3.4.2.7).

- de la valeur actuelle des déficits fiscaux reportables aux bornes de VAK (174 K€) ;
 - de la valeur des titres SCPI GF Saint Louis réévaluée sur la base de leur valeur liquidative au 30 juin 2025 (42 K€), sans impact fiscal ;
- minorée :
- de la valeur actuelle des Coûts de Structure¹⁵⁶ (11.401 K€¹⁵⁷), non intégrés dans les trajectoires prévisionnelles du Plan d’Affaires ;
 - des emprunts et dettes financières diverses vis-à-vis de tiers et d’anciens dirigeants du Groupe (3.535 K€¹⁵⁸) (§ 3.4.2.10) ;
 - des avances en comptes courants (279 K€) (§ 3.4.2.13) à l’égard :
 - des enfants Gontier (200 K€) ;
 - de Foch investissements (53 K€) ;
 - de Le Clézio Industrie (26 K€) ;
 - des provisions courantes (4 K€)¹⁵⁹ et non courantes (274 K€) (§ 3.4.2.11)¹⁶⁰ ;
 - de la valeur des intérêts minoritaires, correspondant pour l’essentiel à la part du capital de SAIPPPP non détenue par le Groupe, réévaluée sur la base de son ANR (206 K€¹⁶¹) (§ 4.4.1.3).

La Trésorerie Nette Ajustée s’établit ainsi à (2.386) K€.

4.1.6. Valeur vénale des actifs immobiliers

Les dernières expertises immobilières, mandatées par la Société sur ses actifs immobiliers, pour l’arrêté des comptes au 30 juin 2025, ont été réalisées par :

- Keystone et ARC¹⁶² pour l’Hôtel ;
- le cabinet Sylvie Roux Expertises pour l’appartement situé à Paris.

Au 30 juin 2025, la valeur vénale de l’Hôtel, y compris la valeur du terrain sur lequel il est situé, ressort à 16,8 M\$ selon l’expertise de Keystone et à 17,9 M\$ selon celle d’ARC.

En ce qui concerne l’appartement parisien, le cabinet Sylvie Roux Expertises en estime la valeur vénale dans une fourchette comprise entre 1,8 M€ et 2,2 M€.

¹⁵⁶ Ces coûts comprennent principalement les rémunérations de la présidente-directrice générale d’EEM, de la salariée d’EEM ainsi que celles des administrateurs d’EEM. Ils incluent également les charges externes récurrentes d’EEM, ainsi que les charges liées au suivi des litiges et des procédures dans lesquels le Groupe est engagé, et les frais divers en lien avec l’OPA.

¹⁵⁷ Au taux d’actualisation de 8,4% (§ 4.4.2.2) ; nous avons cependant variabilisé le taux d’actualisation des Coûts de Structure dans les analyses de sensibilité, en évaluation intrinsèque, de la valeur par Action aux variations croisées du taux d’actualisation et du taux de croissance perpétuelle, ainsi que du taux d’actualisation et du taux de marge d’EBITDA (§ 4.4.2.6).

¹⁵⁸ Hors prise en compte de l’incidence de l’arrêt du 9 décembre 2025 de la Cour Suprême du Cambodge dans les comptes consolidés d’EEM au titre de l’exercice en cours qui, toutes égales par ailleurs, réduirait l’endettement du Groupe à concurrence de 3.346.607 \$, soit 2.855 K€ au taux de conversion €/ \$ de 1,172 au 30 juin 2025 (§ 3.3.1.7 et § 4.5).

¹⁵⁹ Hors provisions sur les titres VAE mis en équivalence (343 K€).

¹⁶⁰ Nous avons considéré qu’aucun impôt différé n’était à prendre en compte au titre du débouclage des provisions.

¹⁶¹ ANR de SAIPPPP (§ 4.4.1.3) : 6.177 K€ x part du capital de SAIPPPP non détenue par le Groupe : 3,34%.

¹⁶² Asia Real Estate Cambodia.

Compte tenu des caractéristiques du patrimoine du Groupe¹⁶³, Ledouble a mandaté CBRE Valuation (l'« **Expert Immobilier** ») afin de déterminer les valeurs vénale à retenir pour les biens immobiliers situés au Cambodge et à Paris. Ces valeurs tiennent compte du contexte actuel du marché ainsi que des caractéristiques propres à chaque actif, appréciées dans leur état actuel. L'Hôtel est, à ce titre, considéré comme vacant et non exploité.

Les résultats des expertises menées par l'Expert Immobilier sont les suivants :

Synthèse des expertises immobilières

Localisation	Biens immobiliers	Valeur vénale retenue
Siem Reap (Cambodge)	Terrain sur lequel est implanté l'Hôtel (12.585 m ²)	14 448 000 \$
Siem Reap (Cambodge)	Constructions de l'Hôtel (21.625 m ²)	2 194 000 \$
Total terrain et constructions de l'Hôtel		16 642 000 \$
Paris	Appartement à usage de bureaux (155 m ²)	2 000 000 €
Total appartement parisien		2 000 000 €

Nous notons que :

- la valeur vénale des constructions de l'Hôtel et du terrain sur lequel il est situé, estimée par l'Expert Immobilier à 16,6 M\$, se rapproche de celle retenue par Keystone (16,8 M\$) et par ARC (17,9 M\$) ;
- la valeur vénale de l'appartement parisien, estimée par l'Expert Immobilier à 2,0 M€, se situe dans le milieu de la fourchette retenue par le cabinet Sylvie Roux Expertises (1,8 M€ à 2,2 M€) ;
- aucune charge n'a été portée en déduction au titre des frais de cession de ces actifs, alors que leur cession en occasionnerait¹⁶⁴.

L'Expert Immobilier a également estimé le loyer de marché du terrain nu à 16.000 \$ par mois¹⁶⁵.

4.2. Critères et méthodes d'évaluation écartés

4.2.1. Objectifs de cours des analystes

L'Action n'est pas suivie par les analystes.

4.2.2. Actualisation des dividendes

La Société n'ayant pas de politique établie de distribution de dividendes, nous avons privilégié la méthode d'évaluation par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (« **DCF** »), intégrant par construction le potentiel de distribution de dividendes à long terme (§ 4.4.2).

¹⁶³ Prépondérance de la détention d'actifs immobiliers et absence d'activité opérationnelle.

¹⁶⁴ Ces frais n'ont pas été intégrés dans la mesure où leur chiffrage n'est pas possible à ce jour.

¹⁶⁵ Ce montant de loyer de marché sera retenu pour déterminer la valeur du droit au bail dans l'ANR de VAK (§ 4.4.1.2).

4.2.3. Approche analogique par les comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples, observés sur un échantillon de sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Nous n'avons pas identifié de sociétés cotées qui pourraient être jugées comparables en raison des caractéristiques spécifiques d'EEM (§ 3.5).

4.2.4. Approche analogique par les transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors de rachats d'entreprises, en tout ou partie, intervenus dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. En l'absence de transactions jugées comparables pour les mêmes raisons que celles décrites *supra* concernant les comparables boursiers (§ 4.2.3), cette approche n'a pas été mise en œuvre.

Nous avons pris connaissance, en ce qui concerne VAK, des manifestations d'intérêt exprimées par plusieurs investisseurs sur des actifs du Groupe, concernant notamment la reprise de l'actif hôtelier au Cambodge, sans pour autant être en mesure d'en tirer les conséquences de façon suffisamment fiable en termes de valorisation.

4.3. Critères d'évaluation retenus

4.3.1. Analyse du cours de bourse de l'Action

L'Action est cotée sur le compartiment C du marché réglementé Euronext Paris¹⁶⁶.

Nous prenons en considération, dans notre analyse du cours de bourse de l'Action, la Date de Référence du 16 mai 2025, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Opération intervenue le même jour après la clôture des marchés (§ 1).

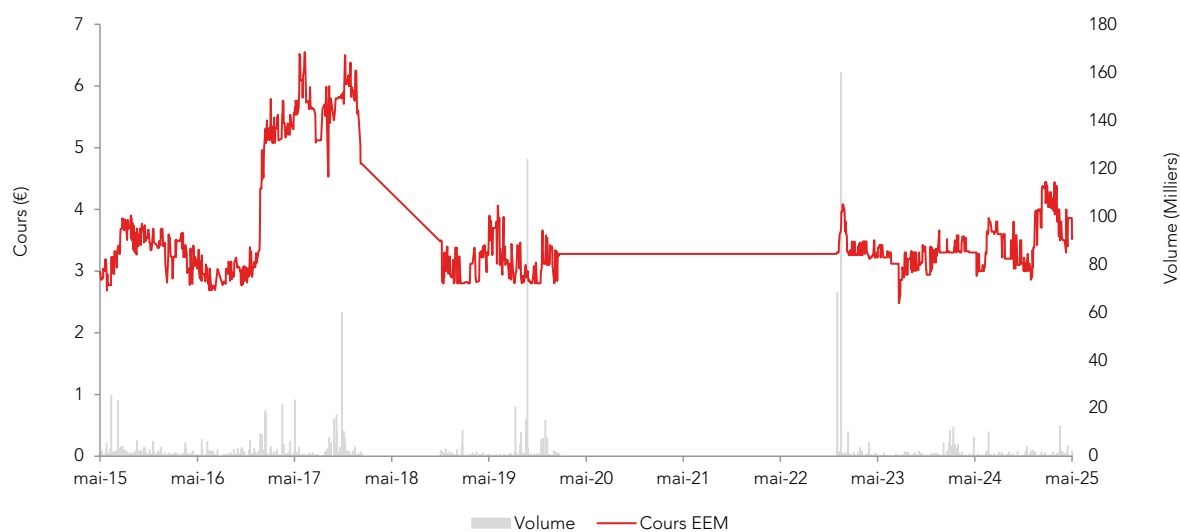
Nous présentons, ci-après :

- l'évolution du cours de l'Action, sur une période de dix ans, jusqu'à la Date de Référence (§ 4.3.1.1) ;
- l'évolution du cours de l'Action, comparée à celle de l'indice *CAC All Tradable*, sur les deux dernières années précédant la Date de Référence (§ 4.3.1.2) ;
- l'analyse des cours moyens pondérés par les volumes de l'Action sur douze mois décomptés à partir de la Date de Référence (§ 4.3.1.3).

¹⁶⁶ Sous le code ISIN FR0000035719 ; mnémonique : EEM.

4.3.1.1. Évolution du cours de bourse de l'Action sur longue période

Évolution du cours de bourse de l'Action sur 10 ans



Source : Bloomberg, analyse Ledouble

Sur cette période, le cours de bourse de l'Action a alterné de longues phases de stabilité avec des épisodes de forte volatilité, principalement liées à des événements de gouvernance, à des mouvements sur le capital de la Société ainsi qu'à l'évolution des différents contentieux et procédures dans lesquels la Société est impliquée :

- entre mai 2015 et décembre 2016, le titre a évolué de manière relativement stable, dans une fourchette comprise entre 2,7 € et 3,9 €, avec des volumes d'échanges limités ;
- fin 2016, la démission de M. François Gontier et la nomination de M. Guy Wyser-Pratte¹⁶⁷, suivies de franchissements de seuils significatifs sur le capital d'EEM¹⁶⁸ au début de l'année 2017, ont initié une phase haussière du titre. Malgré l'annonce de lourdes pertes semestrielles en novembre 2017¹⁶⁹, ces événements ont soutenu cette tendance haussière jusqu'à fin 2017, le cours atteignant un point haut de 6,5 € ;

¹⁶⁷ Lors de sa séance du 16 décembre 2016, le conseil d'administration de Viktoria Invest a pris acte de la démission de son président M. François Gontier, effective au 16 février 2017, et a procédé à son remplacement par M. Guy Wyser-Pratte, élu à l'unanimité président du Conseil d'Administration à compter du [17 février 2017](#).

¹⁶⁸ Le [6 janvier 2017](#), M. Guy Wyser-Pratte, agissant de concert avec les sociétés Bedford Property Inc. et Euro-Partners Arbitrage Fund, a déclaré avoir franchi en hausse le seuil de 20% du capital de Viktoria Invest et détenir de concert 673.266 Actions, représentant 20,72% du capital, et 16,26% des droits de vote.

M. Valéry Le Helloco a déclaré avoir franchi en hausse, le [23 janvier 2017](#), directement et indirectement, le seuil de 10% du capital de Viktoria Invest et détenir 332.459 Actions représentant 10,23% du capital, assorties de 576.193 droits de vote (13,91%).

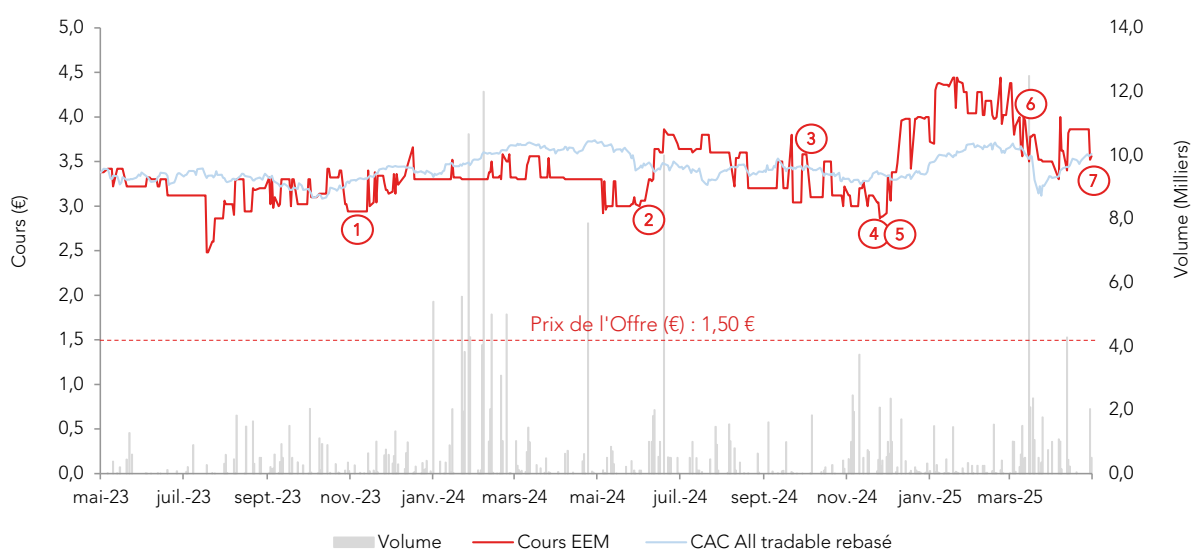
¹⁶⁹ Les comptes semestriels [2017](#) de Viktoria Invest ont fait apparaître une baisse du chiffre d'affaires de 2,11 M€ et une perte opérationnelle courante de 2,45 M€.

- en janvier 2018¹⁷⁰, la cotation a été suspendue à la demande de la Société, à la suite d'un arrêt de la Cour Suprême du Cambodge¹⁷¹ entraînant la perte de propriété de l'Hôtel au profit de M. François Gontier. La reprise de la cotation en novembre 2018 a été de courte durée : en février 2020, le titre a en effet de nouveau été suspendu en raison de problématiques de gouvernance¹⁷² ;
- la cotation de l'Action n'a repris qu'en décembre 2022¹⁷³, après la régularisation par la Société de ses obligations en matière de rapports financiers ;
- malgré un contexte marqué par des incertitudes opérationnelles et judiciaires persistantes, le cours de l'Action est resté relativement peu volatil sur la période de décembre 2022 à mai 2025, oscillant entre 2,5 € et 4,4 €, à un niveau supérieur au Prix de l'Offre.

4.3.1.2. Comparaison entre le cours de l'Action et l'indice boursier

À titre informatif, nous présentons, ci-après, l'évolution sur deux ans du cours de l'Action parallèlement à celle de l'indice boursier français CAC All Tradable :

Analyse du cours de bourse de l'Action sur 2 ans



Source : Bloomberg, analyse Ledouble

¹⁷⁰ Le cours de bourse a été suspendu le 23 janvier 2018.

¹⁷¹ Arrêt de la Cour Suprême du Cambodge rendu le 14 décembre 2017, mais communiqué au marché par voie de communiqué de presse le [23 janvier 2018](#).

¹⁷² [Le 3 février 2020](#), l'AMF a invité la Société à entreprendre les démarches nécessaires pour suspendre la cotation de l'Action avant l'ouverture des marchés le 4 février 2020.

¹⁷³ La reprise de la cotation de l'Action est intervenue le [12 décembre 2022](#).

Les événements numérotés sur le graphe de l'évolution du cours de bourse de l'Action sur 2 ans sont explicités ci-après.

Évènements marquants

Date	Évènements
1. 28-nov.-23	Conclusion d'un protocole d'accord signé avec Attis 2 pour céder hors marché les 2.448.729 actions Gascogne (10,07 % du capital), détenues par EEM, au prix de 4 € par action, soit 9,8 M€.
2. 28-juin-24	Report du projet de transfert de la cotation d'EEM vers Euronext Growth Paris par le Conseil d'Administration.
3. 15-oct.-24	Refus de l'AMF à la demande présentée par M. Valéry Le Helloco à titre individuel et pour le compte des sociétés qu'il contrôle, de dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique visant les Actions.
4. 6-déc.-24	Cession de l'actif immobilier situé à Lima pour un prix de 3,8 M\$.
5. 11-déc.-24	Rejet de la demande de sursis à exécution de M. Valéry Le Helloco par la Cour d'Appel de Paris, l'obligeant à respecter la décision de l'AMF de déposer une offre publique sur les Actions à la suite du dépassement du seuil de 30 % des droits de vote, avec une audience prévue en février 2025 pour statuer au fond.
6. 24-mars-25	Rejet par la Cour d'Appel de Paris du recours déposé par M. Valéry Le Helloco à l'encontre de la décision de l'AMF l'obligeant à déposer une offre publique sur les Actions.
7. 16-mai-25	Annonce de l'Offre.

Source : Société

4.3.1.3. Analyse des cours moyens pondérés par les volumes

Nous présentons, ci-après, l'analyse des cours moyens pondérés par les volumes (« CMPV ») de l'Action sur les douze mois antérieurs à la Date de Référence.

CMPV de l'Action

€	Date de Référence
	16-mai-25
Spot (clôture)	3,56
20 séances	3,58
60 séances	3,62
120 séances	3,53
180 séances	3,47
250 séances	3,51
12 mois	3,51
Plus bas 12 mois	2,86
Plus haut 12 mois	4,44

Source : Bloomberg

En synthèse :

- l'Action a évolué dans une fourchette de 2,86 € à 4,44 € au cours des douze derniers mois précédant la Date de Référence avec des CMPV compris entre 3,47 € et 3,62 € ;
- le Prix de l'Offre est nettement inférieur aux CMPV observés sur les douze derniers mois précédant la Date de Référence ;
- à l'annonce de l'Offre, l'Action se négociait à 3,56 €.

Les volumes de titres échangés au cours des douze derniers mois précédant la Date de Référence illustrent la liquidité assez restreinte du titre, avec une rotation annuelle de l'Action de 12%.

Rotation de l'Action

	Date de Référence
	16-mai-25
Volume échangé 12 mois	107 176
Flottant	887 661
Rotation du flottant (%)	12%

Source : Bloomberg, analyses Ledouble

Néanmoins, le niveau de liquidité nous paraît suffisant pour avoir permis historiquement aux petits porteurs d'échanger leurs titres, et ce en l'absence de contrat de liquidité (§ 4.2.1) ; en conséquence, nous considérons que la référence au cours de l'Action, en tant que critère d'évaluation, peut être retenue dans notre appréciation du Prix de l'Offre¹⁷⁴.

À la suite de l'annonce de l'Offre, le cours de l'Action s'est maintenu à un niveau sensiblement supérieur au Prix de l'Offre.

¹⁷⁴ Pour mémoire, l'Initiateur avait invoqué le principe d'une référence au cours de bourse de l'Action, en l'occurrence :

- 3,50 €, dans sa demande, en date du 24 octobre 2024, de sursis à exécution de la décision de l'AMF du 14 octobre 2024 (§ 2.2.1), p. 6 : « [le requérant ignore à ce stade le prix auquel l'offre devrait être faite pour être déclarée conforme par l'AMF mais, sans préjuger de cette question, il sera relevé que sur la base d'un cours de bourse de 3,50 euros au 30 septembre 2024 [souligné par nous], la capitalisation boursière d'EEM représente près de 20 millions d'euros, soit 14 millions d'euros pour 70% » ;
- 3,12 €, dans ses observations en réplique, en date du 13 novembre 2024, aux fins de sursis à exécution de ladite décision de l'AMF, p. 6 : « [le requérant ignore à ce stade le prix auquel l'offre devrait être faite pour être déclarée conforme par l'AMF mais, sans préjuger de cette question, il sera relevé que sur la base d'un cours de bourse de 3,12 euros au 8 novembre 2024, et d'un actif net par action au 30 juin 2024 de 3,05 euros par action (tel que publié par la société le 24 septembre 2024) [souligné par nous], la capitalisation boursière d'EEM représente près de 18 millions d'euros, soit 12 millions d'euros pour 70% ».

L'ordonnance de rejet relative à cette requête en vue d'un sursis à exécution, prononcée par la Cour d'appel de Paris le 11 décembre 2024, relève dans les mêmes termes, p. 5, que :

- les requérants ont invoqué que « si l'offre est menée à son terme et qu'elle reçoit une suite positive, c'est-à-dire si des actionnaires ont apporté leurs titres et perçu le prix d'acquisition, elle impliquera un investissement en capital et un décaissement définitif correspondant au prix total payé dans l'offre (dans l'hypothèse où l'offre serait menée à son terme, du paiement aux actionnaires des titres qu'ils auront apportés à l'offre représentant [environ] 70% du capital d'EEM [compte tenu des actions déjà détenues par les membres du Concert], sur la base d'un cours de bourse de 3,50 euros au 30 septembre 2024 et d'une capitalisation boursière d'EEM représentant 20 millions d'euros, un montant de 14 millions d'euros).
- Dans leurs dernières écritures en réplique, [les requérants] précisent les coûts que le Concert sera contraint d'engager de manière définitive, outre ceux de mobilisation (intérêts à parfaire) de la somme totale à déboursier, en cas de succès de l'offre, à la somme actualisée de 12 millions d'euros sur la base d'un cours de bourse de 3,12 euros au 8 novembre 2024 et à des honoraires de la banque présentatrice et garante de l'offre et les frais de conseil d'au moins 300.000 euros, avec pour conséquence, pour Monsieur Le Helloco, une complète désorganisation de son patrimoine. »

4.3.2. Actif net comptable (ANC)

La Société dispose au 30 juin 2025 de capitaux propres consolidés à hauteur de 12.674 K€ (§ 3.4.2.9), soit un actif net comptable consolidé de **2,21** €¹⁷⁵ par Action versus 1,89 €¹⁷⁶ au 31 décembre 2024.

La référence à l'ANC n'est usuellement pas retenue parmi les critères d'évaluation, car elle n'intègre pas les plus-values latentes sur les actifs. Toutefois, en l'espèce, elle nous paraît incontournable, dans la mesure où elle reflète la valeur minimale de l'Action susceptible de revenir aux actionnaires de la Société (les « **Actionnaires** »), et n'est en outre remise en cause ni par les critères boursiers (§ 4.3.1), ni par les résultats des méthodes d'évaluation que nous avons développées (§ 4.4)¹⁷⁷.

4.4. Méthodes d'évaluation retenues

Pour apprécier le Prix de l'Offre, nous nous référons principalement à :

- une évaluation patrimoniale par référence à l'actif net réévalué (l'« **ANR** ») (§ 4.4.1) ;
- une évaluation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie issus du Plan d'Affaires (§ 4.4.2).

4.4.1. Évaluation patrimoniale (ANR)

4.4.1.1. Méthodologie

La méthode de l'ANR, qui table sur la cession de l'ensemble des actifs dans une perspective liquidative, consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan.

L'ANR de la Société et de ses filiales a été déterminé à partir de leurs comptes sociaux semestriels au 30 juin 2025.

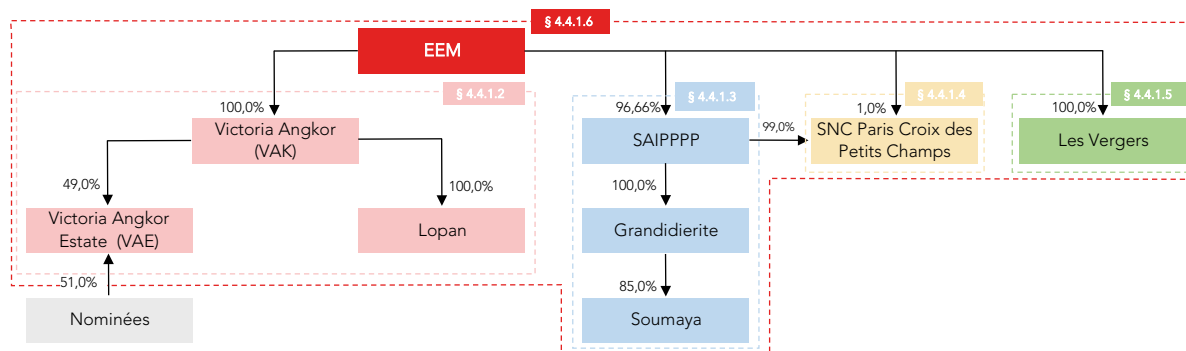
Compte tenu de la structure capitalistique du Groupe, nous avons dans un premier temps déterminé un ANR au niveau des entités dont le capital est directement détenu, en tout ou partie, par EEM, à savoir VAK (§ 4.4.1.2), SAIPPPP (§ 4.4.1.3), CPC (§ 4.4.1.4) et Les Vergers (§ 4.4.1.5).

¹⁷⁵ Capitaux propres consolidés part du Groupe au 30 juin 2025 : 12.674 K€ (§ 3.4.2.9) / Nombre total d'Actions : 5.738.299 (§ 2.3).

¹⁷⁶ Capitaux propres consolidés part du Groupe au 31 décembre 2024 : 10.868 K€ (§ 3.4.2.9) / Nombre total d'Actions : 5.738.299 (§ 2.3).

¹⁷⁷ Pour mémoire, comme retranscrit et souligné par nous *supra* (§ 4.3.1.3), l'Initiateur avait invoqué, dans ses observations en réplique, en date du 13 novembre 2024, aux fins de sursis à exécution de la décision de l'AMF du 14 octobre 2024, outre le principe d'une référence au cours de bourse, également celui d'une référence à l'actif net par action.

Dans un second temps, nous avons établi un ANR au niveau d'EEM (§ 4.4.1.6), en nous appuyant sur les valeurs des entités susmentionnées, afin de réévaluer ses titres de participation.



4.4.1.2. ANR de VAK¹⁷⁸

L'ANR de VAK, qui se fonde sur la valeur vénale des actifs hôteliers cambodgiens, se détaille comme suit¹⁷⁹ :

Actif net réévalué VAK	
K\$	30/06/2025
Capitaux propres VAK au 30 juin 2025	(7 584)
Estimation de la valeur du droit au bail	5 151
(-) Valeur nette comptable	(923)
Plus-value sur le droit au bail	4 228
(-) Estimation de l'impact fiscal	(846)
Réévaluation du droit au bail	3 382
Estimation de la valeur des constructions	2 194
(-) Montant déductible (80% du prix de cession)	(1 755)
Base imposable retenue	439
(-) Estimation de l'impact fiscal	(88)
(-) Valeur nette comptable	(328)
Réévaluation des constructions	1 778
Estimation de la valeur des titres de participation VAE	8 105
Quote-part de détention de VAK	49,0%
Estimation de la valeur des titres de participation VAE détenus par VAK	3 971
(-) Valeur nette comptable	(2)
Plus-value latente sur les titres de participation VAE	3 969
(-) Estimation de l'impact fiscal	(794)
Réévaluation des titres de participation VAE	3 175
Estimation de la valeur des titres de participation Lopan	(62)
(-) Valeur nette comptable	-
(-) Estimation de l'impact fiscal	-
Réévaluation des titres de participation Lopan	(62)
Actif net réévalué (K\$)	690
Actif net réévalué (K€)	588

¹⁷⁸ Les comptes de VAK sont publiés en dollars américains.

¹⁷⁹ Hors prise en compte de l'incidence de l'arrêt du 9 décembre 2025 de la Cour Suprême du Cambodge dans les comptes consolidés d'EEM au titre de l'exercice en cours qui, toutes égales par ailleurs, réduirait l'endettement de VAK et, par conséquent, du Groupe à concurrence de 3.346.607 \$, soit 2.855 K€ au taux de conversion €/ \$ de 1,172 au 30 juin 2025 (§ 3.3.1.7 et § 4.5).

L'ANR de VAK, d'un montant de 690 K\$, soit 588 K€¹⁸⁰, intègre :

- la valeur du droit au bail relatif au terrain sur lequel se situe l'Hôtel (5.151 K\$), déterminée à partir du loyer annuel de marché estimé par l'Expert Immobilier à 192 K\$¹⁸¹, et du loyer annuel contractuel ;
- la valeur vénale des constructions de l'Hôtel (2.194 K\$), déterminée à partir de l'estimation de l'Expert Immobilier (§ 4.1.6) ;
- la valeur vénale du terrain dans son intégralité, attribuable à VAE (9.297 K\$)¹⁸², déterminée à partir de l'estimation de l'Expert Immobilier, intégrée dans la réévaluation des titres VAE ;
- la valeur des titres de participation Lopan (-62 K€), déterminée à partir de ses capitaux propres sociaux au 30 juin 2025.

S'agissant de l'estimation de l'impact fiscal¹⁸³, il convient de distinguer la fiscalité applicable aux plus-values réalisées lors de la cession¹⁸⁴ :

- de biens immobiliers (terrains, bâtiments, constructions...) ; et
- d'autres actifs, comme notamment des actions ou des baux.

Pour la cession d'un bien immobilier, la base imposable peut être déterminée selon deux modalités¹⁸⁵ :

- la méthode standard, consistant à appliquer une déduction forfaitaire de 80% du prix de vente, sans qu'il soit nécessaire de justifier les coûts ; la base imposable correspond ainsi à 20% du prix de cession ;
- la méthode des coûts réels, permettant de déduire du prix de vente certains coûts (prix d'acquisition, dépenses d'amélioration, frais liés à la cession).

En l'espèce :

- la méthode standard a été retenue pour calculer l'impact fiscal lié à la réévaluation du terrain et des constructions de l'Hôtel, dans la mesure où elle s'avère plus avantageuse pour VAE et VAK ;
- en revanche, pour la réévaluation du droit au bail et des titres VAE, la base imposable ne peut être déterminée qu'en recourant à la méthode des coûts réels.

¹⁸⁰ Sur la base d'un taux de change de 1,172 \$ / € au 30 juin 2025.

¹⁸¹ Sur la base d'un loyer mensuel de marché de 16.000 \$ (§ 4.1.6).

¹⁸² Valeur vénale du terrain pour VAE : 9.297 K\$ = Valeur totale du terrain : 14.448 K\$ (§ 4.1.6) - Valeur du droit au bail : 5.151 K\$.

¹⁸³ Le taux d'impôt sur les sociétés au Cambodge est de 20%.

¹⁸⁴ Source : « Tax Alert : Cambodia Implements Long-Awaited Capital Gains Tax », [24 juillet 2025](#).

¹⁸⁵ Prakas n° 496 MEF.PRK, [18 juillet 2025](#). Le texte officiel est rédigé en Khmer.

4.4.1.3. ANR de SAIPPPP

L'ANR de SAIPPPP se détaille comme suit :

Actif net réévalué SAIPPPP	
K€	30/06/2025
Capitaux propres SAIPPPP au 30 juin 2025	4 729
Estimation de la valeur de la SNC Paris Croix des Petits Champs (§ 4.4.1.4)	1 472
Quote-part de détention de SAIPPPP	99,0%
Estimation de la valeur des titres de participation SNC Paris Croix des Petits Champs	1 457
(-) Valeur nette comptable	(40)
Plus-value latente sur les titres de participation SNC Paris Croix des Petits Champs	1 417
(-) Estimation de l'impact fiscal	-
Réévaluation des titres de participation SNC Paris Croix des Petits Champs	1 417
Estimation de la valeur des titres de la SCPI GF Saint Louis	42
(-) Valeur nette comptable	(11)
Plus-value latente sur les titres de la SCPI GF Saint Louis	30
(-) Estimation de l'impact fiscal	-
Réévaluation des titres de la SCPI GF Saint Louis	30
Actif net réévalué	6 177

L'ANR de SAIPPPP, d'un montant de 6.177 K€, intègre :

- la valeur vénale de l'appartement situé à Paris, déterminée à partir de l'estimation de l'Expert Immobilier à 2,0 M€, intégrée dans la réévaluation des titres CPC (§ 4.4.1.4) ;
- la réévaluation des titres de la SCPI GF Saint Louis sur la base d'une valeur liquidative de 115 €¹⁸⁶ par part¹⁸⁷.

L'évaluation des titres de participation Grandidierite, fondée sur un ANR, aboutit à une valeur équivalente à leur valeur nette comptable inscrite chez SAIPPPP. Il n'y a donc pas lieu de procéder à une réévaluation de ces titres.

Nous n'appliquons pas la quote-part de frais et charges de 12% pour l'estimation de l'impact fiscal lié à la cession des titres de la société CPC et des parts de la SCPI GF Saint Louis, ces sociétés étant réputées à prépondérance immobilière¹⁸⁸ ; en tout état de cause, la prise en compte d'une quote-part de frais et charges n'emporterait aucune incidence fiscale.

Compte tenu de l'intégration fiscale dont SAIPPPP est membre, avec EEM en qualité de société mère, ainsi que de l'existence de déficits fiscaux reportables et de pertes opérationnelles annuelles récurrentes au sein du périmètre intégré, nous avons estimé que la cession des titres CPC et des parts de la SCPI GF Saint Louis n'aurait pas d'impact fiscal.

¹⁸⁶ Information communiquée par la société de gestion Fiducial.

¹⁸⁷ SAIPPPP détient 361 parts de la SCPI GF Saint Louis.

¹⁸⁸ Source : [BOI-IS-BASE-20-20-10-30](#).

4.4.1.4. ANR de CPC¹⁸⁹

L'ANR de CPC, qui se fonde sur la valeur vénale de l'appartement situé à Paris, se détaille comme suit :

Actif net réévalué CPC	
K€	30/06/2025
Capitaux propres CPC au 30 juin 2025	(27)
Estimation de la valeur de l'appartement situé à Paris	2 000
(-) Valeur nette comptable du terrain	(151)
(-) Valeur nette comptable des constructions	(329)
(-) Valeur nette comptable des autres immobilisations corporelles	(22)
(-) Estimation de l'impact fiscal	-
Réévaluation de l'actif immobilier	1 499
Actif net réévalué	1 472
Actif net réévalué @1%	15

L'ANR de CPC, d'un montant de 1.472 K€, intègre la valeur vénale de l'appartement situé à Paris, déterminée à partir de l'estimation de l'Expert Immobilier à 2,0 M€.

Compte tenu de l'intégration fiscale dont CPC est membre, avec EEM en qualité de société mère, ainsi que de l'existence de déficits fiscaux reportables et de pertes opérationnelles annuelles récurrentes au sein du périmètre intégré, nous avons estimé que la cession de l'appartement parisien n'entraînerait aucun impact fiscal.

4.4.1.5. ANR de Les Vergers

Aucun élément bilantiel de la société Les Vergers ne justifie une réévaluation. Ainsi, l'ANR de la société Les Vergers correspond à ses capitaux propres au 30 juin 2025, soit une valeur négative de 925 K€.

Au niveau d'EEM, cette situation nette négative a été appréhendée comme suit :

- dépréciation intégrale des titres de participation Les Vergers (3.696 K€) (§ 3.4.3.1) ;
- dépréciation intégrale du compte courant Les Vergers (901 K€) (§ 3.4.3.1) ;
- constatation d'une provision pour charges liée à la situation nette négative de la société Les Vergers (23 K€) (§ 3.4.3.5).

En conséquence, il n'est pas nécessaire de procéder à une réévaluation des titres Les Vergers au niveau d'EEM, dans la mesure où les dépréciations et la provision comptabilisées reflètent déjà la situation nette négative de la société.

¹⁸⁹ EEM détient directement 1,0% du capital de CPC (§ 3.1.1).

4.4.1.6. ANR d'EEM

L'ANR d'EEM, qui se fonde sur la valeur vénale des actifs immobiliers de la Société, se détaille comme suit, à partir des capitaux propres sociaux de la Société au 30 juin 2025 (§ 3.4.3.4) :

Actif net réévalué EEM	
K€	30/06/2025
Capitaux propres EEM au 30 juin 2025	12 333
Estimation de la valeur des titres de participation VAK	588
(-) Valeur brute	(791)
Plus-value latente sur les titres de participation VAK	(202)
(-) Estimation de l'impact fiscal	-
(-) Valeur nette comptable	-
Réévaluation des titres de participation VAK	588
Estimation de la valeur de SAIPPPP	6 177
Quote-part de détention d'EEM	96,66%
Estimation de la valeur des titres de participation SAIPPPP	5 970
(-) Valeur nette comptable	(3 738)
Plus-value latente sur les titres de participation SAIPPPP	2 232
(-) Estimation de l'impact fiscal	-
Réévaluation des titres de participation SAIPPPP	2 232
Estimation de la valeur de SNC Paris Croix des Petits Champs	1 472
Quote-part de détention d'EEM	1,0%
Estimation de la valeur des titres de participation SNC Paris Croix des Petits Champs	15
(-) Valeur nette comptable	(0,4)
Plus-value latente sur les titres de participation SNC Paris Croix des Petits Champs	14
(-) Estimation de l'impact fiscal	-
Réévaluation des titres de participation SNC Paris Croix des Petits Champs	14
Reprise de la dépréciation de la créance de compte courant VAK chez EEM	1 960
Engagements de retraite	(12)
Actif net réévalué pré Coûts de Structure	17 117
Actif net réévalué pré Coûts de Structure par Action (€)	2,98
Valeur actuelle des Coûts de Structure	(4 452)
Actif net réévalué	12 664
Nombre d'Actions EEM	5 738 299
Actif net réévalué par Action (€)	2,21

L'ANR d'EEM, d'un montant de 12.664 K€, intègre :

- la réévaluation des titres VAK, SAIPPPP et CPC sur la base d'une estimation de leur valeur, déterminée à partir de leur ANR calculé précédemment (§ 4.4.1.2, § 4.4.1.3, § 4.4.1.4) ;
- les différents coûts à engager¹⁹⁰ par la Société sur la durée nécessaire à la cession de l'ensemble de ses actifs immobiliers, à savoir les Coûts de Structure (§ 4.1.5), cantonnés et actualisés sur la période 2025¹⁹¹ à 2027 (4.452 K€) ;
- la reprise de la dépréciation de la créance de compte courant vis-à-vis de VAK (1.960 K€) chez EEM (§ 3.4.3.1), dès lors que les titres VAK recouvrent une valeur positive ;

¹⁹⁰ La réalisation des actifs de la Société à une valeur d'expertise implique de gérer les cessions ; nous avons donc retenu des frais généraux couvrant la durée nécessaire à une cession de la totalité des actifs de la Société. Les décotes d'ANR observées sur les foncières intègrent notamment l'impact de ces coûts de structure.

¹⁹¹ À partir du second semestre.

- les indemnités de fin de carrière provisionnées au titre des avantages postérieurs à l'emploi dans les comptes consolidés semestriels du Groupe au 30 juin 2025 à hauteur de 12 K€ (§ 3.4.2.11), mais non comptabilisées dans les capitaux propres sociaux de la Société sur lesquels se fonde le calcul de l'ANR d'EEM (§ 3.4.3.5).

Nous n'appliquons pas la quote-part de frais et charges de 12% pour l'estimation de l'impact fiscal lié à la cession des titres VAK¹⁹², SAIPPPP et CPC, ces sociétés étant réputées à prépondérance immobilière ; en tout état de cause, la prise en compte d'une quote-part de frais et charges n'emporterait aucune incidence fiscale.

Compte tenu de l'intégration fiscale ainsi que de l'existence de déficits fiscaux reportables et de pertes opérationnelles annuelles récurrentes au sein du périmètre intégré, nous avons estimé que la cession des titres de participation n'entraînerait aucun impact fiscal.

Il convient de préciser que l'ANR n'intègre pas les frais spécifiques¹⁹³ qui seraient inhérents à la cession des actifs de la Société.

Nous considérons que l'évaluation patrimoniale s'assimile à une valeur liquidative fondée sur la cession progressive de l'ensemble des actifs dont le produit de la vente reviendrait aux Actionnaires ; l'hypothèse d'une cession immédiate de l'ensemble de ces actifs et de la résolution sans délai des contentieux se refléterait au travers de l'ANR hors Coûts de Structure qui, dès lors, représente la valeur maximale de l'Action par l'ANR.

Sur cette base, la valeur de l'Action par l'ANR ressort à :

- **2,21 €** sous déduction des Coûts de Structure ;
- **2,98 €** avant prise en compte des Coûts de Structure.

4.4.2. Valorisation intrinsèque par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ou *Discounted Cash-Flow* (DCF)

4.4.2.1. Rappel des principes de la méthode DCF

La méthode DCF repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise (valeur d'entreprise) sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

Le calcul de la valeur terminale, estimée au-delà de la période explicite de prévisions, repose sur l'estimation d'un *cash-flow* libre durable et tient ainsi compte d'une hypothèse de continuité de l'exploitation et de croissance à long terme (croissance perpétuelle).

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres de la Société, la valeur de ses activités opérationnelles (valeur d'entreprise) est majorée de la trésorerie financière nette (§ 4.1.5).

¹⁹² Dans l'approche patrimoniale (ANR), nous postulons que l'Hôtel n'est pas remis en exploitation et, dès lors, que VAK est une société à prépondérance immobilière.

¹⁹³ Honoraires divers, hors Coûts de Structure, engagés spécifiquement par la Société dans le cadre du processus de cession des actifs.

4.4.2.2. Taux d'actualisation

Nous avons déterminé le coût du capital (« CoC¹⁹⁴ ») à partir de la formule du modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) ; nous avons privilégié la méthode directe¹⁹⁵ qui consiste à calculer le coût du capital par le beta de l'actif économique de la Société, dont le profil de risque est spécifique par rapport aux autres foncières du secteur, sur la base :

- d'un taux sans risque de **3,5%**, soit la moyenne historique 3 mois des OAT à échéance 10 ans¹⁹⁶ ;
- du beta de l'actif économique de la Société¹⁹⁷ sur une période de 5 ans, égal à **0,97**^{198 199} ;
- d'une prime de risque du marché français estimée à **5,1%**²⁰⁰ ;
- d'une prime de risque spécifique de **4,7%**²⁰¹, reflétant le risque de l'activité hôtelière exercée au Cambodge²⁰².

Le coût moyen du capital que nous avons retenu pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie en DCF ressort ainsi à **13,2%**, étant précisé que les Coûts de Structure aux bornes du Groupe ont été actualisés à partir d'un taux d'actualisation excluant la prime de risque pays (8,4%) :

Taux d'actualisation	
Composants	
Taux sans risque	3,5%
Beta désendetté	0,97
Rendement de marché	8,6%
Prime de risque	5,1%
Prime risque pays	4,7%
Taux d'actualisation	13,2%

Source : Bloomberg, Investing

¹⁹⁴ Cost of Capital.

¹⁹⁵ La méthode indirecte consiste à déterminer de manière distincte le coût des fonds propres et le coût de la dette. Pour mémoire, il est d'usage de considérer que la structure de financement d'une entreprise n'a pas d'incidence significative sur la valeur de ses activités.

¹⁹⁶ Source : Investing.

¹⁹⁷ Nous n'avons pas retenu un beta issu d'un échantillon de sociétés comparables compte tenu de la diversité des acteurs dont la nature des actifs immobiliers détenus est nécessairement différente de celle des actifs immobiliers d'EEM, chacun de ces acteurs ayant sa propre stratégie d'investissement.

¹⁹⁸ Nous avons considéré que le *gearing* de la Société était nul.

¹⁹⁹ Le beta désendetté des entreprises du secteur hôtelier s'établit généralement autour de 1,0.

²⁰⁰ Ledouble dispose de son propre modèle d'estimation du rendement de marché français. Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à **8,6%** (source : Ledouble, 30 novembre 2025), qui, sous déduction d'un taux sans risque de **3,5%**, induit une prime de risque de **5,1%**.

²⁰¹ Notre estimation des primes de risque pays intègre :

- une composante financière calculée à partir des *spreads* des *credit default swaps* (CDS) associés au *rating* souverain du Cambodge, et
- une composante politique basée sur un *scoring* publié par Bloomberg.

²⁰² Cette prime de risque pays, qui ressort globalement à **4,7%**, traduit un niveau de risque notoirement plus élevé pour le Cambodge, où est opérée l'activité hôtelière, par rapport à la France, dans un contexte notamment de tension récurrente sur les régions frontalières entre le Cambodge et la Thaïlande, la région de Siem Reap où se situe l'Hôtel étant concernée par le conflit opposant ces deux pays (§ 3.2.2).

4.4.2.3. Taux de croissance perpétuelle

La valeur terminale a été déterminée en tablant sur un taux de croissance perpétuelle de **3,0%**, en ligne avec les prévisions d'inflation à long terme au Cambodge²⁰³.

4.4.2.4. Imposition

S'agissant de l'activité hôtelière au Cambodge, le taux d'impôt sur les sociétés retenu correspond au taux actuellement en vigueur dans le pays, soit **20,0%**.

Par ailleurs, nous avons intégré dans la Trésorerie Nette Ajustée la valeur actuelle des déficits fiscaux aux bornes de VAK, d'un montant de 174 K€ (§ 4.1.5).

Il convient de préciser que, dans l'évaluation intrinsèque, les déficits fiscaux d'intégration fiscale aux bornes des sociétés françaises du Groupe²⁰⁴ et antérieurs à l'intégration fiscale ne pourront pas être consommés. En effet, la contribution additionnelle d'EEM à la trajectoire des flux prévisionnels du Plan d'Affaires se limite aux seuls Coûts de Structure.

4.4.2.5. Plan d'Affaires²⁰⁵ et Coûts de Structure

Le calcul de l'ANR présenté ci-avant (§ 4.4.1) postule une cession des actifs qui n'implique pas de se référer à des prévisions.

À titre de recoupement dans le cadre de l'Évaluation Multicritère et en complément de nos travaux de valorisation patrimoniale, nous avons exploité le Plan d'Affaires approuvé par le Conseil d'Administration du 10 novembre 2025, traduisant l'hypothèse envisageable, sous certaines conditions, de remise en exploitation de l'Hôtel ; le Projet de Note d'Information en Réponse²⁰⁶ précise à cet égard que « *Cet actif hôtelier, fermé depuis la pandémie de Covid-19²⁰⁷ n'est pas exploité actuellement et les travaux de remise en l'état en vue de sa réouverture, envisagée en 2027 (79 chambres puis 130 chambres à l'horizon 2033), seraient lancés en l'absence de changement majeur de l'environnement juridique, économique et politique impactant le groupe et avec le soutien, si nécessaire, de partenaires locaux* ».

La trajectoire prévisionnelle de l'activité hôtelière sur la période 2027 à 2035 (la « **Période Explicite** »), décrite ci-après, tient compte parallèlement de l'incidence des Coûts de Structure :

- les trajectoires du Plan d'Affaires ont été élaborées à partir des revenus générés par les différentes activités de l'Hôtel, notamment l'hébergement, la restauration et le bar²⁰⁸, qui ont été établis selon des hypothèses fondées sur l'exploitation actuelle d'établissements hôteliers comparables au Cambodge ; les charges d'exploitation ont été déclinées pour chacune de ces activités ;

²⁰³ Source : FMI.

²⁰⁴ EEM, SAIPPPP, Les Vergers et CPC (§ 4.1.4).

²⁰⁵ Le Plan d'Affaires a été soumis à la Direction par le conseil qu'elle a mandaté pour son élaboration, en la personne de l'ancienne directrice générale de la chaîne Victoria Hotels & Resorts.

²⁰⁶ Projet de Note d'Information en Réponse, § 1.2.1 « Présentation sommaire des activités de la Société », p. 4.

²⁰⁷ L'Hôtel est fermé depuis septembre 2020.

²⁰⁸ L'Hôtel génère également des revenus issus du spa, de la boutique, d'activités touristiques ainsi que de la location de salles de réunion.

- le Plan d’Affaires prévoit une remise en exploitation de l’Hôtel en deux temps, avec une capacité initiale de 79 chambres courant 2027²⁰⁹, portée à 130 chambres à compter de 2033, correspondant à la capacité maximale de l’Hôtel et à sa configuration initiale (§ 3.1.2.1) ;
- les investissements de rénovation nécessaires à la remise en exploitation de l’Hôtel avant sa réouverture²¹⁰, ainsi que ceux destinés à l’extension de la capacité de 79 à 130 chambres à réaliser en 2032²¹¹, ont été intégrés au Plan d’Affaires ;
- afin de valoriser le Groupe à partir du Plan d’Affaires, nous avons pris en compte, dans le passage de la valeur d’entreprise, résultant de la modélisation du Plan d’Affaires, à la valeur des capitaux propres, la valeur actuelle des Coûts de Structure²¹² (§ 4.1.5), dont la trajectoire sur la Période Explicite, comme celle du Plan d’Affaires, a été approuvée par le Conseil d’Administration du 10 novembre 2025²¹³.

(i) Période Explicite

Le Plan d’Affaires se traduit globalement sur la Période Explicite par :

- une forte croissance du chiffre d’affaires, estimé à plus de 13 M\$ à l’horizon 2035, portée notamment par :
 - une hausse du taux d’occupation des chambres, passant de 25% en 2027 à 75% en 2032²¹⁴, entraînant, outre l’augmentation des revenus liés à l’hébergement, une progression des revenus provenant de la restauration, du bar et des autres activités de l’Hôtel ;
 - une augmentation du prix moyen par chambre, passant de 150 \$ en 2027 à plus de 250 \$ en 2035 ;
 - la capacité maximale de 130 chambres à compter de 2033 ;
- une amélioration significative du taux de marge d’EBITDA, qui atteint près de 49% à l’horizon 2035, sous l’effet d’une amélioration de l’absorption des charges d’exploitation liée notamment à la hausse du taux d’occupation et à l’augmentation du prix moyen par chambre ;
- une enveloppe d’investissements consacrée à la rénovation des chambres tous les cinq ans, équivalente à 3,0% du chiffre d’affaires²¹⁵, étant précisé que le Plan d’Affaires intègre

²⁰⁹ Il est prévu que la remise en exploitation de l’Hôtel intervienne le 1^{er} octobre 2027.

²¹⁰ Un devis établi en novembre 2025, à la demande de la Société, prévoit un montant d’investissements de rénovation estimé à 5,6 M\$, tenant compte de la rénovation des parties communes.

²¹¹ Le montant de l’investissement nécessaire pour porter la capacité de l’Hôtel de 79 à 130 chambres est estimé à 1 M\$.

²¹² Dont les coûts de structure de VAK, engagés au cours de la période préalable à la remise en exploitation de l’Hôtel. La Direction a estimé que les coûts de structure de VAK s’élèveraient à 0,1 M€ sur le second semestre 2025, à 0,2 M€ en 2026, puis à 0,1 M€ sur les neuf premiers mois de 2027.

²¹³ Le niveau des Coûts de Structure diminue progressivement sur l’horizon de la Période Explicite pour s’établir à environ 0,5 M€, cette baisse résultant principalement de la réduction anticipée des charges salariales, des honoraires des commissaires aux comptes et de l’Expert-Comptable du fait de la diminution du nombre de filiales, ainsi que des frais juridiques liés au suivi des procédures et des contentieux.

²¹⁴ Le taux d’occupation recule en 2033 pour s’établir à 70%, en raison de l’augmentation de la capacité à 130 chambres, avant de retrouver un niveau normatif de 75% en 2035.

²¹⁵ Des investissements de maintenance sont prévus en 2032 pour les 79 chambres rénovées disponibles à la réouverture de l’Hôtel en octobre 2027 ainsi qu’en 2037 pour l’intégralité des 130 chambres rénovées disponibles en 2033.

des dépenses annuelles d'entretien à hauteur de 3,0% du chiffre d'affaires, couvrant les travaux courants (peinture, retouches...);

- un niveau de BFR négatif²¹⁶ équivalent à 45 jours de chiffre d'affaires, soit environ 12% du chiffre d'affaires, estimé par la Direction sur la base de données recueillies auprès d'hôteliers locaux ;
- un taux d'impôt sur les sociétés rapporté à l'EBIT de 20,0% correspondant à celui en vigueur au Cambodge ; les déficits fiscaux sont appréhendés de façon distincte (§ 4.4.2.4).

À titre indicatif, l'exploitation hôtelière dégagerait de la trésorerie à partir de 2028 ; compte tenu de la trajectoire des Coûts de Structure, le Groupe ne dégagerait un excédent de trésorerie qu'à compter de 2029. En tout état de cause, par référence au volant de trésorerie et équivalents de trésorerie dont dispose le Groupe au 30 juin 2025, d'un montant de 9.688 K€ (§ 3.4.2.8), le financement du projet pourrait potentiellement être auto-financé.

(ii) Période d'Extrapolation

Nous avons procédé à une extrapolation du Plan d'Affaires sur la période 2036 à 2037 (la « **Période d'Extrapolation** »), se traduisant par :

- une croissance annuelle de chiffre d'affaires convergeant linéairement vers le taux d'inflation à long terme de 3,0% (§ 4.4.2.3) ;
- un taux de marge d'EBITDA²¹⁷ convergeant linéairement vers le taux de marge cible de 55%²¹⁸ retenu par la Direction ;
- des investissements de maintenance à hauteur de 3,0% du chiffre d'affaires, pour la rénovation des 130 chambres de l'Hôtel, prévus en 2037 (cf. *supra* i) ;
- un niveau de BFR, rapporté au chiffre d'affaires, stable par rapport au niveau de 2035 (cf. *supra* i) ;
- un taux d'impôt sur les sociétés rapporté à l'EBIT (20,0%) équivalent à celui retenu en 2035 (cf. *supra* i).

(iii) Construction de la valeur terminale

À partir des données prévisionnelles sous-tendant la Période Explicite prolongée sur la Période d'Extrapolation, ainsi que des informations recueillies auprès de la Direction, nous avons déterminé la valeur terminale qui résulte :

- de la capitalisation au taux d'actualisation de 13,2% (§ 4.4.2.2), minoré du taux de croissance perpétuelle de 3% (§ 4.4.2.3), d'un cash-flow d'exploitation fiscalisé au taux de 20% (cf. *supra* ii) considéré comme récurrent ; et
- de l'actualisation de la valeur ainsi obtenue.

²¹⁶ Compte tenu du modèle économique de l'activité hôtelière.

²¹⁷ Les dépenses annuelles d'entretien représentant 3% du chiffre d'affaires sont comprises dans l'EBITDA (cf. *supra* i).

²¹⁸ Le taux de marge d'EBITDA de 55% tient compte d'un loyer annuel faible aux termes du bail attaché au terrain sur lequel est implanté l'Hôtel, qui expire en 2066 (§ 3.1.2.1), comparé à celui des acteurs locaux ; les conseils juridiques de la Société considèrent qu'en l'état les modalités financières du bail confèrent à VAK un avantage compétitif important par rapport aux concurrents hôteliers sur le site de Siem Reap.

Le flux normatif en valeur terminale repose sur les hypothèses clés suivantes :

- un taux de croissance perpétuelle de 3,0% (cf. *supra* ii) ;
- un taux de marge d'EBITDA de 55%²¹⁹ (cf. *supra* ii) ;
- un niveau d'investissements de maintenance équivalent à 0,6% du chiffre d'affaires²²⁰, afin de tenir compte de leur caractère périodique ;
- une variation du BFR résultant de la croissance perpétuelle ;
- la reconduction du taux d'impôt sur les sociétés (cf. *supra* ii).

4.4.2.6. Synthèse de la valorisation DCF

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur de l'Action aux variations croisées :

- du taux d'actualisation (+/- 25 bp par rapport au taux d'actualisation retenu de 13,2%) et du taux de croissance perpétuelle (+/- 25 bp par rapport au taux de croissance perpétuelle de 3,0%) :

Analyse de sensibilité de la valeur par Action

Croissance normative	Taux d'actualisation				
	-50 bp	-25 bp	0 bp	+25 bp	+50 bp
-50 bp	3,30	3,20	3,09	3,00	2,90
-25 bp	3,35	3,25	3,14	3,04	2,95
0 bp	3,41	3,30	3,19	3,09	2,99
+25 bp	3,47	3,35	3,24	3,14	3,04
+50 bp	3,53	3,41	3,30	3,19	3,08

- du taux d'actualisation (+/- 25 bp par rapport au taux d'actualisation retenu de 13,2%) et du taux de marge d'EBITDA (+/- 150 bp par rapport au taux de marge d'EBITDA cible de 55%) :

Analyse de sensibilité de la valeur par Action

Marge d'EBITDA (%)	Taux d'actualisation				
	-50 bp	-25 bp	0 bp	+25 bp	+50 bp
-300 bp	3,30	3,19	3,09	2,99	2,90
-150 bp	3,36	3,25	3,14	3,04	2,94
0 bp	3,41	3,30	3,19	3,09	2,99
+150 bp	3,46	3,35	3,24	3,14	3,04
+300 bp	3,50	3,39	3,28	3,18	3,08

La valeur centrale de l'Action en DCF ressort à **3,19 €**, dans une fourchette de valeurs de **3,04 €** à **3,35 €**.

²¹⁹ Nous comprenons que VAK dispose non seulement d'un droit d'exploitation du bail conclu en 1996 sur une durée de 70 ans pour l'occupation du terrain sur lequel est implanté l'Hôtel, mais également d'un droit préférentiel au renouvellement dudit bail en 2066 (§ 3.5) ; en l'absence d'information sur les conditions dans lesquelles le bail pourrait être renouvelé à l'horizon éloigné des quatre prochaines décennies, nous avons pérennisé dans le flux récurrent sous-tendant le calcul de la valeur terminale le niveau des loyers versés en 2035 à ce titre par VAK à VAE.

²²⁰ Investissements de maintenance évalués à 3% du chiffre d'affaires tous les cinq ans (cf. *supra* i et ii) annualisés (3% / 5).

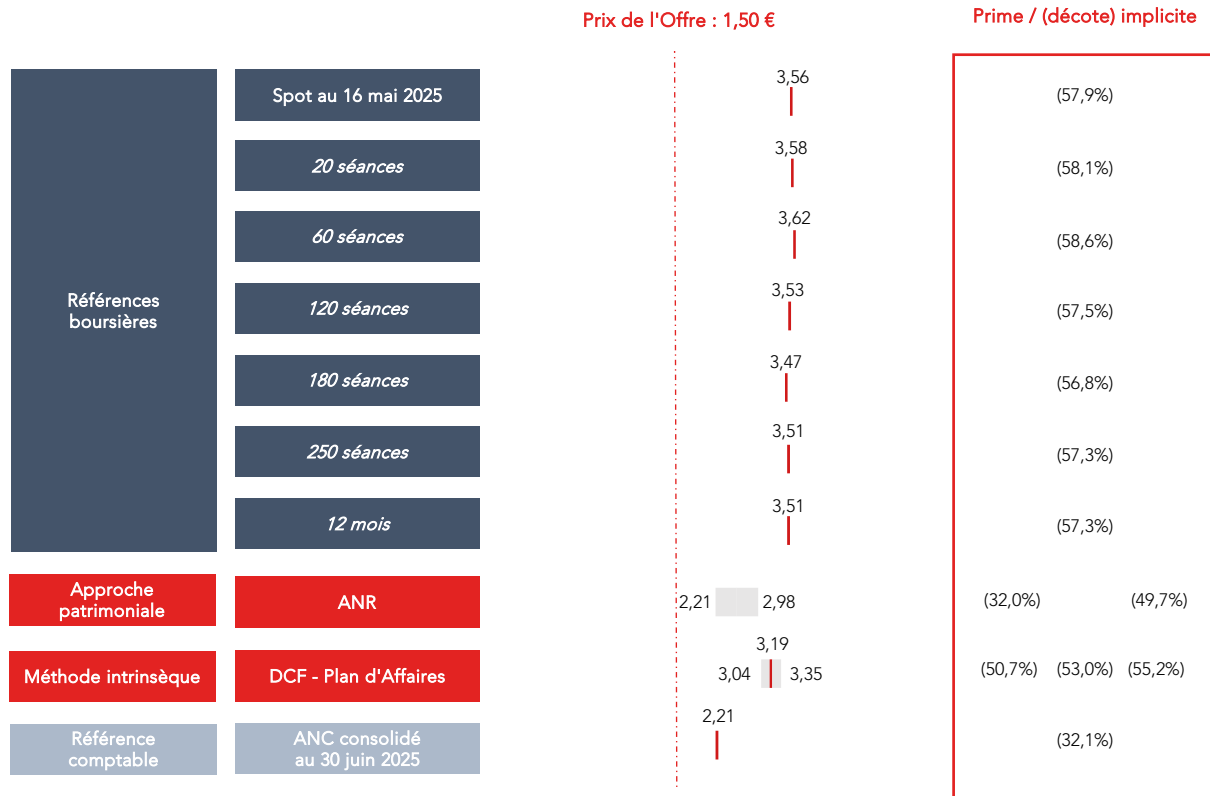
4.4.2.7. Modalités de financement du Plan d’Affaires

À ce stade, la Direction n’a pas arrêté le plan de financement des dépenses nécessaires à la réhabilitation de l’Hôtel, qui pourraient, selon nos interlocuteurs, revêtir les modalités suivantes, éventuellement combinées :

- capacité d’auto-financement (§ 4.4.2.5.i) ;
- recours à l’emprunt auprès d’établissements bancaires locaux ;
- partenariat avec un tiers reposant sur le principe d’un partage, dans des proportions à convenir mutuellement, des coûts du projet et en contrepartie du partage à due concurrence des bénéfices d’exploitation de l’Hôtel²²¹.

4.5. Synthèse de l’Évaluation Multicritère

Les valeurs obtenues à l’issue de l’Évaluation Multicritère sont résumées dans le tableau ci-dessous, mentionnant le niveau de prime/(décote) induit par le Prix de l’Offre de **1,50 €**, sur l’ensemble des critères et méthodes d’évaluation que nous avons examinés et mis en œuvre :



²²¹ Un projet en ce sens nous a été présenté à titre informatif par la Direction pour la rénovation de 70 à 80 chambres, sans pour autant que les contours en aient été définitivement fixés.

À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, nous constatons que le Prix de l'Offre extériorise systématiquement des décotes sur les valeurs issues de l'ensemble des critères et méthodes d'évaluation mises en œuvre :

- les références boursières extériorisent les décotes les plus significatives, de 56,8% à 58,6% ;
- l'évaluation intrinsèque par l'actualisation des flux de trésorerie, tablant sur l'hypothèse de remise en exploitation de l'Hôtel à compter de 2027, après réalisation des investissements de remise en état, se traduit par une décote, en valeur centrale, de 53,0% ;
- la valorisation patrimoniale fondée sur l'ANR reposant sur le scénario de cession des actifs, extériorise une décote minimale de 32,0%²²² ;
- la référence à l'actif net consolidé au 30 juin 2025 conduit à une décote de 32,1%.

L'Évaluation Multicritère est à considérer distinctement des compléments de prix demandés par la Société au titre des contentieux en cours (§ 6 et § 8).

Nous précisons par ailleurs que le jugement de la Cour Suprême du Cambodge en date du 9 décembre 2025, qui a débouté définitivement M. Pierre Ader et M. Bernard Gauthier de leur réclamation concernant le remboursement d'un compte courant (§ 3.3.1.7) neutralise la dette figurant dans les comptes consolidés d'EEM à hauteur de 3.346.607 \$ au titre de ce compte courant (2.370.374 \$) ainsi que de plusieurs sommes s'y rattachant (976.233 \$) (§ 3.4.2.10).

Sans préjuger de l'incidence de cet arrêt de la Cour Suprême du Cambodge dans les comptes consolidés d'EEM au titre de l'exercice en cours, et compte tenu de l'existence de déficits fiscaux aux bornes de VAK, filiale à 100% d'EEM (§ 3.1.1 et § 4.1.4), la réduction à concurrence de 3.346.607 \$²²³ de l'endettement du Groupe se traduirait, toutes choses égales par ailleurs, tant en évaluation patrimoniale (ANR) qu'en évaluation intrinsèque (DCF), par une augmentation de la valeur de l'Action de l'ordre de 0,5 €.

²²² À titre informatif, l'ANR hors Coûts de Structure extériorise une décote de 49,7%.

²²³ Soit 2.855 K€ au taux de conversion €/ \$ de 1,172 au 30 juin 2025 (§ 3.4.2.10).

5. Analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur

Nous avons analysé les travaux d'évaluation réalisés par Invest Securities, Établissement Présentateur de l'Offre, dont la synthèse est exposée dans le Projet de Note d'Information²²⁴.

Les principales différences dans le choix des critères et méthodes d'évaluation, ainsi que dans leur mise en œuvre, peuvent se résumer comme suit.

5.1. Critères et méthodes d'évaluation retenus

Les critères examinés et les méthodes d'évaluation appliquées par Invest Securities et Ledouble diffèrent, à l'exception de la valorisation patrimoniale (ANR) retenue de part et d'autre ; c'est ainsi que l'Établissement Présentateur :

- a écarté la valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, alors que nous l'avons mise en œuvre à l'appui du Plan d'Affaires et des Coûts de Structure dans une perspective de continuité d'exploitation après rénovation de l'Hôtel (§ 4.4.2) ;
- présente les références boursières et l'ANC à titre purement indicatif, alors que nous les retenons comme critères d'évaluation (§ 4.3).

En définitive :

- l'Établissement Présentateur rend compte d'une évaluation du Groupe par l'ANR dans une logique liquidative reflétant les intentions de l'Initiateur telles qu'exposées dans le Projet de Note d'Information (§ 2.5) ;
- en juxtaposant, dans l'Évaluation Multicritère, une valorisation patrimoniale (ANR) et une valorisation par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie issus du Plan d'Affaires après rénovation de l'Hôtel et des Coûts de Structure, nous nous sommes attachés à évaluer le Groupe, d'une part, dans une approche liquidative (ANR) et, d'autre part, en continuité d'exploitation (DCF).

5.2. Références boursières

En synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre :

- l'Établissement Présentateur présente, à titre indicatif, les CMPV 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois ;
- notre analyse repose sur des CMPV calculés sur des périodes exprimées en nombre de séances de bourse, à l'exception du CMPV 12 mois (§ 4.3.1.3).

Ces différences de date de référence pour le calcul des CMPV ne remettent toutefois pas en cause la convergence des valeurs de l'Action obtenues de part et d'autre.

²²⁴ Projet de Note d'Information, § 3.1 « Éléments d'appréciation du Prix de l'Offre », p. 36-47.

5.3. Actif Net Comptable

Invest Securities retient, à titre indicatif, l'ANC d'EEM au 31 décembre 2024 issu des comptes sociaux (1,81 €) et des comptes consolidés (1,89 €), lequel, par construction, ne tient pas compte de la reprise de provision relative au litige fiscal cambodgien, d'un montant de 3,3 M€ (§ 3.3.1.4), intervenue au cours du premier semestre 2025.

Ledouble se réfère à l'ANC consolidé au 30 juin 2025 (§ 4.3.2) intégrant cette reprise de provision qui, toutes choses égales, contribue à un écart de 0,57 €²²⁵.

5.4. Valorisation patrimoniale (ANR)

Notre estimation de la valeur de l'Action, par référence à la valorisation patrimoniale déterminée par l'ANR, ressort dans un intervalle de 2,21 € à 2,98 €, tandis que l'Établissement Présentateur la situe dans une fourchette de 0,89 € à 1,25 €.

5.4.1. Modalités de calcul de l'ANR

L'examen comparé de la valeur par Action de l'ANR met en évidence plusieurs différences méthodologiques entre Invest Securities et Ledouble dans le calcul de l'ANR recensées ci-après (§ 5.4.2), étant d'emblée précisé que :

- l'approche retenue par l'Établissement Présentateur consiste à :
 - additionner la valeur des différentes activités du Groupe :
 - l'activité hôtellerie, dont la valeur est réputée nulle ;
 - l'activité immobilière, dont la valeur, comprise entre 6,1 M€ et 6,3 M€, est portée principalement par SAIPPPP/CPC ;
 - la contribution de la SARL Les Vergers, mentionnée pour mémoire à zéro ;
 - y ajouter le volant de trésorerie nette (ajustée à 6,8 M€) ; et
 - retrancher les coûts de structure (compris entre 5,9 M€ et 7,8 M€) ;
- nous avons pour notre part appréhendé l'ANR d'EEM, en tant que société faitière du Groupe et holding de contrôle (§ 3.1.1), usuellement à partir de ses capitaux propres sociaux, en les ajustant de la réévaluation en cascade, par la méthode de l'ANR, de l'ensemble de ses titres de participation (§ 4.4.1.6) ; par construction, l'endettement net fait partie intégrante de l'ANR.

²²⁵ Reprise de provision pour risque fiscal (non fiscalisée) : 3.276 K€ (§ 3.4.1.2) / Nombre d'Actions : 5.738.299 (§ 4.1.2).

5.4.2. Méthodologie de calcul de l'ANR

Les différences méthodologiques entre Invest Securities et Ledouble dans la détermination de l'ANR se résument comme suit :

- Invest Securities a appliqué la méthode de l'ANR sur la base des comptes de la Société et de ses filiales arrêtés au 31 décembre 2024, tout en prenant en considération la reprise de provision liée au litige fiscal cambodgien à hauteur de 3,3 M€, intervenue au cours du premier semestre 2025 (§ 5.3), tandis que nous nous référons aux comptes de la Société et de ses filiales arrêtés au 30 juin 2025 ;
- l'Établissement Présentateur retient une valeur nulle pour les titres VAK, alors que nous les valorisons à 0,6 M€ :
 - Invest Securities a mis en œuvre deux méthodes pour évaluer le pôle hôtellerie : une approche analogique fondée sur un panel d'une douzaine de groupes hôteliers cotés réputés comparables à EEM²²⁶ et une approche comptable²²⁷, toutes deux aboutissant à une valeur nulle des titres VAK²²⁸ ;
 - nous avons retenu les valeurs vénales, telles qu'estimées par l'Expert Immobilier que nous avons mandaté²²⁹, des actifs situés au Cambodge, constitués, d'une part, des constructions de l'Hôtel (2.194 K\$) et, d'autre part, du terrain sur lequel il est implanté (14.448 K\$) (§ 4.4.1.2) ;

²²⁶ L'échantillon constitué de ces comparables boursiers extériorise des multiples de chiffre d'affaires (CA), de profitabilité (EBITDA) et de rentabilité opérationnelle (EBIT) hétérogènes sur la période 2024 à 2026.

²²⁷ Par référence :

- d'une part, à la valeur de VAK, en l'occurrence nulle, dans les comptes sociaux d'EEM ; et,
- d'autre part, à la participation de 49% de VAK dans VAE également valorisée à zéro au vu du constat que « *compte tenu des litiges en cours rendant la cession du terrain ou des titres difficiles, le terrain ne pouvait pas être valorisé chez VAE* » (cf. [RA 2024](#), Annexe aux comptes consolidés, p. 55).

²²⁸ La dette financière calculée par Invest Securities aux bornes de VAK (13,9 M€), constituée principalement de l'endettement au 31 décembre 2024 (4,0 M€) et d'une enveloppe d'investissements nécessaires à la rénovation de l'Hôtel (8 M\$, soit 7,1 M€), excède la valeur d'entreprise de VAK obtenue par l'application de la médiane des multiples boursiers 2024-2026 aux agrégats moyens retenus pour VAK sur une période antérieure à la fermeture de l'Hôtel (2012-2016).

La valeur d'entreprise de VAK calculée par Invest Securities ressort ainsi dans une fourchette de 5,9 M€ à 13,9 M€, correspondant respectivement :

- au multiple EV/EBIT 2026 (14,9x) appliqué à un agrégat moyen (2012-2016) de 0,394 M€ ; et
- au multiple EV/CA 2025 (3,31x) appliqué à un agrégat moyen (2012-2016) de 4,186 M€.

²²⁹ Les valeurs vénales des actifs cambodgiens déterminées par l'Expert Immobilier sont relativement compatibles avec celles des experts immobiliers mandatés par la Société (§ 4.1.6).

- en ce qui concerne les titres de la société SAIPPPP, qui épouse les contours du Groupe à l'exclusion du périmètre cambodgien (§ 3.1.1), Invest Securities et Ledouble aboutissent à des valeurs, ramenées à la quote-part détenue par EEM (96,66%), globalement cohérentes²³⁰ :
 - Invest Securities retient une fourchette de 6,1 M€ à 6,3 M€, avec un scénario central à 6,2 M€²³¹ (§ 5.4.1) ;
 - Ledouble retient une valeur de 6,2 M€²³² (§ 4.4.1.3), identique à celle du scénario central de l'Établissement Présentateur ;
- nous n'avons pas réévalué, dans l'ANR d'EEM, les titres Les Vergers, dans la mesure où le niveau de la provision et de la dépréciation comptabilisées sur ces titres reflètent la situation nette négative de cette société (§ 4.4.1.5), dont Invest Securities considère que sa valeur est nulle (§ 5.4.1) ;
- s'agissant des coûts de structure :
 - l'Établissement Présentateur les retient dans son calcul d'ANR :
 - pour un montant de 2,5 M€ par an²³³ sur la période considérée ;
 - sur une période comprise entre 2,5 et 3,5 ans²³⁴, correspondant à un horizon 2027-2028, à l'issue duquel l'ensemble des actifs immobiliers sont réputés réalisés, avec un scénario central à 3 ans, chiffrant l'enveloppe des coûts de structure, après actualisation, à 6,9 M€ dans un intervalle de 5,9 M€ à 7,8 M€ ;
 - nous les projetons sur une période de 2,5 ans en nous référant à la trajectoire des Coûts de Structure, estimée par la Direction, qui converge vers 1,3 M€ à horizon 2027, soit un total de Coûts de Structure actualisés de 4,5 M€²³⁵. Ces prévisions traduisent la réduction progressive des charges supportées par la Société et ses filiales, liées entre autres à la gestion des procédures et des contentieux ;
- en dernier lieu, à la différence d'Invest Securities, nous avons repris, dans la détermination de l'ANR, la dépréciation de la créance de compte courant vis-à-vis de VAK (1.960 K€), dès lors que les titres VAK recouvrent une valeur positive (§ 4.4.1.6).

²³⁰ L'appartement parisien de la SNC Paris Croix des Petits Champs, détenue à 99% par SAIPPPP (§ 3.1.1), a été valorisé par l'Établissement Présentateur entre 2,1 M€ (reflétant la tendance du marché) et 2,3 M€ (valeur à dire d'expert mandaté par la Société), avec un scénario central à 2,2 M€ ; nous retenons la valeur vénale de 2,0 M€ estimée par l'Expert Immobilier que nous avons-nous-mêmes mandaté (§ 4.4.1.4).

En complément, compte tenu de l'intégration fiscale dont SAIPPPP est membre et EEM la société mère, ainsi que de l'existence de déficits fiscaux reportables et de pertes opérationnelles récurrentes au sein du périmètre fiscalement intégré, nous avons considéré que la cession de cet actif immobilier ou des titres CPC ne serait pas fiscalisée, à la différence de l'Établissement Présentateur, qui tient compte d'un impact fiscal d'environ 0,5 M€.

²³¹ $96,66\% \times [\text{compte courant EEM} : 4,0 \text{ M€} + \text{valeur de CPC (99\%)} : 2,2 \text{ M€} + \text{valeur de Grandidierite (100\%)} : 0,3 \text{ M€}]$.

²³² Après réévaluation des titres de la SNC Paris Croix des Petits Champs et de la SCPI GF Saint Louis (§ 4.4.1.3).

²³³ Invest Securities a fondé ce chiffrage sur les coûts supportés par EEM entre 2020 et 2024, qui intègrent notamment des charges exceptionnelles liées à diverses opérations, telles que la sortie de la procédure de sauvegarde et la cession des titres Gascogne (§ 3.1.1 et § 3.5) ainsi que la cession d'actifs immobiliers à Paris et à Lima (§ 3.1.2.2) et § 3.5) ; la trajectoire de Coûts de Structure estimée par la Direction, à laquelle nous nous référons, neutralise les charges non récurrentes précitées, ainsi que celles qui se rapportaient aux deux filiales Grandidierite et Soumaya, dont la liquidation a été récemment décidée (§ 3.1.2.2).

²³⁴ Période donnant lieu à une actualisation des coûts de structure au taux de 10,35%.

²³⁵ Les Coûts de Structure ont été actualisés au taux de 8,4%.

L'écart de valeur de l'ANR entre Ledouble et Invest Securities tient principalement au différentiel sur :

- les Coûts de Structure actualisés : 0,42 €²³⁶ ;
- la reprise de la dépréciation de la créance de compte courant vis-à-vis de VAK : 0,34 €²³⁷ ;
- la valeur des titres VAK : 0,10 €²³⁸.

5.5. Synthèse

La comparaison chiffrée de nos travaux avec ceux de l'Établissement Présentateur est exposée ci-après²³⁹ :

Comparaison des valeurs de l'Action

€/Action	Ledouble			Invest Securities		
	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.
Prix de l'Offre		1,50 €			1,50 €	
Références boursières**						
Spot au 16 mai 2025		3,56 €			3,56 €	
20 séances		3,58 €			3,58 € *	
60 séances		3,62 €			3,62 € *	
120 séances		3,53 €			3,50 € *	
180 séances		3,47 €				
250 séances		3,51 €				
12 mois		3,51 €			3,51 €	
Approche patrimoniale						
Actif net réévalué (ANR)	2,21 €		2,98 €	0,89 €	1,06 €	1,25 €
Approche intrinsèque						
DCF - Plan d'Affaires	3,04 €	3,19 €	3,35 €			
Référence comptable**						
Actif net comptable consolidé (ANC)		2,21 €			1,89	
Actif net comptable social (ANC)					1,81	

* Par simplification, les CMPV 1 mois, 3 mois et 6 mois déterminés par l'Établissement Présentateur sont assimilés dans le tableau ci-dessus aux CMPV 20 séances, 60 séances et 120 séances.

** L'Établissement Présentateur présente ces approches à titre indicatif.

²³⁶ [Invest Securities : 6,9 M€ - Ledouble : 4,5 M€] / 5.738.299 Actions.

²³⁷ [Invest Securities : 0,0 M€ + Ledouble : 1,9 M€] / 5.738.299 Actions.

²³⁸ [Invest Securities : 0,0 M€ + Ledouble : 0,6 M€] / 5.738.299 Actions.

²³⁹ Pour mémoire, l'arrêt rendu le 9 décembre 2025 par la Cour Suprême du Cambodge, en faveur d'EEM, concernant la réclamation par M. Pierre Ader et M. Bernard Gauthier de remboursement d'un compte courant, par définition, n'était pas connu de l'Établissement Présentateur au stade du dépôt du Projet de Note d'Information. Nous précisons en outre que cet arrêt, qui a débouté définitivement M. Pierre Ader et M. Bernard Gauthier de leur réclamation concernant le remboursement d'un compte courant (§ 3.3.1.7), neutralise la dette figurant dans les comptes consolidés d'EEM à hauteur de 3.346.607 \$ au titre de ce compte courant (2.370.374 \$) ainsi que de plusieurs sommes s'y rattachant (976.233 \$) (§ 3.4.2.10) et, toutes choses égales par ailleurs, est de nature à rehausser la valeur de l'Action, à hauteur d'environ 0,5 € (§ 4.5).

6. Compléments de prix demandés par EEM

Nous avons examiné les litiges et procédures en cours à l'appui et par recoupement de plusieurs sources d'informations publiques, d'une part, et mises à notre disposition en *data room* et/ou par les conseils juridiques de la Société, d'autre part, dont notamment :

- le Projet de Note d'Information²⁴⁰ et le Projet de Note d'Information en Réponse²⁴¹ ;
- le Rapport Annuel 2024²⁴² et le Rapport Financier Semestriel 2025²⁴³ ;
- les contentieux recensés par les conseils juridiques de la Société dans le cadre de la clôture des comptes annuels 2024 et des comptes semestriels 2025 de la Société et de ses filiales.

À l'issue de cette analyse, nous avons rapproché la nature et le quantum des affaires :

- pour celles en défense, avec les informations issues des comptes annuels 2024 et semestriels 2025 du Groupe (§ 3.3.1), qui ont fait l'objet respectivement d'une certification sans réserve et d'un examen limité de la part des commissaires aux comptes (§ 4.1.1) ; et
- pour celles présentées par la Société comme pouvant justifier, en compléments de prix, un rehaussement de la valeur de l'Action, avec l'examen des litiges et procédures et la lettre adressée le 3 septembre 2025 par l'un des conseils juridiques de la Société à l'AMF mentionnant, entre autres, la nature²⁴⁴ des compléments de prix à prévoir, à une échéance maximale de 5 ans, par référence aux dispositions de la recommandation AMF n°[2006-15](#) relatives aux compléments de prix²⁴⁵, étant précisé que :
 - le Projet de Note d'Information ne comporte aucune disposition concernant d'éventuels compléments de prix ; il n'est donc pas prévu dans le Projet de Note d'Information que soit accordé aux Actionnaires un complément de prix dans le cas où les actifs immobiliers du Groupe seraient cédés à un prix supérieur à leur évaluation à dire d'expert ;
 - le Projet de Note d'Information en Réponse²⁴⁶ acte que « *Le projet d'Offre ne prévoit aucun complément de prix permettant la prise en compte des gains aléatoires susceptibles d'être générés pour EEM et les sociétés de son groupe par les principaux contentieux en cours. Le Conseil d'administration de la Société considère ainsi que des compléments de prix relatifs aux litiges listés dans l'avis motivé figurant à la section 3 du présent Projet de Note en Réponse, devraient être pris en compte par l'Initiateur dans le cadre de son projet d'Offre* ».

²⁴⁰ Projet de Note d'Information, § 3.1.7 « Annexe - Point sur les litiges », p. 33-36.

²⁴¹ Projet de Note d'Information en Réponse, § 3.2 « Recommandation sur l'Offre », p. 13-14.

²⁴² [RA 2024](#), § 5 – Annexe A. Faits caractéristiques de la période, p. 36-38.

²⁴³ [RFS 2025](#), A.10- Principaux contentieux, p. 10-13 ; § VI. Annexe, p. 19-24.

²⁴⁴ Le quantum de certains compléments de prix a, depuis lors, été réestimé.

²⁴⁵ Article 3.2.3, p. 5 : « *Lorsqu'il existe un aléa de valorisation lié à des circonstances spécifiques et pré-existantes à l'offre, portant notamment sur des actifs particuliers, des litiges ou des procédures en cours, la prise en compte de celui-ci peut donner lieu à l'établissement d'un complément de prix dont la durée est limitée à 5 ans. Dans ce cas, l'initiateur doit expliciter les moyens qu'il met en œuvre pour garantir qu'il sera en mesure de régler le complément de prix à l'échéance. Lorsqu'un complément de prix est prévu, la mission de l'expert indépendant est étendue à l'analyse et au calcul, par l'initiateur, du complément de prix.* ».

²⁴⁶ Projet de Note d'Information en Réponse, § 3.2 « Contexte et motifs du dépôt du projet d'Offre », p. 7.

Nous précisons que les compléments de prix recensés ci-après (§ 6.1 à § 6.6), relèvent, à ce stade, des seules décisions et demandes d'EEM, et, par définition, ne préjugent ni du dénouement des litiges et procédures qui s'y rapportent, ni de l'analyse que pourrait en faire l'Initiateur en relation avec la Société en vue d'assortir l'Offre de compléments de prix éventuels après avoir pris connaissance du présent Rapport (§ 7).

En conséquence, le chiffrage, ci-après, des compléments de prix est seulement indicatif, dans la mesure où les termes et conditions de chaque complément de prix seraient fixés par l'Initiateur.

6.1. Contentieux relatif à la SCCV du Hameau du Val Thaurin

Juridiction : Cour d'appel de Versailles

La Société détient un prêt envers la SCCV du Hameau du Val Thaurin, accordé par la SARL Les Vergers, dont le solde s'élève à 1.935 K€ au 30 juin 2025 (§ 3.4.2.7). Les procédures judiciaires engagées devant la Cour d'appel de Versailles en vue de son recouvrement sont toujours pendantes, étant en outre précisé que :

- depuis le 5 juillet 2023, la SCCV du Hameau du Val Thaurin a été placée en redressement judiciaire ; l'instance en saisie immobilière contre la SCCV du Hameau du Val Thaurin a par conséquent été interrompue ;
- la créance déclarée entre les mains du liquidateur judiciaire a été contestée par la SCCV du Hameau du Val Thaurin au motif du non-renouvellement de l'inscription hypothécaire ;
- la Cour d'appel de Versailles avait par ailleurs condamné, en date du 7 juin 2018, l'associé unique de la SCCV du Hameau du Val Thaurin à payer à la SARL Les Vergers la somme de 397 K€.

Une audience de plaidoirie a eu lieu le 9 septembre 2025. D'après les informations dont nous disposons, le délibéré était attendu le 3 novembre 2025 ; la teneur des ordonnances n'a toutefois pas encore été communiquée.

Dans ce contexte d'incertitudes, ce prêt se trouve intégralement déprécié dans les comptes consolidés de EEM (§ 3.4.2.7).

Pour autant, la Société fait valoir, en regard de cette dépréciation, un complément de prix d'un montant de 1.934.501 €, dans l'hypothèse, soit d'une décision de justice favorable purgée de tout recours, soit d'un accord transactionnel.

6.2. Contentieux pour abus de confiance concernant M. François Gontier

Juridiction : Tribunal de Siem Reap

Suite à la plainte pénale introduite le 5 août 2022 par EEM contre M. François Gontier devant le Tribunal de Siem Reap, pour abus de confiance spécial par administrateur de la Société, l'instruction a été clôturée le 21 novembre 2024 et l'affaire a été renvoyée pour jugement le 26 décembre 2024.

Les actes reprochés à M. François Gontier concernent l'appropriation par ce dernier de la société VAK exploitant l'Hôtel en dépit du contrôle de VAK par EEM, et au motif d'une interprétation considérée comme trompeuse par la Société d'un arrêt de la Cour Suprême du Cambodge en date du 14 décembre 2017 confiant à M. François Gontier la gestion de VAK.

À l'issue d'une première audience le 22 janvier 2025 et d'une seconde audience le 13 mai 2025, EEM a fourni le 6 juin 2025 le supplément de preuve demandé ; la prochaine audience est attendue pour le 22 janvier 2026.

La Société fait valoir un complément de prix d'un montant de 1.000.000 \$²⁴⁷ en lien avec ce contentieux portant sur les dettes contractées par VAK au profit personnel de M. François Gontier²⁴⁸ et la conservation par ce dernier des profits de l'Hôtel, dans l'hypothèse, soit d'une décision de justice favorable purgée de tout recours, soit d'un accord transactionnel.

6.3. Contentieux concernant la détention de 51% du capital de VAE par deux Nominees

Juridiction : Cour Suprême du Cambodge

Par un arrêt en date du 12 avril 2022, la Cour Suprême du Cambodge a reconnu, en se référant aux statuts de la société VAE, créée en 2004, la qualité d'actionnaires de VAE à Mme Rany Chung et Mme Ly Nayee (Nominees) à parité (25,5% chacune, soit au total 51%), et a débouté M. Pierre Ader de ses prétentions de droit sur cette participation. La Société étudie l'éventuel dépôt auprès de la Cour Suprême du Cambodge d'une demande de révision de cet arrêt, le délai de recours étant de 5 ans, à partir du prononcé dudit arrêt, soit un dépôt à intervenir avant le 12 avril 2027.

EEM poursuit auprès des juridictions cambodgiennes la reprise de contrôle de l'actif foncier détenu par VAE, dont le capital est détenu à 49% par VAK et, comme indiqué précédemment, à 51% par les deux Nominees (§ 3.1.1), auxquelles il est reproché des tentatives de cession d'actions contraires aux dispositions statutaires ; nous comprenons que les démarches entreprises en vue d'un règlement amiable du contentieux opposant EEM et les Nominees, auxquelles il est reproché d'agir en « prête-noms » sans avoir investi dans le capital de VAE, sont restées vaines.

²⁴⁷ Ce complément de prix correspond au montant de 1.000.000 \$ sur lequel porte la plainte pénale introduite le 5 août 2022 par EEM contre M. François Gontier devant le Tribunal de Siem Reap, soit, sur la base d'une conversion en euros par la moyenne 1 mois, à la date d'annonce de l'Offre, le 16 mai 2025, de la parité €/€ (1€ = 1,13476 \$), un montant de 881.246 €, dont 200.000 € dans le cadre d'une instance pénale visant la famille Gontier.

²⁴⁸ Emprunts contractés sous couvert de la société VAK ; contrat d'assistance de la société Foch Investissements, représentée par M. François Gontier, auprès de VAK ; transferts bancaires de VAK au profit de M. François Gontier.

La Société fait valoir un complément de prix à hauteur de 6.851.003 \$²⁴⁹ au titre de la récupération des 51% du capital de VAE détenus par les Nominees, sur la base de la valorisation, par l'un des experts immobiliers mandatés par la Société²⁵⁰, du terrain sur lequel l'Hôtel est situé, dans l'hypothèse, soit d'une décision de justice favorable purgée de tout recours, soit d'un accord transactionnel.

6.4. Contentieux relatif à deux astreintes concernant M. François Gontier

Juridiction : Cour d'appel de Paris

EEM a introduit une action en justice à l'encontre de M. François Gontier aux fins de la publication de sa démission des fonctions de président du conseil d'administration de VAK.

Par arrêt du 4 avril 2019, la Cour d'appel de Paris l'a enjoint²⁵¹ d'accomplir toutes formalités en ce sens.

Du fait de l'inexécution de cet arrêt, la Cour d'appel de Paris a condamné M. François Gontier à deux astreintes :

- la première, pour le paiement d'un montant principal²⁵² de 1.400.000 € au titre de la période du 10 juillet 2019²⁵³ au 5 décembre 2019, aux termes d'un arrêt du 6 février 2020 ;
- la seconde, pour le paiement d'un montant principal²⁵⁴ de 7.100.000 € au titre de la période subséquente arrêtée au 22 février 2022, aux termes d'un arrêt du 9 juin 2022.

Aucun profit n'a été comptabilisé dans les livres d'EEM relativement à ces deux arrêts. La Société fait valoir deux compléments de prix à hauteur de 1.400.000 € et de 7.100.000 € au titre des deux astreintes, dans l'hypothèse, soit d'une décision de justice favorable purgée de tout recours, soit d'un accord transactionnel.

²⁴⁹ Ce complément de prix d'un montant de 6.851.003 \$ se fonde sur la valorisation du terrain par ARC à hauteur de 14.614 K\$ au 30 juin 2025 (RFS 2025, p. 22). Il postule la reprise du contrôle de VAE par VAK, qui se traduirait par l'enregistrement de l'intégralité de la valeur du terrain dans les comptes consolidés d'EEM et l'élimination des flux liés au bail emphytéotique entre VAK et VAE. L'incidence sur les capitaux propres du Groupe au 30 juin 2025 s'analyse comme suit :

Capitaux propres sociaux de VAE : **4.499 \$**

+ Valeur du terrain : **14.614.000 \$**

- Valeur du terrain dans les comptes sociaux de VAE : **824.334 \$**

- Imposition de la revalorisation du terrain : [14.614.000 \$ - 824.334 \$ = 13.789.666 \$] x 20% = **2.757.933 \$**

- Annulation de la valeur du droit au bail dans les comptes consolidés d'EEM : **5.502.901 \$** (RFS 2025, p. 23)

+ Annulation de l'impôt différé passif se rapportant au droit au bail : [5.502.901 \$ - valeur nette du droit au bail dans les comptes sociaux de VAK : 923.134 \$ (§ 4.4.1.2) = 4.579.767 \$] x 20% = **915.953 \$**

+ Annulation de la provision pour risques sur la situation nette négative de VAE : **401.719 \$** = 342.763 € (§ 3.4.2.11).

²⁵⁰ En l'occurrence ARC.

²⁵¹ Cette injonction devait être exécutée dans un délai de deux mois à compter de la signification de l'arrêt, sous peine d'une astreinte de 10.000 € par jour de retard.

²⁵² Hors condamnation de 5.000 € sur le fondement de l'article 700 du Code de procédure civile.

²⁵³ Date à laquelle les formalités auraient dû être accomplies.

²⁵⁴ Hors condamnation de 10.000 € sur le fondement de l'article 700 du Code de procédure civile.

6.5. Contentieux sur l'attribution par EEM d'actions gratuites et d'options de souscription à M. Pierre Nollet

Juridiction : Tribunal de commerce de Paris et Cour d'appel de Paris

Le Tribunal de commerce de Paris, par un jugement en date du 6 décembre 2019, a constaté la validité de l'attribution à M. Pierre Nollet, qui a présidé la Société jusqu'en 2017²⁵⁵, de 44.300 actions gratuites et de 43.500 options de souscription²⁵⁶, en ordonnant leur inscription sur un compte ouvert dans les livres de la société CACEIS.

La Société a relevé appel de ce jugement par déclaration du 10 janvier 2020, laquelle a été déclarée caduque par ordonnance du conseiller de la mise en état du 1^{er} juillet 2021.

Le 7 février 2020, la SELARL BCM²⁵⁷ a été désignée en qualité d'administrateur provisoire d'EEM (§ 3.3.2), et par jugement du 15 avril 2020, le Tribunal de commerce de Paris a ouvert à l'encontre de la Société une procédure de sauvegarde (§ 3.1.1), en désignant la SCP Thevenot Partners en qualité d'administrateur judiciaire et la SCP Brouard-Daudé en qualité de mandataire judiciaire.

Par acte du 10 septembre 2020, M. Pierre Nollet a fait assigner, devant le juge des référés du Tribunal de commerce de Paris, la société EEM, la SCP Thevenot Partners, la SCP Brouard-Daudé et l'AMF, afin d'obtenir, sous astreinte, l'attribution des 44.300 actions gratuites et 43.500 options de souscription dont l'inscription sur un compte courant avait été ordonnée par le jugement précité du 6 décembre 2019, ainsi que 33.314 nouvelles actions gratuites et 32.712 nouvelles options de souscription au titre de l'ajustement lié aux augmentations de capital intervenues le 20 septembre 2017²⁵⁸ et le 5 décembre 2018²⁵⁹ dans le cadre d'un mécanisme anti-dilutif.

Le 15 juillet 2020, M. Pierre Nollet avait procédé, à titre conservatoire, à une déclaration de deux créances chirographaires, d'un montant respectivement de 254.573,92 € (valeur financière de l'intégralité des 77.614 actions gratuites²⁶⁰) et de 249.975,36 € (valeur financière de l'intégralité des 76.212 options de souscription²⁶¹). Aux termes de deux ordonnances en date du 31 mai 2022, le juge-commissaire devant lequel une requête en forclusion avait été déposée par M. Pierre Nollet le 29 octobre 2020 a finalement rejeté cette déclaration de créances²⁶² ; M. Pierre Nollet, tout comme EEM, a interjeté appel de ces deux ordonnances.

À l'issue de plusieurs étapes procédurales, l'arrêt de la Cour d'appel de Paris du 17 mars 2023 a confirmé le droit de M. Pierre Nollet à l'attribution de 44.300 actions gratuites et de 43.500 options de souscription, en rejetant *de facto* sa demande de réajustement portant sur l'attribution de 33.314 actions gratuites et de 32.712 options de souscription à titre complémentaire.

²⁵⁵ M. Pierre Nollet a été nommé directeur général de la Société le 24 juin 2015 pour une durée de 5 ans, puis président du Conseil d'Administration le 23 juin 2017 ; il a été révoqué de ses fonctions de mandataire social le 30 septembre 2017.

²⁵⁶ Attribution de 44.300 actions gratuites et de 43.500 actions gratuites votée le 15 mai 2017.

²⁵⁷ Prise en la personne de Maître Éric Bauland.

²⁵⁸ Par l'émission de 1.495.000 actions, aux termes d'un communiqué de Viktoria Invest du 26 septembre 2027 ; le prix de souscription s'établissait à 4,50 € par Action, soit un apport en trésorerie de 6.727.500 € (§ 6.6 et § 7.2).

²⁵⁹ Par l'émission de 948.999 actions, aux termes d'un communiqué de Viktoria Invest du 12 décembre 2018 ; le prix de souscription s'établissait à 3,32 € par Action, soit un apport en trésorerie de 3.150.677 € (§ 6.6 et § 7.2).

²⁶⁰ 44.300 actions gratuites + 33.314 nouvelles actions gratuites.

²⁶¹ 43.500 options de souscription + 32.712 nouvelles options de souscription.

²⁶² La Cour d'appel de Paris a infirmé ces ordonnances en toutes leurs dispositions, par deux arrêts rendus le 4 juillet 2023, en renvoyant les parties à mieux se pourvoir.

Le 7 mai 2024, le Tribunal de commerce de Paris a, d'une part, enjoint la Société à exécuter l'attribution des 44.300 actions gratuites²⁶³, assortie de sommes à verser à titre accessoire²⁶⁴ et, d'autre part, débouté M. Pierre Nollet de sa demande de réajustement du nombre d'actions gratuites et de ses demandes de dommages-intérêts au titre de la non-attribution des options de souscription, en considérant que la probabilité de les exercer était nulle²⁶⁵.

Aux termes d'une assignation devant la Cour d'appel de Paris en date du 18 septembre 2024, sur requête de M. Pierre Nollet²⁶⁶, celui-ci a interjeté appel de cette décision, en vue d'obtenir²⁶⁷ en définitive de la part d'EEM :

- concernant les actions gratuites :
 - la somme de 101.683 € à titre de dommages-intérêts du fait de la résistance abusive de la Société à exécuter une décision de justice définitive au titre des 44.300 actions gratuites attribuées par la Société²⁶⁸ ;
 - l'émission ²⁶⁹ complémentaire des 33.314 actions gratuites non attribuées et l'inscription au passif de la Société de leur valeur financière à hauteur de 119.930,40 €, à verser à titre d'acompte ;
- concernant les options de souscription :
 - l'inscription au passif de la Société de la valeur financière des options de souscription non attribuées, à hauteur de 249.975,36 €, à verser à titre d'acompte ;
 - la somme de 286.230 € à titre de dommages et intérêts en réparation du préjudice financier subi du fait de la caducité des options de souscription et la somme de 50.000 € à titre de dommages-intérêts pour les préjudices autres que financiers ;
 - la somme de 60.000 € à titre de dommages-intérêts du fait de la résistance abusive de la Société à exécuter une décision de justice définitive au titre des options de souscription ;
- la somme de 18.000 € au titre de l'article 700 du Code de procédure civile.

Au 30 juin 2025, la Société a maintenu, en l'état actuel de la procédure, une provision d'un montant de 262 K€ (§ 3.4.2.11) correspondant à son estimation du risque lié aux demandes en appel, qui font l'objet d'un suivi par EEM.

D'après les informations dont nous disposons, la Cour d'Appel devrait rendre sa décision concernant ce contentieux le 25 février 2026.

La Société fait valoir un complément de prix d'un montant de 485.470 €, représentatif de la reprise de provision de 261.600 €, majorée d'une restitution de pénalité de 67.933 € et de l'évaluation au cours du 30 juin 2025 des 44.300 actions gratuites attribuées à M. Pierre Nollet et susceptibles d'être restituées, soit 155.936 €²⁷⁰, dans l'hypothèse, soit d'une décision de justice favorable purgée de tout recours, soit d'un accord transactionnel.

²⁶³ Le jugement du Tribunal de commerce de Paris étant exécutoire de plein droit, EEM a procédé au mois de mai 2024 à l'émission de 44.300 actions gratuites, sans reconnaître les autres prétentions de M. Pierre Nollet.

²⁶⁴ Frais divers, préjudice moral, article 700 du Code de procédure civile.

²⁶⁵ Le prix d'exercice des options de souscription d'actions restant supérieur au cours de bourse.

²⁶⁶ Avec signification de déclaration d'appel et de conclusions d'appelant déposées le 12 septembre 2024.

²⁶⁷ Hors condamnation aux entiers dépens.

²⁶⁸ Sous astreinte de 5.000 € par jour de retard, à compter du jour de la décision à intervenir, de justifier le paiement des charges sociales afférentes à l'attribution des 44.300 actions gratuites.

²⁶⁹ Sous astreinte de 5.000 € par jour de retard à compter du jour de la décision à intervenir.

²⁷⁰ 44.300 actions gratuites x 3,52 €.

6.6. Action sociale en responsabilité intentée par EEM à l'encontre de M. Valéry Le Helloco et consorts dans le recours à une administration provisoire puis à une procédure de sauvegarde

Juridiction : Tribunal des activités économiques de Nanterre

Par référence, entre autres, à une assignation²⁷¹ présentée initialement devant le Tribunal de commerce de Paris le 31 janvier 2023, la Société fait valoir un complément de prix d'au moins 10 M€²⁷² à l'encontre des anciens dirigeants de la Société, dont M. Valéry Le Helloco, pour fautes de gestion, ayant conduit à un état de cessation des paiements²⁷³, qui a été évité au moyen d'avances financières de la part d'actionnaires autres que le concert d'actionnaires animé par M. Valéry Le Helloco, et a débouché sur une procédure de sauvegarde.

Du fait d'un privilège de juridiction, cette action sociale est désormais pendante devant le Tribunal des activités économiques de Nanterre²⁷⁴.

²⁷¹ Assignation à la demande d'EEM et de SAIPPPP.

²⁷² Pour mémoire, cette évaluation à hauteur de 10 M€ inclut la somme de 480.000 \$ au titre des prêts souscrits sous la gestion de M. François Gontier pour un montant de 480.000 \$ (§ 3.3.1.6), et est par ailleurs à considérer, dans le présent Rapport, distinctement de l'évaluation du complément de prix de 6.851.003 \$ au titre du contentieux concernant la détention de 51% du capital par deux Nominees (§ 6.3).

²⁷³ L'assignation à l'encontre des anciens dirigeants d'EEM constate la consommation, jusqu'à la désignation le 7 février 2020 d'un administrateur provisoire, du produit des deux augmentations de capital intervenues successivement en septembre 2017 et décembre 2018, d'un montant respectivement de 6,8 M€ et de 3,1 M€, soit au total 9,9 M€ (§ 6.5).

²⁷⁴ Une note à l'attention de l'AMF a été établie par l'un des conseils juridiques de la Société au stade actuel de la documentation de la procédure.

7. Observations formulées par des Actionnaires

Dans son communiqué du 17 juillet 2025, la Société a fait part de la désignation de Ledouble en qualité d'Expert Indépendant, qui a été confirmée le 25 juillet 2025 suite à l'absence d'opposition de l'AMF sur cette désignation (§ 1).

Nous avons relayé cette information sur notre site internet le [30 juillet 2025](#).

Depuis lors, nous avons reçu, directement et/ou par la Société, des observations de la part :

- d'Actionnaires autres que l'Initiateur sur les termes de l'Offre²⁷⁵, que nous avons regroupées par thématiques et complétées d'éléments contextuels pour en articuler la lecture avec d'autres parties du Rapport, d'une part, et y apporter des éléments de réponse sur les points de nature financière²⁷⁶ qui y sont soulevés, d'autre part (§ 7.1 et § 7.2) ;
- de l'Initiateur qui, à l'issue de nos entretiens avec l'Établissement Présentateur, nous a adressé, en date du 3 décembre 2025, une lettre²⁷⁷ exposant les arguments qui lui semblent « *déterminants dans l'appréciation de la valeur d'EEM* » et faisant part de son souhait d'étudier avec nous et la Société la possibilité d'assortir l'Offre de compléments de prix qui pourraient, selon lui, « *permettre d'appréhender les aléas et de payer la valeur de la Société uniquement si des événements positifs se matérialisent* » et non pas à l'appui des éléments sous-tendant nos travaux d'évaluation dont il considère que « *la réalisation est fortement aléatoire* » ; s'agissant de ce courrier :
 - nous répondons, ci-après, aux arguments techniques avancés par l'Initiateur (§ 7.3) ;
 - nous avons invité l'Initiateur à se mettre en relation directement et/ou par l'intermédiaire de ses conseils, avec la Société et/ou ses propres conseils pour discuter de l'éventualité de la prise en compte de compléments de prix ; nous n'avons pas connaissance, à la date du présent Rapport, de modifications des conditions financières de l'Offre présentées dans le Projet de Note d'Information.

7.1. Sous-évaluation par le Prix de l'Offre de la valeur réelle d'EEM

Plusieurs Actionnaires, après avoir pris connaissance du projet d'Offre, constatent que :

- le Prix de l'Offre de 1,50 € ne reflète en aucun cas la valeur réelle d'EEM, dans la mesure où la Société ne se trouve « *ni en liquidation, ni en situation de détresse financière* », l'entreprise étant « *en activité, opérationnelle, et convenablement gérée par la direction actuelle* » ;
- selon leur « *analyse et au regard du potentiel économique et patrimonial d'EEM, la valeur nette par Action se situe, selon [eux], entre 6,00 € et 10,00 €* » ; bien qu'en en ayant fait la demande, nous n'avons toutefois pas obtenu leur documentation sur les bases de calcul de cette fourchette d'évaluation ;

²⁷⁵ À la date du présent Rapport, nous avons reçu 7 courriers / courriels dont certains ont également été adressés à EEM et à l'AMF ; nous n'avons pas connaissance d'autres commentaires de la part d'Actionnaires sur les termes de l'Offre, et il ne nous en a pas été signalé.

²⁷⁶ Aux termes de l'article [262-1](#) I, du règlement général de l'AMF « *l'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières [souligné par nous] de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF* » (§ 1).

²⁷⁷ Cette lettre a été adressée, par l'Initiateur, en copie à l'AMF et, à notre demande, par l'Établissement Présentateur à la Société.

- en conséquence, le Prix de l'Offre proposé de 1,50 € « représente, en [leur] sens, une sous-évaluation manifeste et significative de la valeur d'EEM ».

Un Actionnaire, s'adressant directement à la Société, et en copie à M. Valéry Le Helloco, déclare être actionnaire d'EEM (auparavant de Viktoria Invest) depuis plus de 20 ans, et détenir un nombre important d'Actions acquises à environ 20 € ; convaincu que « la valeur future [de l'Action] sera bien supérieure à 1,50 € et qu'EEM a encore un bel avenir devant lui », il « souhaite que l'action [EEM] reste cotée en bourse ». À cet égard, nous rappelons que l'Offre ne comporte pas pour les Actionnaires de mesure visant à les contraindre d'y apporter leurs titres (§ 2.5).

Un autre porteur de titres relève :

- d'une part, que « L'Initiateur omet de mentionner les litiges indemnitaires qui l'opposent à la société sujet de l'offre publique, liées à la gestion²⁷⁸ de la société par le concert au titre duquel il opère » ;
- d'autre part, que le Prix de l'Offre « tient peut-être compte de la privation de droit de vote de l'initiateur et du concert auquel il appartient, les action[s] putativement acquise[s] dans le cadre de l'offre devenant de fait des certificats d'investissement, étant précisé que la décote de ces titres de capital, au demeurant décriés et actuellement inusités est particulièrement élevée[,] supérieure à 50% de la valeur des actions ; au demeurant cet état de fait ne doit pas être opposable aux actionnaires dans le cadre d'une offre publique ».

L'amnistie fiscale au Cambodge, qui a donné lieu à une reprise de provision à hauteur de 3.276 K€ dans les comptes du Groupe au 30 juin 2025 (§ 3.4.1.2), est également invoquée par des Actionnaires considérant qu'elle n'a pas été prise en compte par l'Initiateur dans le Prix de l'Offre, de même que la valeur de l'Hôtel.

Nous indiquons, en ce qui concerne le positionnement du Prix de l'Offre par rapport à la valeur réelle d'EEM critiqué par les Actionnaires que :

- notre évaluation de l'Action par l'ANR au 30 juin 2025 et le DCF fondé sur le Plan d'Affaires et les Coûts de Structure conduit à une fourchette de 2,21 € à 3,35 € (§ 4.5), étant précisé que les compléments de prix demandés par la Société au titre des contentieux en cours sont documentés ci-avant (§ 6), distinctement des résultats de l'Évaluation Multicritère (§ 4.5) ;
- les contentieux sous-tendant les demandes de compléments de prix de la Société pourraient conduire à un rehaussement de la valeur de l'Action dans l'hypothèse que soit à l'avenir rendue une décision de justice purgée de tout recours, ou soit conclu un accord transactionnel au sujet des contentieux concernés (§ 6.1 à § 6.6) ;
- il n'est pas à exclure que les références boursières, situant la valeur de l'Action entre 3,47 € et 3,62 € dans la fourchette des CMPV (§ 4.5), ainsi que l'estimation de la valeur de l'Action par certains Actionnaires, intègrent l'impact potentiellement favorable du dénouement de certains litiges et procédures dans lesquels la Société et ses filiales sont engagées ;
- l'Évaluation Multicritère intègre la reprise de provision de nature fiscale au 30 juin 2025 (§ 3.4.1.2), et valorise l'actif immobilier de VAK à dire d'expert (§ 4.4.1.2) ;

²⁷⁸ L'Actionnaire mentionne dans son courrier plusieurs fautes de gestion qui, selon lui, sont imputables aux membres du Concert.

- nous ne tenons pas compte dans notre appréciation du Prix de l'Offre de la privation des droits de vote de l'Initiateur et des autres membres du Concert (§ 2.2.1).

7.2. Référence au prix de revient des membres du Concert

Des Actionnaires argumentent en faveur du rehaussement du Prix de l'Offre, par référence non seulement :

- à l'actif net social de 1,81 € au 31 décembre 2024 (rehaussé à 2,15 € au 30 juin 2025) (§ 3.4.3.4), et consolidé de 1,89 € au 31 décembre 2024 (rehaussé à 2,21 € au 30 juin 2025) (§ 4.3.2) ;
- au cours de bourse actuel, alors que les conditions de l'Offre sont connues du marché et que, dès lors, le cours de l'Action est censé progressivement s'aligner sur le Prix de l'Offre ;
- au montant de la trésorerie rapporté au nombre d'Actions,

mais également, en définitive, à la valeur des titres EEM dans les livres des membres du Concert, à l'appui des constats suivants :

- l'absence de mention par l'Initiateur, dans le Projet de Note d'Information, du prix d'acquisition de ses titres ;
- le prix auquel le Concert dont fait partie l'Initiateur a pris part à une augmentation de capital sans DPS au prix de 3,32 € par Action en décembre 2018²⁷⁹ et à une autre émission avec DPS au prix de 4,50 € (2,50 € de nominal et 2,00 € de prime d'émission) par Action en septembre 2017²⁸⁰ (§ 6.5) ;
- l'acquisition en 2017 par l'Initiateur de 15% du capital d'EEM à Verneuil Participation²⁸¹ au prix de 7,25 €.

Indépendamment des critères objectifs d'évaluation de l'Action par les capitaux propres sociaux ou consolidés et le cours de bourse²⁸², que nous considérons en l'espèce comme recevables dans le cadre de l'appréciation du Prix de l'Offre (§ 4.3)²⁸³ :

- l'antériorité des opérations sur le capital de la Société intervenues en 2017 et 2018 relativise la portée des prix de souscription correspondants pour apprécier la valeur de l'Action à ce jour ;

²⁷⁹ Souscription du 29 novembre au 5 décembre 2018, n'ayant pas donné lieu à un prospectus soumis au visa de l'AMF (§ 6.5). Le lancement de cette augmentation de capital a fait l'objet de deux communiqués préalables de Viktoria Invest (renommée EEM fin 2018) précisant que le prix de souscription s'appréciait par rapport à une décote de 5% sur le dernier cours de bourse constaté par le conseil d'administration le 17 novembre 2018.

²⁸⁰ Souscription du 7 septembre au 20 septembre 2017 ayant donné lieu à un prospectus soumis au visa de l'AMF : visa n° [17-0455](#) sur le prospectus du 1^{er} septembre 2017 et visa n° [17-0468](#) sur la note complémentaire au prospectus du 11 septembre 2017 (§ 6.5). Il s'agit d'une augmentation de capital en numéraire de Viktoria Invest (renommée EEM fin 2018), à raison de l'émission de 2 actions nouvelles pour 5 actions anciennes avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, aux termes de trois communiqués de Viktoria Invest en date du 1^{er} septembre 2017, du 11 septembre 2017 et du 26 septembre 2017.

²⁸¹ Société contrôlée par M. François Gontier, qui a cédé en juin 2017 le solde de sa participation dans le capital d'EEM détenu au travers de la société Verneuil Participation à M. Valéry Le Helloco et les sociétés qu'il contrôle.

²⁸² Depuis l'annonce de l'Offre, le cours de bourse s'est maintenu à un niveau sensiblement supérieur au Prix de l'Offre (§ 4.3.1.3).

²⁸³ Nous considérons qu'au vu de la structure bilancielle du Groupe (§ 3.4.2), la trésorerie disponible à la date de clôture des comptes annuels ou d'arrêté des comptes semestriels ne rend pas compte à elle seule d'une valeur de l'Action.

- nous ne sommes pas en mesure de confronter le Prix de l'Offre au prix de revient des titres EEM dans les livres des membres du Concert, en raison de l'absence de dépôt des comptes à une date récente²⁸⁴ ; nous observons que :
 - dans les comptes de Degemer Group au 31 décembre 2023²⁸⁵, les titres EEM figurent à une valeur unitaire de l'Action de 4,60 €²⁸⁶ ;
 - au chapitre des règles et méthodes comptables, l'annexe aux comptes de Degemer Group au 31 décembre 2023 comporte la mention suivante, qui renvoie à cette valeur unitaire de 4,60 € : « L'actionnaire majoritaire de la société Degemer Group [en l'occurrence M. Valéry Le Helloco] a confirmé son intérêt pour reprendre la position détenue chez « EAUX ET ELECTRICITÉ DE MADAGASCAR » pour la somme de 4.015.133 euros pour les 872.987 titres détenus, c'est-à-dire pour la valeur comptable. En conséquence, la société a décidé de ne pas procéder à une dépréciation des titres au bilan du 31/12/2023 » ;
 - le pourcentage de détention de Degemer Group dans EEM n'a pas évolué significativement entre le 31 décembre 2023 (15,33%) et le 1^{er} juillet 2025, date du dépôt du Projet de Note d'Information (15,69% correspondant à une détention de 900.087 actions) (§ 2.3).

Nous n'avons pas obtenu les comptes à la date la plus récente des sociétés membres du Concert, dont nous avons fait la demande auprès de l'Initiateur ; les constats formulés ci-dessus ne préjugent donc pas de la valeur actuelle et à venir²⁸⁷ des titres EEM dans les livres de l'Initiateur et des autres sociétés membres du Concert.

7.3. Réponse aux arguments techniques de l'Initiateur

Nous reprenons, ci-après, les références et méthodes d'évaluation évoquées successivement par l'Initiateur dans son courrier du 3 décembre 2025, et apportons des éléments de réponse à ses observations, en lien avec le contenu du Rapport.

7.3.1. DCF

L'Initiateur attire préalablement notre attention sur « la distorsion entre les informations que la Société a diffusé[es] au public, au titre de son obligation d'information permanente et l'information que la Société a pu [nous] donner afin de permettre de réaliser [nos] travaux de valorisation », en faisant observer qu' « à l'occasion de l'assemblée générale du 11 juin 2025, [il] avait posé la question de savoir quelles sont les conditions nécessaires à la réouverture de l'hôtel et à quel horizon peut-on l'envisager », et que « la Société avait répondu « qu'elle n'est pas en mesure de communiquer, dans le cadre de la présente assemblée générale, une date de réouverture de l'hôtel » ».

²⁸⁴ À notre connaissance, les derniers comptes déposés par Degemer Group sont ceux de l'exercice clos le 31 décembre 2023 ; les comptes de Financière VLH qui nous ont été communiqués remontent à l'exercice clos le 31 décembre 2019. Nous n'avons pas eu accès aux comptes de Le Clézio Industrie qui, d'après les informations dont nous disposons, sont à ce jour protégés par une clause de confidentialité ; le greffier du Tribunal des activités économiques de Saint-Brieuc atteste en effet que les comptes annuels de la société Le Clézio Industrie afférents à l'exercice clos le 30 novembre 2024 ont bien été déposés au greffe, mais qu'ils ne sont pas communiqués aux tiers en application de l'article [L. 232-25](#) du code de commerce.

²⁸⁵ Comptes déposés auprès du greffe du Tribunal de Saint-Brieuc le 26 mai 2025, p. 17.

²⁸⁶ Valeur comptable des titres EEM détenus par Degemer Group au 31 décembre 2023 : 4.015.133 € / nombre de titres EEM détenus par Degemer Group au 31 décembre 2023 : 872.987.

²⁸⁷ Pour mémoire, la clôture des comptes de la société Le Clézio Industrie, aux termes de ses statuts mis à jour en date du 5 décembre 2023 ayant modifié la date de clôture de l'exercice social, intervient au 30 novembre (§ 7.2).

Dès lors, l'Initiateur estime que :

- même s'il n'a pas eu connaissance du Plan d'Affaires, « *tout business plan qui prévoirait des flux futurs provenant de l'hôtel [lui] paraît éminemment critiquable* » ;
- du point de vue strictement financier :
 - les disponibilités financières de EEM au 30 juin 2025²⁸⁸ ne permettent pas de financer les investissements de réhabilitation importants, « *estimés a minima selon le rapport annuel 2024 à 8 M\$ (~7 M€) pour rénover les deux tiers des chambres seulement à l'exclusion des parties communes* » ;
 - la Société ne peut assumer « *le financement du BFR et les besoins financiers de la montée en puissance de l'hôtel sur plusieurs mois voire années* » ;
 - « *un financement français ou local sur cette opération [lui] paraît exclu* » ;
 - « *la Société n'a tout simplement pas les moyens de financer un business plan qui prévoit des revenus générés par l'hôtel au Cambodge* » ;
 - « *de ce fait, ces flux [de trésorerie] sont purement théoriques et privés de toute crédibilité* » ;
 - « *il en résulte que les prévisions de cash flows sont irréalistes, donc la valeur obtenue par la méthode DCF est nécessairement surévaluée* » ;
 - en définitive, l'actualisation de flux prévisionnels de trésorerie « *n'a pas de sens économique puisque les investissements nécessaires pour générer ces cash flows ne pourront pas être réalisés* ».

Ces arguments appellent de notre part les commentaires suivants.

Les observations de l'Initiateur précitées portent sur un Plan d'Affaires dont il n'a pas eu connaissance.

Le Plan d'Affaires très détaillé qui nous a été soumis, présenté par la Société non pas comme un engagement, mais comme une ambition de remettre en exploitation l'Hôtel sous certaines conditions (§ 4.4.2.5), a fait l'objet de notre part d'un examen, en relation avec :

- l'ancienne directrice générale de la chaîne Victoria Hotels & Resorts en charge de son élaboration, afin d'en apprécier la cohérence (§ 4.4.2.5.i) ;
- la Direction, pour en étudier les possibilités de financement, sur la base d'une structure bilancielle désendettée²⁸⁹ (§ 4.4.2.7).

Le dernier devis externe en date, établi en novembre 2025, ramène le montant d'investissements à 5,6 M\$ pour la rénovation, dans un premier temps, à la fois de 79 chambres²⁹⁰ et des parties communes ; ce devis est à majorer de 1 M\$ pour porter ultérieurement la capacité de l'Hôtel à 130 chambres (§ 4.4.2.5).

²⁸⁸ Trésorerie et équivalent trésorerie : 9,7 M€ - Emprunts et dettes financières divers : 3,6 M€ (§ 3.4.2).

²⁸⁹ Étant rappelé que structurellement l'activité hôtelière affiche un besoin en fonds de roulement négatif ; en outre, pour mémoire, l'arrêt rendu le 9 décembre 2025 par la Cour Suprême du Cambodge en faveur d'EEM, concernant la réclamation par M. Pierre Ader et M. Bernard Gauthier de remboursement d'un compte courant, neutralise de surcroît l'objet d'une part essentielle de l'endettement du Groupe (§ 4.5).

²⁹⁰ Correspondant à la capacité d'accueil initiale de l'Hôtel.

La valeur intrinsèque de l'Action résultant de l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie issus du Plan d'Affaires, sous condition de financement dont les modalités, qui ne sont pas encore arrêtées, peuvent revêtir plusieurs formes (§ 4.4.2.7), n'a d'autre finalité que de compléter celle obtenue par la méthode de l'ANR que nous avons retenue au même titre que l'Établissement Présentateur, laquelle n'implique pas de se référer à des prévisions, et conduit, en ce qui nous concerne, à une valeur de l'Action compatible avec celle extériorisée par la méthode DCF (§ 4.5) et, en tout état de cause, supérieure au Prix de l'Offre.

7.3.2. Cours boursiers

L'Initiateur questionne la référence aux cours boursiers au vu du flottant²⁹¹ limité et de la liquidité restreinte, estimée sur les douze derniers mois précédant la date d'annonce de l'Offre²⁹² à « 107.176 titres, soit des volumes quotidiens pondérés de 1.440 € », indiquant que, « pour des raisons de faible liquidité du titre et d'étroitesse du flottant des sociétés concernées », nous avons-nous-même, « relativisé cette référence dans plusieurs offres publiques [...] » et que « d'autres experts indépendant écartent très fréquemment cette méthode dans des situations où le flottant est très limité comme c'est le cas sur EEM, ou à tout le moins ne la retiennent qu'à titre indicatif [...] ».

Il considère en outre que depuis 2023, date à laquelle EEM a demandé en justice la condamnation de M. Le Helloco et celle des sociétés qu'il contrôle au dépôt d'un projet d'offre publique, « les cours de bourse sont sujets à caution et ont pu être entretenus artificiellement à des niveaux sans lien avec la réalité économique », dans la mesure où « les principaux actionnaires d'EEM étaient parfaitement informés de cette action ».

Ces arguments appellent de notre part les commentaires suivants.

Il appartient, tant à l'expert indépendant qu'à la banque présentatrice, selon le contexte de l'offre publique dans laquelle ils interviennent, d'apprécier au cas par cas la pertinence de la référence au cours de bourse. Ainsi, dans les opérations que nous avons traitées, évoquées par l'Initiateur, nous avons effectivement été conduits à relativiser le recours à certaines références boursières ; nous notons que l'Établissement Présentateur a, tout autant, pu lui-même le faire dans d'autres circonstances.

Au cas d'espèce :

- nous avons mentionné dans le Rapport les raisons pour lesquelles nous retenons ce critère d'évaluation, en relevant au passage l'absence de contrat de liquidité (§ 4.3.1.3), et étant notamment rappelé que :
 - sur la décennie antérieure à la date de l'annonce de l'Offre, et indépendamment de la période de suspension de la cotation, le cours se situe nettement au-dessus du Prix de l'Offre (§ 4.3.1.1 et § 4.3.1.2) ;
 - à la suite de l'annonce de l'Offre, le cours de l'Action se maintient toujours à un niveau sensiblement supérieur au Prix de l'Offre (§ 4.3.1.3) ;
- la Mission ne consiste pas à rechercher des indices de manipulation de cours²⁹³ ; pour notre part, nous n'en avons cependant pas relevé dans le cadre de nos travaux.

²⁹¹ 15% du capital (§ 2.3).

²⁹² Au 16 mai 2025 (§ 1).

²⁹³ Nous ne disposerions d'ailleurs pas des informations suffisantes pour être en mesure de mener ce type d'investigation.

7.3.3. Actif net comptable

L'Initiateur remet en cause la pertinence de la référence à l'actif net comptable, au motif notamment que celui-ci ne peut refléter une valeur économique de la société, et relève que nous avons-nous même écarté cette méthode dans plusieurs opérations.

Au cas d'espèce, il observe que :

- « de nombreux éléments purement comptables et sans impact sur la trésorerie, en lien avec l'activité Hôtellerie, ont permis depuis 2023 de « gonfler » artificiellement la valeur comptable des capitaux propres », tels que, « après le profit de reconsolidation de VAK en 2023, la reprise sur provision relative [au] litige fiscal au Cambodge » ;
- « l'ensemble du périmètre Hôtellerie représente près d'un quart de l'ANC à fin juin 2025, ce qui [lui] semble décorrélié de toute cohérence économique au regard de doutes légitimes [qu'il] exprime quant à la capacité de l'actif à retrouver le chemin de l'exploitation », en écho aux observations formulées supra (§ 7.3.1) ;

et « au regard de la consommation de trésorerie engendrée par les coûts de structure, [il] est convaincu que l'actif net comptable au 31/12/2025 sera inférieur à celui au 30/06/2025, en dehors de toute nouvelle écriture comptable sans implication cash pour laquelle [il] émet des doutes sérieux » ; en conséquence, il estime « indispensable de tenir compte de l'impact du temps qui passe sur la consommation de la trésorerie, sauf à ce que la méthode par l'actif net comptable aboutisse à surévaluer la Société ».

Ces arguments appellent de notre part les commentaires suivants.

Si l'ANC peut, dans certaines configurations d'offres publiques, être considéré comme un prix plancher²⁹⁴, il convient de le resituer, tout comme la référence aux cours boursiers (§ 7.3.2), dans le contexte précis de l'opération dont les termes et conditions sont soumis à l'appréciation de l'expert indépendant.

En l'occurrence, s'agissant des capitaux propres du Groupe au 30 juin 2025 auxquels nous nous référons, nous rappelons que les comptes consolidés semestriels d'EEM :

- ont fait l'objet d'un examen limité de la part des commissaires aux comptes (§ 4.1.1) ;
- intègrent les provisions couvrant les litiges en défense (§ 6).

L'ANC au 30 juin 2025, qui reflète la valeur minimale de l'Action susceptible de revenir aux Actionnaires, n'est par ailleurs remis en cause ni par les critères boursiers, ni par les méthodes d'évaluation que nous avons développées, et s'avère supérieur au Prix de l'Offre (§ 4.3.2 et § 4.5).

²⁹⁴ Ainsi que le définit, par exemple, la réglementation de l'AMF dans le cas des offres de fermeture, aux termes de l'instruction d'application n°[2006-07](#), article 2-2 ; en pareilles circonstances, dont ne relève pas la présente Offre compte tenu de la part détenue par les membres du Concert dans le capital d'EEM (§ 2.3), l'initiateur doit, le cas échéant, justifier des raisons pour lesquelles certaines références de valorisation, telles que l'actif net comptable, ne sont pas retenues.

La valeur comptable des capitaux propres reflète les événements survenus jusqu'au 30 juin 2025, qu'ils aient ou non un impact sur la trésorerie, et/ou un lien avec l'activité hôtelière, en ce comprise la reprise de provision opérée dans les comptes consolidés semestriels 2025 d'EEM suite à l'amnistie fiscale au Cambodge à concurrence de 3,3 M€ (§ 3.4.1.2).

À ce stade, tout en relevant le facteur majorant que constituerait, toutes choses égales par ailleurs, l'annulation de la dette afférente au compte courant réclamé par M. Pierre Ader et M. Bernard Gauthier, qui ont été définitivement déboutés de leurs prétentions par l'arrêt de la Cour Suprême du Cambodge du 9 décembre 2025, et aux sommes qui s'y rattachent (§ 4.5), en regard de l'estimation préliminaire par la Société du volant de trésorerie à fin 2025, nous ne sommes pas en mesure d'anticiper avec suffisamment de fiabilité le niveau de l'actif net consolidé d'EEM au 31 décembre 2025.

7.3.4. Actif net réévalué

Tout en confirmant que « *cette méthode demeure la plus pertinente* », l'Initiateur émet de « *fortes réserves sur les hypothèses de coûts de structure en forte diminution proposées par EEM* » que nous aurions « *acceptées en l'état* » ; il fait observer à ce titre que « *la Société démontre clairement subir des charge de structure élevées, notamment en raison des débours occasionnés par les nombreux litiges en demande et en défense qui ont perdu tout caractère exceptionnel et par les dépenses contraintes de la société (CAC, experts, cotation boursière, management...)* ».

Il questionne en outre la reprise de provision du compte courant de VAK vis-à-vis d'EEM dans le calcul de l'ANR de la Société, estimant que quand bien même cette provision viendrait à être reprise par EEM, se poserait néanmoins la question de son recouvrement.

Ces arguments appellent de notre part les commentaires suivants.

Nous avons retenu la trajectoire des Coûts de Structure présentés par la Société, qui ont été soumis, au même titre que le Plan d'Affaires, à notre examen (§ 1.3 et § 4.4.2.5) :

- nous les comparons dans le Rapport, tant dans leur quantum que dans leurs modalités d'application pour le calcul de l'ANR, aux hypothèses retenues, en la matière, par l'Établissement Présentateur, lesquelles se fondent sur la structure de coûts supportés par EEM entre 2020 et 2024, comprenant notamment les charges exceptionnelles liées à la sortie de la procédure de sauvegarde, la cession des titres Gascogne, ainsi que la cession d'actifs immobiliers à Paris et à Lima ;
- les Coûts de Structure que nous modélisons dans l'ANR neutralisent ces charges non récurrentes, ainsi que celles se rapportant aux deux filiales Grandidierite et Soumaya dont la liquidation a été récemment décidée (§ 5.4.2).

Le compte courant de VAK vis-à-vis d'EEM ne peut être assimilé à une dette financière assortie d'un échéancier de remboursement. C'est ainsi que la reprise de la dépréciation de la créance de compte courant VAK chez EEM procède d'un retraitement purement technique :

- la question de savoir si VAK disposerait de la trésorerie nécessaire pour rembourser ce compte courant est, selon nous, à relativiser si l'on considère, à titre illustratif, le cas d'une société mère qui accorderait, par voie de compte courant et afin de lui permettre de développer son activité, de la trésorerie à une filiale, laquelle ne pourrait rembourser sa dette que par la revente de son activité ; un tel cas de figure serait dépourvu de sens économique ;

- une provision sur compte courant n'est pas seulement conditionnée par le niveau de la trésorerie ; elle l'est également par la valeur des capitaux propres de l'entité concernée *i.e.* de la valeur de l'actif économique sous déduction de l'endettement net ;
- la neutralisation de la dépréciation de la créance de compte courant de VAK dans le calcul de l'ANR d'EEM, d'un montant de 1.960 K€ (§ 3.4.3.1), se justifie, à notre avis, dès lors que les titres VAK recouvrent une valeur positive (§ 4.4.1.6)²⁹⁵.

²⁹⁵ Notre position ne préjuge pas du traitement comptable de cette provision dans les comptes individuels d'EEM.

8. Synthèse

Conformément au champ de saisine de l'Expert Indépendant, rappelé dans la lettre de mission que la Société nous a adressée (§ 1.1), nous nous sommes attachés à apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre au regard :

- des caractéristiques de l'Offre (§ 2) ;
- de la situation du Groupe dans le contexte actuel (§ 3) ;
- de la valeur de l'Action issue de l'Évaluation Multicritère (§ 4) et des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'Établissement Présentateur (§ 5) ;
- de l'incidence des contentieux sous-tendant les compléments de prix demandés par la Société (§ 6) ;
- des observations qui nous ont été adressées par des Actionnaires, en ce compris l'Initiateur (§ 7).

Nous rappelons que :

- nous apprécions le Prix de l'Offre par référence aux conditions financières de l'Offre et à l'évaluation de l'Action dans les circonstances actuelles, lesquelles, par définition, diffèrent des conditions dans lesquelles les Actionnaires ont pu, au cas par cas, acquérir leurs Actions ;
- il n'est pas à exclure que les références boursières, ainsi que l'estimation de la valeur de l'Action par certains Actionnaires, intègrent l'impact potentiellement favorable du dénouement de certains litiges et procédures dans lesquels la Société et ses filiales sont engagées ;
- les Actionnaires qui ne souhaiteraient pas apporter leurs titres à l'Offre resteront, par définition, exposés aux aléas, positifs et négatifs, susceptibles d'influer sur la valeur de l'Action ;

Les Actionnaires bénéficient, du fait de l'Offre, d'une liquidité sur l'intégralité de leurs Actions au Prix de l'Offre de 1,50 €.

Pour autant :

- nous ne partageons pas la teneur des conclusions de l'Établissement Présentateur quant au positionnement de l'ANR d'EEM à un niveau inférieur au Prix de l'Offre, d'une part, et à la présentation à titre seulement indicatif des CMPV ainsi que de l'ANC social et consolidé de la Société, critères que nous retenons comme éléments d'appréciation du Prix de l'Offre, d'autre part (§ 5) ;
- le Prix de l'Offre est inférieur aux valeurs de l'Action ressortant de l'ensemble des critères et méthodes d'évaluation²⁹⁶ que nous avons mis en œuvre (§ 4.5) ;

²⁹⁶ En particulier, le Prix de l'Offre ne rend pas compte de la pleine valeur de l'Action ressortant du Plan d'Affaires qui s'inscrit dans une perspective de continuité d'exploitation et, par conséquent, se différencie de l'approche exclusivement liquidative invoquée par l'Initiateur dans le Projet de Note d'Information.

- les contentieux sous-tendant les demandes de compléments de prix de la Société pourraient en outre conduire à un rehaussement de la valeur de l'Action dans l'hypothèse que soit à l'avenir rendue une décision de justice purgée de tout recours, ou soit conclu un accord transactionnel (§ 6.1 à 6.6).

Nous apprécions ainsi les termes et conditions de l'Offre par référence, d'une part, au positionnement défavorable du Prix de l'Offre par rapport à l'Évaluation Multicritère et, d'autre part, à l'absence de disposition dans le Projet de Note d'Information relative à d'éventuels compléments de prix.

9. Conclusion

À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, et dans le contexte de l'Offre, nous sommes d'avis que le Prix de l'Offre de 1,50 € n'est pas équitable d'un point de vue financier pour les Actionnaires apportant leurs titres à l'Offre.

Paris, 15 décembre 2025

LEDOUBLE SAS

Signé par :

1905170DE7C34B0...
Olivier CRETTE
Associé

Signé par :

65099843B4B945F...
Agnès PINIOT
Associée, Présidente

ANNEXES

➤ Lettre de mission	Annexe 1
➤ Programme de travail et rémunération de Ledouble	Annexe 2
➤ Principales étapes de l'expertise	Annexe 3
➤ Principaux interlocuteurs de Ledouble	Annexe 4
➤ Principales sources d'information exploitées	Annexe 5
➤ Composition de l'équipe Ledouble	Annexe 6
➤ Expertises financières réalisées par Ledouble	Annexe 7
➤ Principes de la revue qualité	Annexe 8

ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION



1

Ledouble SAS
8 Rue Halévy
75009 Paris

A l'attention de :

Madame Agnès Piniot
Présidente, Associée

Monsieur Olivier Cretté
Associé

Paris, le 28 août 2025

Madame la Présidente, Cher Monsieur,

Nous faisons suite à la décision prise le 17 juillet 2025 par le Conseil d'administration d'Electricité et Eaux de Madagascar, société de droit français, dont le siège social est situé Spaces Les Halles, 40, rue du Louvre, 75001 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 602 036 782 (ci-après « **EEM** » ou la « **Société** ») de nommer le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot et Monsieur Olivier Cretté, en tant qu'expert indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat initié par la société Le Clézio Industrie SAS (ci-après l'« **Initiateur** ») visant l'intégralité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur et les personnes agissant de concert avec lui, au prix unitaire de 1,50 euro (ci-après l'« **OPA** »). Le projet d'OPA a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« **AMF** ») le 1^{er} juillet 2025 par Invest Securities, agissant en qualité de banque présentatrice. Ce dépôt a fait l'objet d'un avis de l'AMF, publié le 2 juillet 2025 sur son site internet.

La désignation du cabinet Ledouble en tant qu'expert indépendant a été décidée unanimement par les membres du Conseil d'administration de la Société, sous réserve de la non-opposition de l'AMF.

Lors de la séance du 17 juillet 2025, le Conseil d'administration de la Société a en effet émis des réserves sur le calcul de l'actif net réévalué d'EEM figurant dans le projet de note d'information de l'Initiateur (notamment l'absence de prise en compte de l'annistie fiscale des filiales cambodgiennes comme des actions sociales lancées par EEM à l'encontre de ses anciens dirigeants, la sous-évaluation de l'actif cambodgien et le niveau élevé des coûts de structure retenus), sans préjudice de l'avis motivé qui devra être émis ultérieurement. En

HT

outre, le prix de l'OPA de 1,50 euro est nettement inférieur à l'actif net comptable consolidé au 31 décembre 2024 (de 1,80 euro). Il a également pu observer que le prix de l'OPA se singularise par une décote importante (58%) par rapport au cours de bourse de l'action EEM à la clôture, le jour de l'annonce du projet d'OPA, le 16 mai 2025 (de 3,56 euros) comme sur le cours moyen pondéré sur le dernier mois, ainsi que sur les 3, 6 et 12 mois qui ont précédé son annonce (décote stable située entre 57% et 59% sur cette période).

L'AMF a indiqué, le 24 juillet 2025, ne pas s'opposer à votre désignation. Le 25 juillet 2025, la Société a donc informé le public de la non-opposition de l'AMF.

Il est en outre rappelé qu'au regard de la taille actuelle du Conseil d'administration de la Société, actuellement composé de quatre membres dont un seul indépendant, il a été décidé de ne pas constituer un comité ad hoc prévu par l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF.

C'est dans ces conditions que nous vous faisons parvenir cette lettre de mission.

Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

Votre mission, objet de la présente lettre, consistera en la remise d'un rapport d'expertise indépendante qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de l'OPA et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que de la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « **Mission** »).

La Mission vise à apprécier le prix des actions de la Société qui sera proposé aux actionnaires minoritaires et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de l'OPA. Elle devra permettre au Conseil d'administration de la Société d'apprécier les conditions financières de l'OPA afin de rendre son avis motivé.

Plus précisément, votre intervention est requise au titre des dispositions de l'article 261-3 du règlement général de l'AMF prévoyant que tout émetteur peut désigner, dans les conditions prévues au III de l'article 261-1 de ce même règlement, un expert indépendant.

HT

Calendrier envisagé de l'opération

Votre Mission, au titre de l'OPA, s'inscrirait dans le calendrier suivant qui, à ce stade, reste purement indicatif :

17 juillet 2025	Désignation de l'expert indépendant
24 juillet 2025	Non-opposition de l'AMF sur la désignation de l'expert indépendant
21 septembre 2025	Remise du rapport de l'expert indépendant
24 septembre 2025	Avis motivé du Conseil d'administration de la Société sur l'intérêt de l'OPA pour la Société, ses actionnaires et ses salariés
24 septembre 2025	Dépôt auprès de l'AMF du projet de note d'information en réponse Mise à disposition du public et mise en ligne du projet de note d'information en réponse Diffusion du communiqué de dépôt
Octobre-novembre 2025	Déclaration de conformité de l'OPA par l'AMF emportant visa de la note d'information

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir la Mission, étant précisé que le délai requis pour l'élaboration de votre rapport est fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à votre disposition (ce délai ne pouvant être inférieur à vingt jours de négociation à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration du rapport).

En cas de modification des termes et conditions financières du projet d'OPA par l'Initiateur, votre intervention serait requise sur l'OPA modifiée, selon un nouveau calendrier.

Diligences à effectuer

Les diligences qui seront mises en œuvre par le cabinet Ledouble dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante :

- une prise de connaissance générale de la situation et des perspectives de la Société ainsi que du contexte spécifique dans lequel se situe l'OPA ;
- des entretiens avec les conseils externes de la Société, sa direction générale et les membres du Conseil d'administration ;
- la détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères du groupe constitué de la Société et de ses filiales ;

Hr

- un examen des différentes transactions ayant pu intervenir sur les titres de la Société ;
- l'analyse critique du rapport d'évaluation préparé par Invest Securities, en qualité d'établissement présentateur du projet d'OPA ;
- une analyse des expertises réalisées sur des actifs spécifiques (immobiliers et hôteliers notamment) ;
- une prise de connaissance des litiges et procédures en cours et, corrélativement, l'examen de l'incidence des litiges significatifs impliquant la Société, en demande ou en défense, et la mise en place d'éventuels compléments de prix au titre de ces litiges ;
- le cas échéant, une analyse du ou des compléments de prix susceptibles d'être offerts par l'Initiateur dans le cadre de l'OPA, notamment dans le cadre des procédures en cours opposant la Société, en tant que demandeur, à des tiers, en ce inclus l'Initiateur ou des personnes agissant de concert avec lui, ainsi que des modalités de calcul et de paiement de ce ou ces compléments de prix potentiels ;
- un contrôle qualité conforme aux exigences réglementaires applicables ;
- l'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ;
- en cas de modification des termes et conditions financières du projet d'OPA, la délivrance d'un addendum à votre rapport ;
- plus généralement, la gestion des échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF, ainsi qu'avec la banque présentatrice.

HT

Indépendance

Nous comprenons que le cabinet Ledouble, ainsi que ses associés sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés par l'instruction AMF n°2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Nous vous remercions de nous communiquer votre accord sur les termes de la présente.

Veillez agréer, Madame la Présidente, Cher Monsieur, l'expression de mes salutations distinguées.



Madame Hélène TRONCONI
Présidente du Conseil d'Administration
Electricité et Eaux de Madagascar

HT

ANNEXE 2 : PROGRAMME DE TRAVAIL ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE

- Travaux préliminaires et prise de connaissance
 - Prise de connaissance du Projet de Note d'Information
 - Entretiens avec la Direction, les Conseils, l'Expert-Comptable et l'Établissement Présentateur
 - Analyse du contexte et des motifs du projet d'Offre
 - Examen des informations publiques relatives à la Société
 - Revue des procès-verbaux du Conseil d'Administration et des assemblées générales des Actionnaires
 - Étude de l'évolution historique du cours de l'Action
 - Requêtes documentaires

- Travaux de valorisation
 - Revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants intervenu au sein de la Société et de ses filiales
 - Analyse des litiges et procédures en cours, en défense et en demande, de la Société et de ses filiales
 - Examen des rapports des experts immobiliers mandatés par la Société
 - Exploitation des valeurs des actifs immobiliers établies par CBRE Valuation
 - Consultation de la *data room* et exploitation des réponses aux requêtes documentaires
 - Analyse du cours de bourse de l'Action
 - Examen critique du Plan d'Affaires aux bornes de VAK
 - Analyse des coûts de structure, historiques et prévisionnels, aux bornes d'EEM
 - Évaluation Multicritère de l'Action et analyses de sensibilité sur les paramètres d'évaluation retenus pour l'approche intrinsèque
 - Comparaison de l'Évaluation Multicritère avec les éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur

- Restitution des travaux et administration
 - Rédaction de la proposition de Mission
 - Réunions et contacts avec nos interlocuteurs
 - Présentation du texte de la lettre de représentation
 - Rédaction du Rapport
 - Administration et supervision de la Mission

➤ Rémunération

Le montant des honoraires de Ledouble au titre de l'établissement du présent Rapport s'établit à 290.000 € hors taxes, en fonction du temps consacré à la réalisation de la Mission, correspondant à une enveloppe d'environ 1.300 heures.

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE

> Juillet 2025

- Réponse à l'appel d'offres en vue de la désignation d'un expert indépendant
- Présentation de notre proposition de Mission
- Confirmation de la décision de désignation, par le Conseil d'Administration, de Ledouble en qualité d'Expert Indépendant
- Avis de non-opposition de l'AMF à la désignation de l'Expert Indépendant
- Exploitation des informations publiques relatives à la Société et au Groupe
- Contacts et réunion avec les Conseils et l'Expert-Comptable
- Réunion avec CBRE Valuation et transmission d'informations sous couvert d'une lettre de confidentialité
- Requêtes documentaires
- Accès à la *data room*
- Examen des observations reçues de la part d'Actionnaires sur les termes et conditions de l'Offre

> Août 2025

- Réunions et entretiens avec la Direction, les Conseils et l'Expert-Comptable
- Examen des rapports des experts immobiliers mandatés par la Société
- Contacts avec CBRE Valuation, transmission d'informations complémentaires sous couvert d'une lettre de confidentialité et contractualisation de l'expertise immobilière mandatée par Ledouble
- Étude de marché et analyse des performances historiques du Groupe
- Début de l'Évaluation Multicritère
- Analyse du cours de bourse de l'Action
- Analyse et recensement des litiges et procédures, en demande et en défense, de la Société et de ses filiales
- Réception de la lettre de mission de la Société et confirmation de notre proposition de Mission
- Requête documentaire complémentaire
- Examen des observations reçues de la part d'Actionnaires sur les termes et conditions de l'Offre
- Organisation de la visite de l'Hôtel et de la visite des bureaux de la SNC Paris Croix des Petits Champs en relation avec la Direction, CBRE Valuation et CBRE Cambodia

> Septembre 2025

- Réunions et échanges avec la Direction, les Conseils et l'Expert-Comptable
- Visite de l'Hôtel par CBRE Cambodia
- Visite des bureaux de la SNC Paris Croix des Petits Champs par CBRE Valuation et Ledouble

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE (suite)

> Septembre 2025 (suite)

- Exploitation des informations disponibles en retour des requêtes documentaires
- Session Q&A sur les comptes historiques
- Requêtes documentaires complémentaires
- Analyse du rapport financier semestriel 2025
- Mise à jour de l'Évaluation Multicritère
- Étude de l'évolution des litiges et procédures en cours
- Session Q&A sur les contentieux
- Poursuite de l'Évaluation Multicritère
- Rédaction du projet de Rapport

> Octobre 2025

- Examen des rapports des experts immobiliers mandatés par la Société et des valeurs des actifs immobiliers établies par CBRE Valuation
- Exploitation du Plan d'Affaires
- Examen critique du Plan d'Affaires en relation avec le conseil mandaté par la Société pour son élaboration
- Session Q&A sur le Plan d'Affaires et les Coûts de Structure
- Réunions et entretiens avec la Direction, les Conseils et l'Expert-Comptable
- Contact avec l'AMF
- Finalisation de l'Évaluation Multicritère
- Réunion avec l'Établissement Présentateur

> Novembre 2025

- Examen de la première version du Projet de Note d'Information en Réponse
- Revue indépendante
- Présentation du projet de Rapport
- Entretien avec M. Le Helloco en présence de l'Établissement Présentateur
- Contact avec l'AMF
- Réunion avec l'Établissement Présentateur

> Décembre 2025

- Examen du courrier de l'Initiateur adressée à l'Expert Indépendant
- Examen du Projet de Note d'Information en Réponse
- Finalisation du Rapport
- Revue indépendante
- Obtention de la lettre de représentation de la Société
- Présentation du Rapport au Conseil d'Administration avant le dépôt auprès de l'AMF du Projet de Note d'Information en Réponse

ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE

> Société

- Hélène TRONCONI Présidente - Directrice Générale
- Sophie COMBET Assistante de direction
- Pierre GUILLERAND Secrétaire général
- Servane RANGHEARD Hotel Project Advisor

> Administrateurs de la Société

- Hélène GUILLERAND Administrateur
- James WYSER-PRATTE Administrateur
- Francis LAGARDE représentant Financière Eyschen Administrateur

> Expert-Comptable

Organisation Conseil Audit (OCA)

- Thierry LEROLLE Directeur comptabilité & Consolidation

> Conseils juridiques de la Société

Simon Associés

- Philippe SAIGNE Avocat Associé

Change

- Nicolas CUNTZ Associé et co-fondateur
- Quentin LAGIER Avocat Associé
- Raphaëlle MARIE Avocat

PYT & Associates

- Antoine LEGER Avocat

> Conseil financier de la Société

CIC Market Solutions

- Thibaut SIMONNET Responsable Solutions de Marché Primaire
- Bruno GAHERI Responsable Equity Capital Markets
- Marion GILLMANN Manager ECM
- Marc GOUGET Manager ECM

Swiss Life Banque Privée

- Jean-Michel CABRIOT Head of Capital Markets
- Nicolas FOURNO Director – Capital Markets

ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE (suite)

➤ Expert Immobilier

CBRE Valuation

CBRE Cambodia

➤ Établissement Présentateur

Invest Securities – Invest Corporate Finance

- Marc-Antoine GUILLEN Président
- Claude BREUIL Managing Partner
- Sami BERHOUMA Partner
- Maxime DUBREIL Head of Equity Research
Head of Technology

➤ Concert

- Valéry LE HELLOCO Actionnaire d'EEM et membre du Concert

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

› Documentation relative à l'Offre

- Procès-verbal du Conseil d'Administration en date du 17 juillet 2025 prenant acte de la désignation de l'Expert Indépendant
- Lettre de mission de la Société à l'Expert Indépendant
- Projet de Note d'Information
- Lettre adressée le 3 septembre 2025 par l'un des conseils juridiques de la Société à l'AMF
- Note à l'attention de l'AMF concernant l'action en responsabilité en cours devant le Tribunal des activités économiques de Nanterre établie par l'un des conseils juridiques de la Société
- Analyse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre par les conseils financiers de la Société
- Note sur les relations juridiques Lopan-VAK-VAE établie par l'un des conseils juridiques de la Société
- Projet de Note d'Information en Réponse
- Procès-verbal du Conseil d'Administration en date du 10 novembre 2025 approuvant le Plan d'Affaires et les Coûts de Structure
- Courriers/courriels d'Actionnaires concernant les termes de l'Offre
- Courrier de Le Clézio Industrie (3 décembre 2025)

› Documentation relative à EEM

Documentation juridique et fiscale

- Statuts de la Société et de ses filiales
- Répartition du capital et des droits de vote de la Société
- Organigramme détaillé du Groupe
- Historique et chiffrage des litiges dans lesquels la Société et ses filiales sont impliquées
- Contrats des cessions des biens immobiliers antérieures à l'Offre
- Plan de sauvegarde de la Société
- Procès-verbaux du Conseil d'Administration (2021 à 2025)
- Procès-verbal du conseil d'administration de SAIPPPP (24 septembre 2025)
- Procès-verbaux des assemblées générales des Actionnaires (2022 à 2025)
- Notes sur les contentieux de la Société et de ses filiales établies par les conseils juridiques
- Pièces des procédures judiciaires et non judiciaires dans lesquelles la Société et ses filiales sont impliquées
- Bail emphytéotique conclu en 1996 par Lopan
- Titres de propriété de l'Hôtel
- Contrats d'assurance de l'Hôtel et des bureaux de la SNC Paris Croix des Petits Champs
- Lettre d'intention visant à acquérir les bureaux de la SNC Paris Croix des Petits Champs et offre d'acquisition
- Étude sur l'impact de l'acquisition par un groupe extérieur de titres EEM sur les déficits du Groupe

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

➤ Documentation relative à EEM (suite)

Informations comptables et financières historiques

- Rapports annuels de la Société (2020 à 2024)
- Rapports des commissaires aux comptes au Comité d'audit (2023, 2024, S1 2025)
- Rapports financiers semestriels (2020 à 2025)
- Rapport des commissaires aux comptes sur l'information financière semestrielle 2025
- Communiqués de presse d'EEM (2016 à 2025) et de SAIPPPP (2020 à 2025)
- Comptes annuels des filiales (2022 à 2024, S1 2025)
- Rapports des commissaires aux comptes sur la situation financière au 30 juin 2025
- Contributifs des filiales à la consolidation (2022 à 2024, S1 2025)
- Grands livres de la Société et de ses filiales (2023 à 2024, S1 2025)
- Déficit fiscal reportable aux bornes du Groupe
- Position de trésorerie au 30 novembre 2025

Informations financières prévisionnelles

- Plan d'Affaires aux bornes de VAK
- Coûts de Structure aux bornes du Groupe
- Trésorerie prévisionnelle au 31 décembre 2025

Informations immobilières

- Rapports d'expertise immobilière d'ARC et de Keystone (Hôtel et terrain au Cambodge) et de Sylvie Roux (bureaux de la SNC Paris Croix des Petits Champs) (valeurs immobilières au 31 décembre 2024 et au 30 juin 2025)
- Rapports d'expertise immobilière de CBRE Valuation (Hôtel et terrain au Cambodge, bureaux de la SNC Paris Croix des Petits Champs)
- Plans détaillés de l'Hôtel et des bureaux de la SNC Paris Croix des Petits Champs
- Devis des travaux de rénovation de l'Hôtel
- Manifestations d'intérêt sur la reprise de l'Hôtel
- Diagnostic de performance énergétique, certifications environnementales et derniers diagnostics techniques en date concernant les bureaux de la SNC Paris Croix des Petits Champs
- Procès-verbaux des assemblées des copropriétaires de l'immeuble sis 38, rue Croix des Petits Champs (2021 à 2023)
- Travaux réalisés dans les bureaux de la SNC Paris Croix des Petits Champs depuis le départ du locataire

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

> Autres informations

- Comptes annuels de Degemer Group (2023) et de Financière VLH (2019)
- Statuts des sociétés membres du Concert
- Communiqués de Le Clézio Industrie (depuis le dépôt du Projet de Note d'Information)
- Note d'opération et note complémentaire au prospectus concernant l'augmentation de capital en numéraire souscrite du 5 au 18 septembre 2017

> Documentation sectorielle

- Garde, « Cambodia, Hospitality insight », [April 2022](#)
- Human Rights Watch, Cambodia: New Prime Minister But No Improvements, [January 2024](#)
- Knight Frank, « Cambodia, Real Estate Highlights » – [H1 2025](#)
- Le Courrier du Vietnam, « Le Cambodge et la Thaïlande signent un accord de paix », [26 octobre 2025](#)
- Les Échos, « EEM n'héberge plus au Viêt Nam », [Mars 2011](#)
- Ministry of Tourism, « Roadmap for recovery of Cambodia Tourism during and post covid-19 », [2021](#)
- Ministry of Tourism, « Tourism Statistics Report », [December 2024](#)
- Ministry of Tourism, « Tourism Statistics Report », [June 2025](#)
- SG Magazine, « Hotel hotlist 2025: Luxury launches in Asia for your next holiday », [18 décembre 2024](#)
- The Global Economy, Control of corruption, [2023](#)
- The Global Economy, Rule of law, [2023](#)
- The Global Economy, Cambodia: Sovereign credit rating, [2024-2025](#)
- Transparency International, « Cambodia, Corruption, perceptions index », [2024](#)

> Sites d'informations

- AMF, <http://www.amf-france.org/>
- Bofip, <https://bofip.impots.gouv.fr/>
- Boursier.com, <https://www.boursier.com/>
- EEM, <https://www.eem-group.com/>
- Euronext, <https://live.euronext.com/>
- FMI, <https://www.imf.org/fr/Home>
- Investing, <https://fr.investing.com/rates-bonds/france-10-year-bond-yield>
- KPMG, <https://kpmg.com/xx/en.html>
- Le Clézio Industrie, <https://www.leclezioindustrie.com/>
- Les Échos, <https://www.lesechos.fr/monde/asia-pacifique/>
- Le Monde, <https://www.lemonde.fr/cambodge/> ; <https://www.lemonde.fr/thaïlande/>
- SAIPPPP, <https://www.saipppp-group.com/>

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

➤ Bases de données

- *Bloomberg*
- *S&P Capital IQ*

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. À ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyse financière indépendante effectuées dans ce domaine sur la période la plus récente (2020 à 2025) figurent en **Annexe 7**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, de la Société Française des Évaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : <http://www.ledouble.fr>.

Les membres de l'équipe Ledouble conduisent régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation.

> **Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- MSTCF, Université Paris Dauphine – PSL
- Expert près la Cour d'appel de Paris
- Présidente d'honneur de l'APEI
- Membre de la SFEV
- Membre de la Commission Évaluation, Commissariat aux apports et à la fusion de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)

> **Olivier CRETTE, Associé**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Expert près la Cour d'appel de Paris
- Membre de l'APEI et de la SFEV
- Vice-Président du Comité des normes professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
- Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)

> **Jonathan NILLY, Associé**

- EM Lyon – Mastère Spécialisé en Ingénierie Financière
- IMT Nord Europe – Grade de Master en Ingénierie
- Diplôme Supérieur de Comptabilité et de Gestion
- Membre de la SFEV

> **Hicham AIT MESSAOUD, Responsable de mission**

- KEDGE Business School – Programme Grande Ecole – MSc Banking & Finance

> **Hugo DOS SANTOS, Analyste**

- EDHEC Business School – Programme Grande Ecole – MSc Corporate Finance and Banking

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE (suite)

› Romain DELAFONT, Associé, Revue indépendante

Romain Delafont n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de l'expertise indépendante ; il est intervenu au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l'article 3-12 de l'instruction AMF n°[2006-08](#), et selon les principes exposés en **Annexe 8**

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Master 225 « Finance d'entreprise et ingénierie financière », Université Paris Dauphine – PSL
- Membre de l'APEI et de la SFEV

ANNEXE 7 : EXPERTISES FINANCIÈRES RÉALISÉES PAR LEDOUBLE²⁹⁷**Expertises indépendantes**

Année	Société	Etablissement(s) présentateur(s)
2025	M2i	Portzamparc
2025	Verallia	Crédit Agricole CIB, Bank of America
2024	MRM	Natixis
2024	NHOA	CA-CIB
2024	Eurobio-Scientific	CIC, Degroof Petercam
2024	Groupe Parot	Crédit Agricole du Languedoc
2024	Tipiak	CIC
2024	Believe	Goldman Sachs, BNP Paribas
2024	Accor	*
2024	FIEBM	Oddo BHF
2023	Ober	Banque Delubac & Cie
2023	Colas	Portzamparc
2023	Kaufman & Broad	*
2023	FIEBM	Oddo BHF
2023	Technicolor Creative Studios	*
2023	UFF	Natixis
2022	Altur Investissement	Oddo BHF
2022	Linedata	Degroof Petercam
2022	Robertet	Lazard Frères Banque, Portzamparc - Groupe BNP Paribas
2022	Albioma	Société Générale
2022	CNP Assurances	Barclays Bank, Morgan Stanley, Natixis, BNP Paribas
2021	L'Oréal	*
2021	Europcar	Bank of America, BNP Paribas
2021	Baccarat	Mediobanca
2021	XPO Logistics Europe	Rothschild Martin Maurel
2021	Natixis	JP Morgan
2021	EPC Groupe	Natixis
2021	Selectirente	Natixis
2021	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2020	EasyVista	Natixis
2020	Lafuma	Société Générale
2020	Ingenico	BNP Paribas, Morgan Stanley, Natixis, Société Générale

* : Rachat d'actions / Restructuration financière / Augmentation de capital réservée

²⁹⁷ Depuis 2020.

ANNEXE 8 : PRINCIPES DE LA REVUE QUALITÉ

L'article 3-12 de l'instruction AMF n°[2006-08](#) prévoit que le rapport d'expertise comporte « une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par la personne en charge de la revue qualité du rapport d'expertise, ainsi que la description des garanties d'indépendance dont celle-ci bénéficie ».

En l'espèce, le contrôleur qualité :

- n'a pas pris part directement à la réalisation de la Mission et est intervenu en totale indépendance à l'égard des deux signataires du Rapport, ainsi que des autres membres de l'équipe Ledouble ;
- a été consulté lors de l'acceptation de la Mission depuis le début de l'Opération sur l'indépendance de Ledouble et sa propre indépendance ;
- est intervenu pour :
 - valider la structure du Rapport et en tester la cohérence avec le champ de la Mission tel que défini dans la lettre de mission de la Société en **Annexe 1** ;
 - procéder à l'examen des étapes de l'Offre et des points de saisine de Ledouble ;
 - s'assurer, dans le contexte de la Mission, de la prise en compte des dispositions du règlement général de l'AMF, de l'instruction AMF n°2006-07, de l'instruction AMF n°2006-08 et de la recommandation AMF n°2006-15 ;
 - vérifier le respect des procédures internes à Ledouble applicables en matière d'expertise indépendante ;
 - s'informer de la nature de la documentation exploitée au cours de la Mission ;
 - questionner les signataires du Rapport sur les hypothèses et paramètres structurant l'évaluation de l'Action, ainsi que la synthèse de leurs échanges avec les interlocuteurs de Ledouble en **Annexe 4** ;
 - examiner le contenu des fichiers de synthèse sous-tendant l'Évaluation Multicritère ;
 - suivre la rédaction du Rapport sur le plan formel en relation avec les signataires, par la formalisation de « questions-réponses » ;
 - vérifier *in fine* la cohérence entre le contenu du Rapport et en conclusion l'Attestation d'Équité.

Le projet d'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

Annexe 2 - Addendum



Ledouble

ÉLECTRICITÉ ET EAUX DE MADAGASCAR

38, rue Croix des Petits Champs
75001 Paris

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT

ADDENDUM À L'ATTESTATION D'ÉQUITÉ
DU 15 DÉCEMBRE 2025

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail info@ledouble.fr

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes

Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris

Société par actions simplifiée au capital de 438 360 €

RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



1. Objet de l'addendum

Le présent addendum à notre rapport d'expertise indépendante en date du 15 décembre 2025 (l'« **Addendum** »)¹ a été établi à la demande de l'AMF à la suite du dépôt auprès de l'AMF, le 27 avril 2026, du projet de note d'information modifié établi par la société Le Clézio Industrie² (le « **Projet de Note d'Information Modifié** »)³.

Il a pour objet d'actualiser le rapport précité (le « **Rapport** ») en fonction des événements subséquents et du contenu du Projet de Note d'Information Modifié, pour ce qui concerne :

- l'évolution des litiges et procédures dans lesquels la Société est engagée ;
- l'Évaluation Multicritère, à l'appui notamment du rapport annuel 2025 de la Société (le « **RA 2025** ») et des comptes annuels de ses filiales au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2025 (l'« **Exercice 2025** »)⁴ ;
- l'analyse des éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur ;
- les compléments de prix demandés par EEM ;
- les observations formulées sur le Rapport ;
- en conclusion, l'Attestation d'Équité.

2. Évolution des litiges et procédures

Nous nous sommes informés sur l'évolution, depuis l'émission du Rapport, des litiges et procédures dans lesquels la Société ou ses filiales sont soit défenderesses (cf. Rapport § 3.3.1), soit concernées par les compléments de prix demandés par EEM (cf. Rapport § 3.3.2 et § 6).

2.1. Litiges et procédures en défense

Nous avons relevé les décisions suivantes concernant les litiges et procédures en défense ayant fait l'objet de communiqués sur le site d'informations de la Société :

- le 12 janvier 2026, le Tribunal de Siem Reap a confirmé le caractère définitif du jugement prononcé le 2 octobre 2025 et communiqué le 21 novembre 2025 en rejetant définitivement la réclamation par M. Pierre Ader et M. Bernard Gauthier à l'encontre de VAK du versement de dividendes à hauteur de 9.236 K\$, étant rappelé qu'aucune provision n'avait été constituée par VAK au titre de ce contentieux (cf. Rapport § 3.3.1.5 ; RA 2025, p. 20, p. 47-48 et p. 78-79) ;

¹ L'Addendum reprend certains termes définis dans le glossaire du Rapport ainsi que les conventions de présentation, les renvois entre parties et chapitres du Rapport étant matérialisés par le signe §. Les liens hypertexte peuvent être activés dans la version électronique de l'Addendum.

² Projet de note d'information modifié établi par la société Le Clézio Industrie, 27 avril 2026.

³ En substance, le Projet de Note d'Information Modifié maintient le Prix de l'Offre de 1,50 € par Action, et répond aux demandes de la Société concernant les compléments de prix tels que nous les avons documentés dans le Rapport (cf. Rapport § 6.1 à § 6.6).

⁴ Le Projet de Note d'Information Modifié a été déposé postérieurement à l'annonce, le 13 avril 2026, des données consolidées et sociales d'EEM relatives à l'Exercice 2025, et le jour même de la publication, le 27 avril 2026, du RA 2025.

- le 26 mars 2026, la Cour d'appel de Battambang a confirmé le rejet de la demande formulée le 25 août 2021 par M. Pierre Ader à l'encontre de Lopan, filiale de VAK, visant à la résiliation du bail entre VAK et VAE qui régit l'usage du terrain de l'Hôtel (cf. Rapport § 3.3.1.3 ; RA 2025, p. 17, p. 48 et p. 78-79).

Les autres contentieux en défense ont peu évolué depuis l'émission du Rapport, certains d'entre eux étant définitivement clos :

- Dans l'attente des décisions des juridictions parisiennes concernant le contentieux sur l'attribution par EEM d'actions gratuites et d'options à M. Pierre Nollet, attendu le 17 juin 2026⁵, EEM a maintenu la provision de 262 K€ inscrite à ce titre dans ses livres (cf. Rapport § 3.3.1.1 et § 6.5 ; RA 2025, p. 17, p. 46 et p. 77).
- La demande de révision de l'arrêt de la Cour Suprême du Cambodge en date du 12 avril 2022 concernant le contentieux relatif à la détention de 51% du capital de VAE par deux Nominees reste à l'étude, étant rappelé qu'EEM dispose pour exercer ce recours d'un délai de cinq ans à compter du prononcé de l'arrêt précité, soit jusqu'au 12 avril 2027 (cf. Rapport § 3.3.1.2 ; RA 2025, p. 7, p. 48 et p. 78).
- Pour mémoire, VAK avait bénéficié au cours du premier semestre 2025 de la part du département de taxes au Cambodge d'une annulation de taxes réclamées à hauteur de 3.581 K\$, qui a donné lieu à une reprise de provision d'un montant de 3.276 K€ au 30 juin 2025 ; ce dossier est donc définitivement clos (cf. Rapport § 3.3.1.4).
- VAK a confirmé en janvier 2026 à M. San Kong Borom son souhait de ne pas réouvrir la médiation qui avait été tentée au sujet de sa réclamation d'un montant de 118 K\$ au titre de salaires prétendument impayés, laquelle avait échoué auprès de l'instance administrative, étant rappelé que l'intéressé n'était pas salarié de VAK (cf. Rapport § 3.3.1.6 ; RA 2025, p. 21, p. 48 et p. 78).
- La réclamation de Mme Horn Nary, épouse de M. San Kong Borom, concernant le remboursement d'un prêt d'un montant principal de 480 K\$ souscrit sous la gestion de M. François Gontier, n'ayant pas obtenu de suite favorable de la part du Conseil d'Administration, a fait l'objet de la part de l'intéressée d'une saisine du Tribunal de première instance de Phnom Penh, qui a prononcé, dans le cadre d'une audience sur requête, une ordonnance de mesures conservatoires en date du 16 janvier 2026, visant à saisir les comptes bancaires de VAK et le terrain de l'Hôtel ; les suites judiciaires pour VAK sont à l'étude (cf. Rapport § 3.3.1.6 ; RA 2025, p. 20, p. 48 et p. 78-79).
- L'action en remboursement de compte courant pour un montant de 2.371 K\$ intentée par M. Pierre Ader et M. Bernard Gauthier envers VAK a été définitivement rejetée aux termes de l'arrêt de la Cour Suprême du Cambodge rendu le 12 décembre 2025 (cf. Rapport § 3.3.1.7, § 3.3.2 et § 4.5 ; RA 2025, p. 19, p. 47 et p. 77).
- Pour mémoire, la plainte pour blanchiment déposée dans le cadre de l'acquisition par Soumaya de l'immeuble à Lima a été classée définitivement sans suite (cf. Rapport § 3.3.1.8 ; RA 2025, p. 20 et p. 76).

⁵ Le jugement de la Cour d'Appel a été reporté du 6 mai 2026 au 17 juin 2026.

2.2. Litiges et procédures au titre des demandes de compléments de prix

Les contentieux ayant fait l'objet de demandes de compléments de prix de la part de la Société⁶ appellent les compléments d'information suivants depuis l'émission du Rapport.

2.2.1. Contentieux relatif à la SCCV du Hameau du Val Thaurin

Juridiction : Cour d'appel de Versailles

Le complément de prix d'un montant de 1.934.501 € demandé par la Société concerne le recouvrement d'un prêt auprès de la SCCV du Hameau du Val Thaurin accordé par la SARL Les Vergers.

Les ordonnances rendues par le juge-commissaire le 6 novembre 2025 ont renvoyé devant le juge d'exécution la contestation de la créance par la SCCV du Hameau du Val Thaurin au motif du non-renouvellement de l'inscription hypothécaire ; EEM a interjeté appel de cette décision.

La créance d'EEM se trouve en concours avec les créances déclarées par les conjoints Lecerf, qui, par ordonnance du 6 novembre 2025, ont été en totalité ou partiellement rejetées après la contestation formée par la SARL Les Vergers contre leur admission. Les conjoints Lecerf ont interjeté appel de cette décision ; la plaidoirie est prévue le 17 juin 2026 (cf. Rapport § 6.1 ; RA 2025, p. 15).

Pour mémoire, le prêt concerné est intégralement déprécié dans les comptes consolidés d'EEM (cf. Rapport § 6.1 ; RA 2025, p. 46).

2.2.2. Contentieux pour abus de confiance et abus de bien social concernant M. François Gontier

Le complément de prix d'un montant de 1 M\$ demandé par la Société relève de plusieurs juridictions.

Juridiction : Tribunal de Siem Reap

Une instance pénale pour abus de confiance a été introduite le 5 août 2022 par EEM contre M. François Gontier devant le Tribunal de Siem Reap avec une demande de dommages et intérêts. La réclamation d'EEM à titre de partie civile s'élève à un million de dollars dans la plainte pour abus de confiance spécial de la part d'administrateur de société⁷.

Des audiences se sont tenues le 22 janvier 2025, le 13 mai 2025 ainsi que le 22 janvier 2026 ; cette dernière audience a été interrompue, la reprise étant fixée le 9 septembre 2026.

L'affaire reste donc pendante devant le Tribunal de Siem Reap (cf. Rapport § 6.2 ; RA 2025, p. 16, p. 47-48 et p. 78).

⁶ Nous comprenons qu'à ce stade le litige relatif à la mise en examen de M. Pierre Ader évoqué dans le Projet de Note d'Information, p. 34, n'emporte pas de conséquences financières ; la Société n'en a pas fait état dans ses demandes de compléments de prix (cf. Rapport § 3).

⁷ Article 393 du code pénal du Royaume du Cambodge.

Juridiction : Parquet national financier / Tribunal correctionnel de Paris

M. François Gontier fait l'objet de poursuites à l'initiative du Parquet national financier (PNF) pour abus de bien social commis au détriment de VAK et pour d'autres faits délictueux.

EEM et VAK se sont constituées partie civile dans ce dossier. Le montant des détournements au préjudice de VAK reprochés à M. François Gontier est estimé au 31 décembre 2025 à 980.000 \$.

Parallèlement à la procédure du PNF, la Société a engagé une procédure de citation directe devant le Tribunal correctionnel de Paris à l'encontre de M. François Gontier et de ses enfants pour des faits d'abus de confiance, qui inclut notamment une demande portant sur un montant de 200.000 € relatif à la famille Gontier ; cette demande s'inscrit dans la somme globale de 980.000 \$, mais concerne plus particulièrement un apport de 200.000 € à l'administrateur provisoire réalisé initialement par la famille Gontier pour participer à l'apport des actionnaires aux fins d'éviter la constatation d'un état de cessation de paiement de la Société (RA 2025, p. 16, p. 47 et p. 77).

L'audience relative aux poursuites du PNF, initialement fixée au 11 février 2026, a été reportée au mois de mai 2026 sur trois jours (18, 20 et 21 mai). À cette occasion, le Tribunal a également examiné la procédure de citation directe engagée par EEM, qui complète le dossier du PNF. Le délibéré sur les deux affaires est attendu début juillet 2026.

Aux termes d'un accord transactionnel en date du 7 mai 2026 conclu entre les enfants Gontier, d'une part, EEM et VAK, d'autre part, les dispositions ont été prises afin que, entre autres, les enfants Gontier renoncent à leur déclaration de créance et que la somme susmentionnée de 200.000 €, consignée dans le cadre des dispositions du plan de sauvegarde entre les mains du mandataire ad hoc désigné par le juge-commissaire, puisse être immédiatement restituée à EEM (Rapport § 6.2 ; RA 2025, p. 16, p. 47 et p. 77). En conséquence, l'enjeu des réclamations envers M. François Gontier est minoré de 200.000 €.

2.2.3. Contentieux concernant la détention de 51% du capital de VAE par deux Nominees

Juridiction : Cour Suprême du Cambodge

Le complément de prix d'un montant de 6.851.003 \$ demandé par la Société valorise les 51% du capital de VAE détenus par les Nominees sur la base de l'évaluation du terrain sur lequel l'Hôtel est situé, à dire d'expert au 30 juin 2025 ; il postule la reprise du contrôle de VAE par VAK, qui se traduirait par l'enregistrement de l'intégralité de la valeur du terrain dans les comptes consolidés d'EEM.

Ce litige n'appelle pas d'autres commentaires que ceux que nous avons formulés plus haut (§ 2.1) et antérieurement (cf. Rapport § 6.3) concernant la demande de révision de l'arrêt de la Cour Suprême du Cambodge à finaliser avant le 12 avril 2027.

2.2.4. Contentieux relatif à deux astreintes concernant M. François Gontier

Juridiction : Cour d'appel de Paris

Le complément de prix d'un montant total de 8.500.000 € demandé par la Société porte sur le paiement des deux astreintes⁸ liées aux condamnations de M. François Gontier pour non-exécution de l'arrêt de la Cour d'appel de Paris en date du 4 avril 2019 l'ayant enjoint d'accomplir toutes formalités pour la publication de sa démission des fonctions de président du conseil d'administration de VAK.

À l'issue du rejet par la Cour de cassation, le 10 décembre 2025, du pourvoi formé par M. François Gontier à l'encontre de l'arrêt de la Cour d'appel de Versailles du 18 juin 2024 ayant confirmé le jugement du Tribunal de commerce de Nanterre sur la liquidation judiciaire personnelle de M. François Gontier, cette dernière est en cours sur l'ensemble de son patrimoine ; EEM en a été nommé contrôleur (cf. Rapport § 6.4 ; RA 2025, p. 18, p. 47 et p. 77).

2.2.5. Contentieux sur l'attribution par la Société d'actions gratuites et d'options de souscription à M. Pierre Nollet

Juridiction : Cour d'appel de Paris / Tribunal correctionnel de Paris

Le complément de prix d'un montant total de 485.470 € demandé par la Société comporte plusieurs composantes en lien avec la rémunération variable de M. Pierre Nollet sous forme d'attribution d'actions gratuites et le contentieux qui s'y rapporte (cf. Rapport § 6.5).

Comme indiqué plus haut (§ 2.1), les jugements des juridictions de Paris concernant ce contentieux sont en attente.

Pour mémoire, la demande d'EEM de mise en cause de la responsabilité professionnelle de la société d'administrateurs judiciaires BCM pour fautes commises dans l'exercice de son mandat d'administrateur provisoire de la Société, qui a fait l'objet d'une assignation devant le Tribunal judiciaire de Paris en date du 9 juillet 2024, reste pendante, et a donné lieu à un renvoi à la demande des conseils de la Société dans l'attente de la décision de la Cour d'appel de Paris concernant le contentieux susmentionné opposant la Société et M. Pierre Nollet (cf. Rapport § 3.3.2 ; RA 2025, p. 19, p. 46-47 et p. 77).

2.2.6. Action sociale en responsabilité intentée par EEM à l'encontre de M. Valéry Le Helloco et consorts dans le recours à une administration provisoire puis à une procédure de sauvegarde

Juridiction : Tribunal des activités économiques de Nanterre

Le complément de prix d'un montant d'au moins 10 M€ demandé initialement par la Société à l'encontre des anciens dirigeants de la Société, dont M. Valéry Le Helloco, a été évalué au titre de plusieurs chefs de préjudice, réestimés depuis lors à plus de 13 M€.

Les conclusions en réponse d'EEM devant le Tribunal des affaires économiques de Nanterre pourraient être plaidées au début du quatrième trimestre 2026 (cf. Rapport § 6.6 ; RA 2025, p. 18, p. 46 et p. 77).

⁸ La première astreinte, pour un montant principal de 1.400.000 € au titre de la période du 10 juillet 2019 au 5 décembre 2019, aux termes d'un arrêt du 6 février 2020 ; la seconde astreinte, pour un montant principal de 7.100.000 € au titre de la période subséquente arrêtée au 22 février 2022, aux termes d'un arrêt du 9 juin 2022.

3. Évaluation Multicritère

3.1. Cours de bourse de l'Action

Notre analyse concernant le critère du cours de bourse de l'Action est inchangée, dans la mesure où elle se réfère dans le Rapport à la date d'annonce de l'Offre intervenue le 16 mai 2025 (cf. Rapport § 4.3).

3.2. Actif net comptable (ANC)

Les comptes consolidés et les comptes annuels d'EEM au titre de l'Exercice 2025 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes (RA 2025, p. 61 et p. 110).

Par référence au nombre d'Actions⁹ composant le capital de la Société, inchangé par rapport au 30 juin 2025, l'ANC consolidé ressort au 31 décembre 2025 à **2,35 €**¹⁰ par Action versus 2,21 €¹¹ par Action au 30 juin 2025 (cf. Rapport § 4.3.2).

Les capitaux propres consolidés d'EEM au titre de l'Exercice 2025 incluent un bénéfice net consolidé part du Groupe de 2.800 K€ à relier notamment à l'inscription en produits, au cours du second semestre 2025, de dettes prescrites à hauteur de 3.347 K\$, soit 2.848 K€, en provenance de VAK (RA 2025, p. 11-12) ; la neutralisation de ces dettes au 31 décembre 2025 résulte du jugement de la Cour Suprême du Cambodge objet d'un communiqué en date du 9 décembre 2025 qui, comme indiqué dans le Rapport et rappelé plus haut (§ 2.1), a débouté définitivement M. Pierre Ader et M. Bernard Gauthier de leur réclamation concernant le remboursement d'un compte courant (2.370.374 \$) et de la reprise en résultat de plusieurs sommes s'y rattachant (976.233 \$).

3.3. Actif net réévalué (ANR)

Nous avons réitéré le calcul de l'ANR d'EEM selon la méthodologie décrite dans le Rapport, consistant à déterminer l'ANR des filiales puis celui de la Société, sur la base :

- des comptes sociaux de l'Exercice 2025 (cf. Rapport § 4.4.1.2 à 4.4.1.6) ;
- des valeurs d'expertise immobilière indépendante de CBRE, que nous avons mandaté pour l'établissement du Rapport¹².

L'ANR d'EEM hors Coûts de Structure¹³ ressort à **2,95 €** par Action au 31 décembre 2025 *versus* 2,98 € par Action au 30 juin 2025, et après Coûts de Structure à **2,45 €** par Action au 31 décembre 2025 *versus* 2,21 € par Action au 30 juin 2025¹⁴.

⁹ 5.738.299 Actions (RA 2025, p. 27).

¹⁰ Capitaux propres consolidés part du Groupe au 31 décembre 2025 : 13.471 K€ (RA 2025, p. 69) / Nombre total d'Actions : 5.738.299.

¹¹ Capitaux propres consolidés part du Groupe au 30 juin 2025 : 12.674 K€ / Nombre total d'Actions : 5.738.299.

¹² Depuis l'émission du Rapport, nous n'avons pas relevé d'événements susceptibles de modifier la valeur du patrimoine immobilier en relation avec l'Hôtel et l'appartement parisien de la SNC Paris Croix des Petits Champs.

¹³ Pour mémoire, la cession immédiate de l'ensemble des actifs et la résolution sans délai des contentieux se refléteraient au travers de l'ANR hors Coûts de Structure qui, dès lors, représente la valeur maximale de l'Action par l'ANR.

¹⁴ L'écart de valeur actuelle des Coûts de Structure dans le calcul de l'ANR d'EEM entre le 30 juin 2025 (4.452 K€) et le 31 décembre 2025 (2.819 K€) provient de l'exclusion au 31 décembre 2025 des Coûts de Structure estimés à 1.741 K€ sur le second semestre 2025, qui ont minoré la trésorerie sur cette période.

Actif net réévalué EEM

K€	30/06/2025	31/12/2025
Capitaux propres EEM	12 333	13 183
Estimation de la valeur des titres de participation VAK	588	2 079
(-) Valeur brute	(791)	(791)
Plus-value latente sur les titres de participation VAK	(202)	1 288
(-) Estimation de l'impact fiscal	-	-
(-) Valeur nette comptable	-	(554)
Réévaluation des titres de participation VAK	588	1 525
Estimation de la valeur de SAIPPPP	6 177	6 136
Quote-part de détention d'EEM	96,66%	96,66%
Estimation de la valeur des titres de participation SAIPPPP	5 970	5 931
(-) Valeur nette comptable	(3 738)	(3 738)
Plus-value latente sur les titres de participation SAIPPPP	2 232	2 193
(-) Estimation de l'impact fiscal	-	-
Réévaluation des titres de participation SAIPPPP	2 232	2 193
Estimation de la valeur de SNC Paris Croix des Petits Champs	1 472	1 405
Quote-part de détention d'EEM	1,0%	1,0%
Estimation de la valeur des titres de participation SNC Paris Croix des Petits Champs	15	14
(-) Valeur nette comptable	(0,4)	(0,4)
Plus-value latente sur les titres de participation SNC Paris Croix des Petits Champs	14	14
(-) Estimation de l'impact fiscal	-	-
Réévaluation des titres de participation SNC Paris Croix des Petits Champs	14	14
Reprise de la dépréciation de la créance de compte courant VAK chez EEM	1 960	-
Engagements de retraite	(12)	(12)
Actif net réévalué pré Coûts de Structure	17 117	16 903
Actif net réévalué pré Coûts de Structure par Action (€)	2,98	2,95
Valeur actuelle des Coûts de Structure	(4 452)	(2 819)
Actif net réévalué	12 664	14 083
Nombre d'Actions EEM	5 738 299	5 738 299
Actif net réévalué par Action (€)	2,21	2,45

3.4. Valorisation intrinsèque (DCF)

Nous avons eu confirmation de l'absence de modifications des projections :

- du Plan d'Affaires¹⁵ ; et
- des Coûts de Structure, dont nous avons vérifié la cohérence avec les coûts récurrents réellement engagés sur le second semestre 2025¹⁶.

3.4.1. Paramètres financiers

Le coût moyen du capital que nous retenons pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie en tenant compte du décalage temporel entre le Rapport et l'Addendum, d'une part, et des données de marché disponibles au 31 mai 2026, d'autre part, s'établit présentement à 13,2%, taux identique à celui retenu dans le Rapport (cf. Rapport § 4.4.2.2) :

¹⁵ Le Conseil d'Administration du 10 avril 2026 a confirmé que la trajectoire prévisionnelle du Plan d'Affaires approuvé le 10 novembre 2025 reste la référence de pilotage du Groupe. Les différentes modalités de financement du Plan d'Affaires, éventuellement combinées, nous ont également été confirmées (cf. Rapport § 4.4.2.7).

¹⁶ L'enveloppe des Coûts de Structure au titre de l'exercice en cours tient compte de l'incidence des événements prévisibles au stade actuel du projet d'Offre, sans préjuger des conséquences liées à son dénouement.

Taux d'actualisation	
Composants	
Taux sans risque	3,7%
Beta désendetté	0,97
Rendement de marché	8,9%
Prime de risque	5,2%
Prime risque pays	4,5%
Taux d'actualisation	13,2%

Source : Bloomberg, Investing

Nous rappelons que les Coûts de Structure aux bornes du Groupe sont actualisés à partir d'un taux d'actualisation excluant la prime de risque pays (8,7%).

Le taux de croissance perpétuelle de 3% sous-tendant la valeur terminale, retenu dans le Rapport, reste en ligne avec les prévisions actuelles d'inflation à long terme au Cambodge¹⁷ (cf. Rapport § 4.4.2.3).

3.4.2. Synthèse de la valorisation DCF

Nous reproduisons, ci-après, l'analyse de sensibilité de la valeur de l'Action aux variations croisées :

- du taux d'actualisation (+/- 25 bp par rapport au taux d'actualisation retenu de 13,2%) et du taux de croissance perpétuelle (+/- 25 bp par rapport au taux de croissance perpétuelle de 3,0%) :

Analyse de sensibilité de la valeur par Action					
Croissance normative	Taux d'actualisation				
	-50 bp	-25 bp	0 bp	+25 bp	+50 bp
-50 bp	4,03	3,92	3,80	3,70	3,60
-25 bp	4,09	3,97	3,86	3,75	3,64
0 bp	4,16	4,03	3,91	3,80	3,69
+25 bp	4,22	4,10	3,97	3,86	3,75
+50 bp	4,29	4,16	4,03	3,92	3,80

- du taux d'actualisation (+/- 25 bp par rapport au taux d'actualisation retenu de 13,2%) et du taux de marge d'EBITDA (+/- 150 bp par rapport au taux de marge d'EBITDA cible de 55%) :

Analyse de sensibilité de la valeur par Action					
Marge d'EBITDA (%)	Taux d'actualisation				
	-50 bp	-25 bp	0 bp	+25 bp	+50 bp
-300 bp	4,04	3,92	3,80	3,69	3,59
-150 bp	4,10	3,98	3,86	3,75	3,64
0 bp	4,16	4,03	3,91	3,80	3,69
+150 bp	4,21	4,09	3,97	3,86	3,75
+300 bp	4,27	4,14	4,02	3,91	3,80

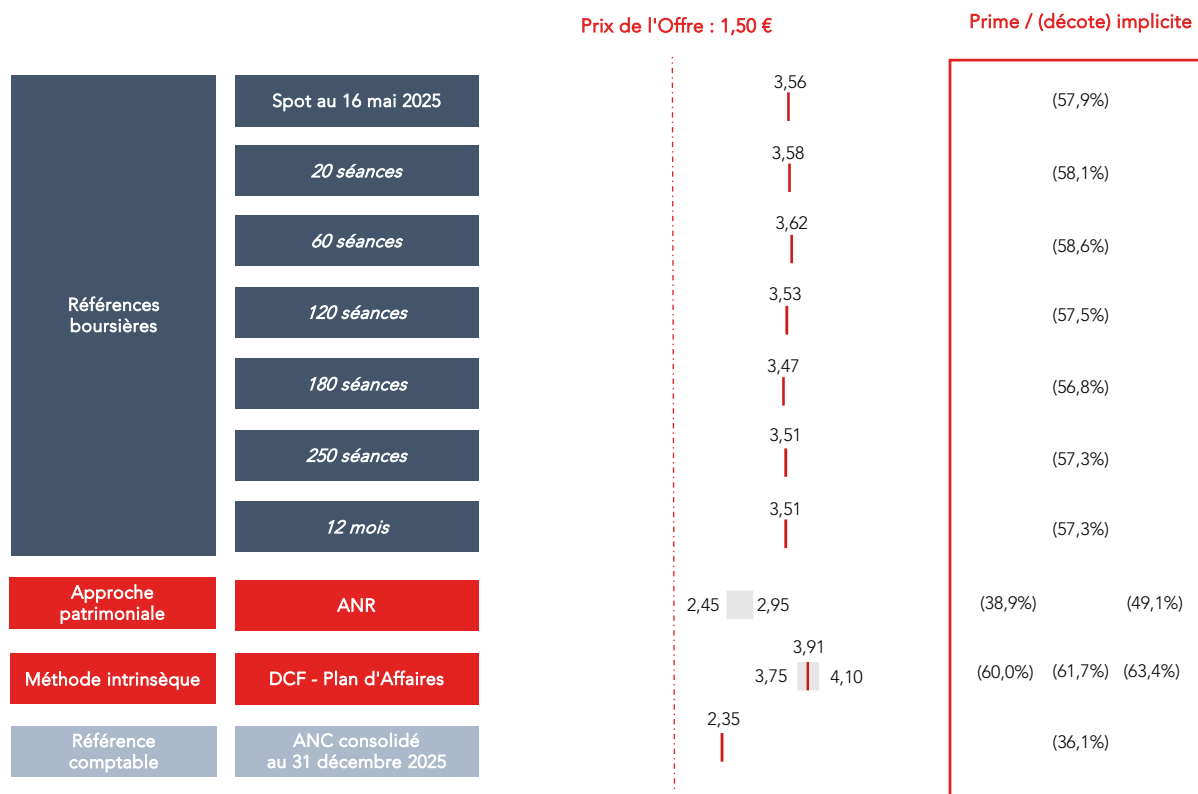
La valeur centrale de l'Action en DCF ressort ainsi à **3,91 €**, dans une fourchette de valeurs de **3,75 € à 4,10 €**¹⁸.

¹⁷ Source : FMI.

¹⁸ Pour mémoire, la valeur centrale de l'Action en DCF ressortait dans le Rapport à **3,19 €**, dans une fourchette de valeurs de **3,04 € à 3,35 €** (cf. Rapport § 4.4.2.6).

3.5. Synthèse de l'Évaluation Multicritère

Les valeurs obtenues à l'issue de la réitération de l'Évaluation Multicritère sont résumées dans le tableau ci-dessous, mentionnant le niveau de prime/(décote) induit par le Prix de l'Offre de **1,50 €**, sur l'ensemble des critères et méthodes d'évaluation que nous avons examinés et mis en œuvre :



4. Éléments de valorisation de l'Établissement Présentateur

Invest Securities maintient dans le Projet de Note Information Modifié sa hiérarchie des critères et méthodes d'évaluation, en présentant en synthèse de l'appréciation du Prix de l'Offre :

- > à titre principal, l'ANR ;
- > à titre indicatif, les CMPV et l'ANC.

4.1. ANR

Invest Securities, dans le Projet de Note Information Modifié, a amendé sa méthodologie de calcul de l'ANR, lequel est désormais construit à l'aune des informations que nous avons présentées dans le Rapport au 30 juin 2025¹⁹ :

¹⁹ Cf. Rapport § 4.4.1.6. Invest Securities ne fait pas référence aux informations relatives à l'exercice clos le 31 décembre 2025, le Projet de Note d'Information Modifié ayant été déposé le même jour de la publication, le 27 avril 2026, du RA 2025, comme indiqué en préambule (cf. *supra* § 1).

« L'ANR se calcule sur la base des comptes sociaux des différentes entités du groupe (VAK, VAE, SAIPPPP, CPC et Les Vergers) auxquels sont appliqués d'éventuelles revalorisations et retraitements. La société EEM ne communiquant pas publiquement les comptes sociaux de la maison-mère et de ses filiales au 30 juin 2025, nous nous sommes appuyés sur les informations figurant dans le rapport du Cabinet Ledouble du 15 décembre 2025 intégré à la note en réponse. Comme ce dernier le précise en Annexe 5 de son rapport, l'expert indépendant a eu accès à ces informations, prérequis indispensable à la prise en compte d'une telle approche ANR. Par ailleurs, l'expert indépendant a eu accès à certaines informations (expertises immobilières, loyer contractuel payé par VAK à VAE...) qui n'ont pas été rendues publiques et que la société a refusé de nous communiquer. Dans cette logique, certains éléments repris du rapport du cabinet Ledouble sont repris tels quel et n'ont pu faire l'objet d'une vérification de notre part. » (Projet de Note d'Information Modifié, p. 46-47).

L'analyse comparée de l'ANR au 30 juin 2025, dont la valeur centrale, après prise en compte des Coûts de Structure, s'établit selon Invest Securities à 0,86 € par Action et à 2,21 € selon Ledouble se présente comme suit, faisant apparaître des écarts sur la réévaluation des titres de participation VAK, le traitement du compte courant VAK chez EEM et la valeur actuelle des Coûts de Structure :

Actif net réévalué EEM au 30 juin 2025			
K€	Ledouble Invest Securities		Ecart
Capitaux propres EEM	12,33	12,33	-
Réévaluation des titres de participation VAK	0,59	-	0,59
Réévaluation des titres de participation SAIPPPP	2,23	2,23	-
Réévaluation des titres de participation SNC Paris CPC	0,01	0,01	-
Reprise dépréciation créance de compte courant VAK chez EEM	1,96	-	1,96
Neutralisation compte courant VAK chez EEM	-	(2,79)	2,79
Engagements de retraite	(0,01)	(0,01)	-
Valeur actuelle des Coûts de Structure	(4,45)	(6,86)	2,41
Actif net réévalué	12,66	4,91	7,75
Nombre d'Actions EEM	5 738 299	5 738 299	
Actif net réévalué par Action (€)	2,21	0,86	

	Invest Securities		
	Bas	Central	Haut
Valeur actuelle des Coûts de Structure (M€)	(8,70)	(6,86)	(4,84)
Actif net réévalué (M€)	3,08	4,91	6,94
Nombre d'Actions (millions)	5,74	5,74	5,74
Actif net réévalué / Action (€)	0,54	0,86	1,21

- L'Établissement Présentateur considère qu'il n'y a pas lieu de valoriser dans l'ANR d'EEM le périmètre cambodgien du Groupe constitué de VAK et de VAE, dès lors que l'Initiateur accepte désormais que l'ensemble de ce périmètre fasse l'objet, sous les conditions présentées ci-après (§ 5), d'un complément de prix : « VAK, filiale à 100% d'EEM, et VAE, filiale à 49% de VAK, font l'objet d'un complément de prix de la part de l'initiateur. Dans cette logique, il n'est pas pertinent de les revaloriser. » (Projet de Note d'Information Modifié, p. 47).
- Suivant le même raisonnement, Invest Securities en tire les conséquences selon lesquelles « Concernant le compte courant existant entre VAK et EEM, EEM a reconnu à son bilan au 30/06/25 une valeur de 2,79 millions d'euros, étant précisé que le compte courant atteignait dans sa totalité 4,75 millions d'euros, dont 1,96 million d'euros ont fait l'objet d'une dépréciation. Le compte courant faisant l'objet d'un complément de prix, il n'y a pas de raison d'intégrer la reprise du compte courant dans l'ANR. Dans la

même logique, il convient également d'exclure dans le calcul de l'ANR d'EEM la part du compte courant reconnu à l'actif au bilan, soit 2,79 millions d'euros. » (Projet de Note d'Information Modifié, p. 48).

- S'agissant des Coûts de Structure, leur estimation par l'Établissement Présentateur, sur une période comprise entre 2 et 4 ans avec un scénario central à 3 ans²⁰, reste supérieure aux prévisions auxquelles nous nous sommes référés dans le Rapport et l'Addendum, à l'appui d'un détail pluriannuel précis, par nature de dépenses²¹, du niveau des Coûts de Structure, qui tend vers un flux annuel de 1,3 M€ en 2027 (cf. Rapport § 5.4.2).

4.2. CMPV

Les références boursières présentées par Invest Securities dans le Projet de Note d'Information Modifiée sont inchangées par rapport au Projet de Note d'Information, dans la mesure où le cours spot et les CMPV se réfèrent, comme ceux que nous avons mentionnés dans le Rapport, à la date d'annonce de l'Offre au 16 mai 2025 (cf. Rapport § 5.2).

4.3. ANC

Invest Securities ne présente dans le Projet de Note d'Information Modifié que l'ANC issu des comptes sociaux d'EEM au 30 juin 2025, qui s'établit à 2,15 €²² par Action, en le retraitant par ailleurs du compte courant VAK au motif de l'acceptation par l'Initiateur du principe d'un complément de prix (cf. *supra* § 4.1) pour aboutir *in fine* à 1,66 €²³ par Action.

Nous nous référons à l'ANC consolidé d'EEM à la clôture de l'Exercice 2025, qui s'élève à 2,35 € par Action (cf. *supra* § 3.2) ; à titre indicatif, l'ANC dans les comptes sociaux d'EEM au 31 décembre 2025 ressort à 2,30 €²⁴ par Action.

5. Compléments de prix

L'Initiateur accepte le principe de compléments de prix pour chacun des litiges et procédures que nous avons recensés (Cf. Rapport § 6), sous les conditions fixées dans le Projet de Note d'Information Modifié²⁵, résumées ci-après²⁶ en ce qui concerne les modalités et aspects financiers (§ 5.1).

À l'issue de leur exposé, nous formulons nos observations sur ces dispositions (§ 5.2).

²⁰ *Versus* 2 ans à 3 ans et demi, avec un scénario central à 3 ans dans le Projet de Note d'Information.

²¹ Rémunérations et charges sociales (direction, assistante de direction, administrateurs), charges externes récurrentes (honoraires juridiques, honoraires comptables, frais bancaires, assurances, frais de cotation, matériel et informatique, déplacements et réceptions, autres frais), charges liées aux litiges et aux événements ponctuels, frais de fonctionnement de chaque filiale par nature.

²² Capitaux propres sociaux au 30 juin 2025 : 12.333 K€ / Nombre total d'Actions : 5.738.299 (cf. Rapport § 3.4.3.4).

²³ [Capitaux propres sociaux au 30 juin 2025 : 12.333 K€ - Compte courant VAK chez EEM : 2.794 K€] / Nombre total d'Actions : 5.738.299.

²⁴ Capitaux propres sociaux au 31 décembre 2025 : 13.183.237 € (RA 2025, p. 41) / Nombre total d'Actions : 5.738.299.

²⁵ Projet de Note d'Information Modifié, p. 16-21 ; comme précisé dans le Rapport, « le chiffrage des compléments de prix est seulement indicatif dans la mesure où les termes et conditions de chaque complément de prix seraient fixés par l'Initiateur. »

²⁶ Ce résumé ne saurait se substituer aux termes *in extenso* du Projet de Note d'Information Modifié concernant les compléments de prix.

5.1. Dispositif envisagé par l'Initiateur concernant les compléments de prix

La mise en place d'un mécanisme de complément de prix s'entend :

- pour le contentieux relatif à la SCCV du Hameau du Val Thaurin (cf. Rapport § 6.1), le contentieux pour abus de confiance et abus de bien social concernant M. François Gontier (cf. Rapport § 6.2) et l'action sociale en responsabilité intentée par la Société à l'encontre de M. Valéry Le Helloco et consorts dans le recours à une administration provisoire puis à une procédure de sauvegarde (cf. Rapport § 6.6) :

« uniquement dans l'hypothèse où la Société encaisserait effectivement des sommes nettes, après déduction (i) de l'ensemble des frais engagés, déboursés ou dus par la Société ou l'une de ses filiales au titre de l'obtention, de la poursuite, de l'exécution, de la transaction, du recouvrement ou de la perception des sommes concernées, et (ii) du montant de l'impôt sur les sociétés payé ou dû par la Société ou l'une de ses filiales au titre de ces sommes, à la suite d'une décision de justice définitive et pleinement exécutée ou d'un accord transactionnel ayant force de chose jugée afférent à ce contentieux » ;

- pour le contentieux relatif à deux astreintes concernant M. François Gontier (cf. Rapport § 6.4) :

« uniquement dans l'hypothèse où les astreintes prononcées à l'encontre de M. François Gontier fassent l'objet d'un encaissement effectif par la Société, après déduction (i) de l'ensemble des frais engagés, déboursés ou dus par la Société ou l'une de ses filiales au titre de l'obtention, de la poursuite, de l'exécution, de la transaction, du recouvrement ou de la perception des sommes concernées, et (ii) du montant de l'impôt sur les sociétés payé ou dû par la Société ou l'une de ses filiales au titre de ces sommes » ;

- pour le contentieux sur l'attribution par la Société d'actions gratuites et d'options de souscription à M. Pierre Nollet (cf. Rapport § 6.5) :

« uniquement dans l'hypothèse où la Société encaisserait effectivement des sommes résultat de la cession sur le marché des actions restituées, après déduction (i) de l'ensemble des frais engagés, déboursés ou dus par la Société ou l'une de ses filiales au titre de l'obtention, de la poursuite, de l'exécution, de la transaction, du recouvrement ou de la perception des sommes concernées, et (ii) du montant de l'impôt sur les sociétés payé ou dû par la Société ou l'une de ses filiales au titre de ces sommes » ;

- en réponse au contentieux concernant la détention de 51% du capital de VAE par deux Nominees (cf. Rapport § 6.3) :

*dans l'hypothèse « qu'une valeur puisse être extraite du périmètre détenu par la Société au travers de sa participation dans VAK ainsi que des créances détenues sur cette dernière (le « **Périmètre VAK** »).*

L'Initiateur accepte de mettre en place un mécanisme de complément de prix à chaque fois que la Société encaisserait effectivement des sommes nettes résultant de l'une quelconque des opérations distinctes suivantes, chacune pouvant intervenir indépendamment des autres et à des dates différentes pendant la durée de validité des Compléments de Prix :

- *la perception par la Société de produits de cession totale ou partielle des titres de VAK détenus par la Société ;*
- *le remboursement total, en principal, et le cas échéant, intérêts, de tout compte courant d'actionnaire, prêt intragroupe ou autre créance détenue par la Société sur VAK ;*
- *ou la distribution effective au profit de la Société par VAK de tout dividende, acompte sur dividende, réserve, boni de liquidation ou autre distribution en numéraire.*

après déduction (i) de l'ensemble des frais engagés, déboursés ou dus par la Société ou l'une de ses filiales au titre de la préparation, négociation, mise en œuvre ou de l'extraction de valeur afférente au Périmètre VAK ou de la perception des sommes afférentes, (ii) de l'ensemble des dettes, passifs, engagements, charges, sûretés ou coûts de libération grevant directement ou indirectement le Périmètre VAK, et (iii) du montant de tout impôt payé ou dû par la Société ou l'une de ses filiales au titre de l'extraction de valeur afférente au Périmètre VAK ».

Chaque somme nette distincte effectivement encaissée par la Société au titre des compléments de prix énumérés ci-avant donnera lieu à la détermination d'un complément de prix spécifique correspondant à ce montant net rapporté au nombre d'Actions composant le capital de la Société à la date de l'Offre²⁷.

Les compléments de prix seront versés aux Actionnaires ayant apporté leurs titres à l'Offre. En revanche, les Actionnaires n'ayant pas apporté leurs titres à l'Offre n'auront droit à aucun complément de prix.

Il est précisé que :

- les compléments de prix autres que celui se rapportant au Périmètre VAK expireront « *au-delà de soixante (60) mois postérieurement à la date de visa sur l'Offre afin de ne pas maintenir des compléments de prix hypothétiques* » ;
- le complément de prix concernant le Périmètre VAK expirera « *au-delà de trente-six (36) mois postérieurement à la date de visa sur l'Offre afin de ne pas maintenir des compléments de prix hypothétiques* »

5.2. Commentaires sur le mécanisme de complément de prix

Le mécanisme de complément de prix que souhaite mettre en œuvre l'Initiateur, tel que présenté ci-avant (§ 5.1) appelle les observations suivantes :

- il repose sur le principe de l'encaissement par la Société de sommes nettes de tous frais et impôts liées au dénouement des contentieux ; à ce titre, le Projet de Note d'Information Modifié stipule que « *les Compléments de prix ne sont pas couverts par la garantie de l'établissement présentateur, les sommes éventuelles ayant vocation à être rétrocédées directement par la Société selon le mécanisme du paragraphe 2.7.6* »²⁸. Dès lors, les compléments de prix s'assimilent à un financement de l'Offre assuré non pas par l'Initiateur, mais par la Société elle-même et ce, sans préjuger du taux d'apport des Actionnaires de leurs titres à l'Offre ni du contrôle, lors du versement des compléments de prix, de la Société par les membres du Concert, lesquels ne détiennent toutefois actuellement que 28,35% du capital de la Société et 28,29% de droits de vote non exerçables jusqu'au 28 mai 2030 du fait de leur suspension d'une

²⁷ Soit 5.738.200 Actions.

²⁸ Projet de Note d'Information Modifié, p. 6.

durée de cinq ans par arrêt de la Cour d'appel de Paris du 28 mai 2025 (cf. Rapport § 2.1.1 et § 2.2.1 ; RA 2025, p. 27 et p. 54) ;

- le complément de prix que souhaite mettre en œuvre l'Initiateur sur le Périmètre VAK est à mettre en regard de l'absence de reconnaissance de sa part de toute valeur à VAK et VAE, alors que la demande de complément de prix de la Société s'entend de la récupération des 51% du capital de VAE détenus par les Nominees (cf. Rapport § 6.3) ; par ailleurs, en rappel des dispositions de la recommandation AMF n°[2006-15](#) relatives aux compléments de prix²⁹ retranscrites dans le Rapport (§ 6), ces derniers supposent un « *aléa de valorisation lié à des circonstances spécifiques et pré-existantes à l'offre* », qui, au cas d'espèce, apparaît contraire à la valorisation que nous avons faite des actifs cambodgiens dans la détermination de l'ANR d'EEM, tant au 30 juin 2025 (cf. Rapport § 4.4.1.6) que présentement au 31 décembre 2025 (cf. *supra* § 3.3) ;
- par le complément de prix portant sur l'action sociale en responsabilité intentée par la Société à l'encontre de M. Valéry Le Helloco et consorts dans le recours à une administration provisoire puis à une procédure de sauvegarde, qui serait assumé par la Société, l'Initiateur se dégage en définitive des conséquences financières de cette procédure ;
- par la différence de traitement entre, d'une part, les Actionnaires ayant apporté leurs titres à l'Offre, qui bénéficieront du mécanisme de complément de prix et, d'autre part, ceux n'ayant pas apporté leurs titres à l'Offre, auxquels ce mécanisme n'est pas applicable, le dispositif, par construction, introduit une rupture d'égalité de traitement des Actionnaires en affectant la valeur de la participation des Actionnaires ayant fait le choix de rester au capital de la Société, qui en définitive assumeront les conséquences financières des compléments de prix au bénéfice des Actionnaires sortants³⁰.

²⁹ Article 3.2.3, p. 5 : « *Lorsqu'il existe un aléa de valorisation lié à des circonstances spécifiques et pré-existantes à l'offre, portant notamment sur des actifs particuliers, des litiges ou des procédures en cours, la prise en compte de celui-ci peut donner lieu à l'établissement d'un complément de prix dont la durée est limitée à 5 ans. Dans ce cas, l'initiateur doit expliciter les moyens qu'il met en œuvre pour garantir qu'il sera en mesure de régler le complément de prix à l'échéance. Lorsqu'un complément de prix est prévu, la mission de l'expert indépendant est étendue à l'analyse et au calcul, par l'initiateur, du complément de prix.* ».

³⁰ La Société bénéficiera des effets positifs du dénouement favorable de telle ou telle procédure, mais devra décaisser le complément de prix correspondant, qui sera dès lors supporté non seulement par l'Initiateur en tant qu'actionnaire de la Société, mais également par tous les autres Actionnaires encore présents au capital d'EEM. Si le complément de prix était assuré par l'Initiateur, les Actionnaires n'ayant pas apporté leurs titres à l'Offre verraient leur patrimoine lié à leur participation dans la Société s'accroître dans les mêmes proportions que les Actionnaires ayant apporté leurs titres à l'Offre.

6. Observations formulées sur le Rapport

Depuis l'émission du Rapport, nous avons reçu par courriel en date du 30 mars 2026, de la part de l'Établissement Présentateur, une « note de synthèse » établie à la demande de l'AMF et qui lui a été adressée en copie, sur les divergences par rapport à l'Expert Indépendant concernant les charges de structure et le traitement de la reprise de provision pour dépréciation du compte courant de VAK dans l'ANR d'EEM au 30 juin 2025.

À cet égard, nous maintenons la référence ;

- d'une part, à l'évaluation des Coûts de Structure dûment étayé qui nous a été soumis, tant au 30 juin 2025 qu'au 31 décembre 2025 (§ 4.1)³¹ ; et
- d'autre part, à la reprise de provision de 1.960 K€ sur le compte courant de VAK dans l'ANR d'EEM au 30 juin 2025 telle que nous l'avons explicitée dans le Rapport, étant précisé que les provisions sur les titres et le compte courant de VAK ont été depuis lors été reprises³² dans les comptes sociaux d'EEM au 31 décembre 2025 compte tenu de l'amélioration de la situation nette de VAK (RA 2025, p. 11 et p. 56)³³.

Nous avons par ailleurs transmis, sous la forme d'une note de travail, des éléments de réponse aux questions qui nous ont été posées directement par l'AMF, à l'attention de la Direction des Émetteurs.

7. Synthèse

Les événements survenus au cours du second semestre 2025 ne remettent pas en cause nos constats formulés en synthèse dans le Rapport.

En particulier :

- nous apprécions le Prix de l'Offre par référence aux conditions financières de l'Offre et à l'évaluation de l'Action dans les circonstances actuelles, lesquelles, par définition, diffèrent des conditions dans lesquelles les Actionnaires ont pu, au cas par cas, acquérir leurs Actions ;
- les Actionnaires bénéficient, du fait de l'Offre, d'une liquidité sur l'intégralité de leurs Actions au Prix de l'Offre de 1,50 € ; pour autant, le Prix de l'Offre reste inférieur aux valeurs de l'Action ressortant de l'ensemble des critères et méthodes d'évaluation que nous avons mis en œuvre (cf. *supra* § 3.5).

Par ailleurs, le mécanisme de complément de prix que souhaite mettre en œuvre l'Initiateur au bénéfice des Actionnaires apportant leurs titres à l'Offre reporte sur la Société, et par conséquent sur les Actionnaires souhaitant rester au capital d'EEM, les engagements lui incombant en la matière.

³¹ Sur le plan purement calculatoire, même en rehaussant la valeur actuelle des Coûts de Structure, qui s'établit à 4,45 M€ selon Ledouble au 30 juin 2025, jusqu'à l'estimation qu'en fait Invest Securities à 6,86 M€, l'ANR par Action au 30 juin 2025 ressortirait à 1,79 € par Action, au-dessus du Prix de l'Offre de 1,50 €.

³² À hauteur respectivement de 554 K€ (reprise partielle de provision sur les titres VAK) et 5.117 K€ (reprise de provision complète sur le compte courant VAK).

³³ Dans la réitération du calcul de l'ANR d'EEM au 31 décembre 2025 suivant la même méthodologie que celle appliquée au 30 juin 2025, la reprise de la dépréciation de la créance de compte courant VAK chez EEM ne trouve donc *de facto* plus à s'appliquer.

8. Attestation d'Équité

Au vu des développements précédents, nous confirmons les termes de la conclusion du Rapport en date du 15 décembre 2025 :

« À l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, et dans le contexte de l'Offre, nous sommes d'avis que le Prix de l'Offre de 1,50 € n'est pas équitable d'un point de vue financier pour les Actionnaires apportant leurs titres à l'Offre. »

Paris, 16 juin 2026

LEDOUBLE SAS

Signé par :

1905170DE7C34B0...

Olivier CRETTE

Associé

Signé par :

65099843B4B945F...

Agnès PINIOT

Associée, Présidente

ANNEXE : SOURCES D'INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

> Documentation relative à l'Offre

- Note des Conseils de la Société transmise à l'AMF concernant le Projet de Note d'Information Modifié
- Projet de Note d'Information Modifié
- Projet de note d'information en réponse au Projet de Note d'Information Modifié
- Note de synthèse de l'Établissement Présentateur établie à la demande de l'AMF concernant les charges de structure et le traitement de la reprise de provision pour dépréciation du compte courant de VAK dans l'ANR d'EEM au 30 juin 2025

> Documentation relative à EEM

Documentation juridique et fiscale

- Répartition du capital et des droits de vote de la Société (au 31 mai 2026)
- Procès-verbaux du Conseil d'Administration (postérieurs au 15 décembre 2025)
- Procès-verbaux du conseil d'administration de SAIPPPP (postérieurs au 24 septembre 2025)
- Notes sur les contentieux de la Société et des Filiales établies par les conseils juridiques (à fin mai 2026)
- Pièces de procédures judiciaires et non judiciaires dans le cadre du suivi des litiges et contentieux

Informations comptables et financières historiques

- Rapport annuel 2025
- Rapport des commissaires aux comptes au Comité d'audit (2025)
- Comptes annuels des Filiales (2025)
- Contributifs des Filiales à la consolidation (2025)
- Grands livres de la Société et des Filiales (2025)
- Modèle de valorisation du Droit au Bail (2025)
- Déficits fiscaux reportables au 31 décembre 2025 aux bornes :
 - de la Société
 - des Filiales
- Position de trésorerie du Groupe au 31 mai 2026

Informations financières prévisionnelles

- Confirmation du Plan d'Affaires aux bornes de VAK
- Confirmation des Coûts de Structure aux bornes du Groupe
- Comparaison entre les coûts de structure du second semestre 2025 et ceux prévus sur cette période dans le Plan d'Affaires
- Confirmation des modalités de financement du Plan d'Affaires

Informations immobilières

- Rapports d'expertise immobilière (2025) :
 - ARC et Keystone (Hôtel et terrain au Cambodge)
 - Sylvie Roux (bureaux de la SNC Paris Croix des Petits Champs)
- Confirmation du devis des travaux de rénovation de l'Hôtel (LBL)